



U.V. « ATHENS » 2ème année
Les marchés financiers
(Responsable : Joël PRIOLON)

LA REGULATION JURIDIQUE DES MARCHES FINANCIERS

Jean-Pierre PLAVINET
Maître de Conférences
U.F.R. de SOCIOLOGIE

SOMMAIRE

Introduction	p. 2
1. Une régulation européenne dans un marché mondialisé en crise	p. 4
2. Les institutions et mécanismes juridiques de la régulation en France	p. 18
3. L'objet des marchés financiers : les instruments financiers	p. 42
Conclusion	p. 52
Annexes	p. 53

Année universitaire 2012-2013

LA REGULATION JURIDIQUE DES MARCHES FINANCIERS

INTRODUCTION

Le présent document, qui vise à développer de façon plus détaillée notre diaporama présenté en cours dans le cadre de l'UV « Les marchés financiers », constitue le chapitre 8 du document intitulé de même et rédigé par Joël PRIOLON, responsable de cette UV de la semaine « ATHENS ». Il est présenté de façon séparée pour des raisons techniques d'ordre quantitatif (longueur excessive prévisible d'un document unique) ou qualitatif (harmonisation difficile des traitements informatiques de texte). Sur le fond, il constitue un exemple de coopération interdisciplinaire entre l'Economie, la Sociologie et le Droit, dans le contexte du Département des Sciences économiques, sociales et de gestion d'AgroParisTech.

Comme tous les autres marchés, les marchés financiers donnent lieu à une concurrence entre entreprises offrant diverses prestations de services (communément appelées « produits » par les professionnels) à des clients potentiels, qui sont, en termes de comptabilité nationale, les ménages et les entreprises à titre principal, et, à la marge, d'autres secteurs institutionnels. La régulation juridique de ces marchés va consister à la fois à protéger les consommateurs de ces « produits » particuliers (« investisseurs », pouvant être appelés « épargnants » s'ils ne sont pas professionnels) contre les agissements frauduleux ou excessivement risqués, alors même qu'on a affaire des « produits à risque » et que cette régulation ne saurait protéger les investisseurs contre les pertes financières de façon absolue et générale. Par ailleurs, cette régulation vise aussi à garantir une concurrence loyale entre les opérateurs, en les mettant à égalité dans les prises de risque pour eux-mêmes. Sur le plan sociologique, elle renvoie à la problématique générale de la « société du risque », dans les domaines les plus divers.

L'activité économique ainsi générée est, comme les autres, dominée par le principe de la liberté du contenu des contrats édicté par l'article 6 du Code Civil et par le principe de la liberté du commerce et de l'industrie en Droit Public, dont la portée et le champ d'application géographique dépasse le cadre juridique français proprement dit : on est libre de mettre ce que l'on veut dans un contrat, pour autant que cela ne soit pas contraire à l'ordre public et aux bonnes mœurs, et les professionnels peuvent « inventer » de nouveaux « produits » sous la même réserve. La pratique professionnelle accumulée depuis plus d'un siècle et demi montre que l'intervention publique a été fréquente dans un but de régulation, ce qui n'a pas empêché l'émergence d'innovations considérables au cours des dernières décennies. Un autre aspect est l'influence professionnelle directe et technique sur les décideurs politiques nationaux ou supranationaux - donc en particulier s'agissant de l'Union européenne (UE) ou les Etats-Unis d'Amérique. En ce qui concerne l'UE, un de ces professionnels au rôle historique essentiel est le baron Alexandre LAMFALUSSY, de nationalité belge mais d'origine hongroise. La régulation juridique des marchés financiers en Droit communautaire/de l'UE s'effectue depuis 2001 au moyen d'une « démarche », de « procédures », d'un « suivi » et de « comités » dits « LAMFALUSSY »⁽¹⁾.

La haute technicité des marchés financiers ainsi qu'une tendance à l'innovation permanente ont sécrété une sorte de police professionnelle faisant fonction d'autorégulation pour la

¹ Exemple : Résolution du Parlement européen n° 2008/2148(INI) du 9 octobre 2008 contenant des recommandations à la Commission sur le suivi Lamfalussy (structure à venir de la supervision) (JOUE C 91 de 2009). Cf. aussi le « considérant » (2) du règlement (UE) n° 1095/2010 du 24 novembre 2010, qui prend cette résolution en considération (Annexe I).

dimension de la loyauté de la concurrence, avec délégation de prérogative de puissance publique pour l'exercice de cette police ⁽²⁾, mais aussi une intervention étatique extérieure pour assurer une meilleure protection des investisseurs en tant que consommateurs, en particulier s'il s'agit d'épargnants (ménages, organismes à but non lucratif, entreprises non financières) : drames individuels ou collectifs et scandales médiatisés sont passés par là, et la crise financière internationale de 2008/2009 ouvre des perspectives nouvelles dans le sens d'une remise en cause d'un certain laxisme, pour ne pas dire un laxisme certain... Depuis lors, cette crise s'est doublée en 2010/2011 d'une crise « prudentielle » et « systémique », pour ne pas dire sociopolitique : la crise initiale des marchés financiers internationaux a débouché sur perspectives de faillites de banques et d'Etats européens liées à des « dettes souveraines », dans une économie mondialisée, donnant lieu à une forte réactivité et volatilité de ces marchés dues à l'interconnexion étroite entre les acteurs.

De façon plus courante, les risques liés au développement de produits spéculatifs par les professionnels peuvent se traduire par de lourdes pertes chez leurs clients, qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales de Droit Privé (particuliers et entreprises) ou de personnes morales de Droit Public (Etats, collectivités territoriales) :

EX1 : Une coopérative agricole a vainement poursuivi en responsabilité civile la banque qui lui servait de conseil en placement de trésorerie à la suite de pertes importantes sur des opérations de change sur les marchés à terme, après quelques années de succès. La Cour d'Appel de Metz et la Cour de Cassation ont estimé « qu'aucune disposition légale (relative aux coopératives agricoles, articles L 521-1 et suivants, R 521-1 et suivants du Code Rural) n'interdit à une coopérative agricole de se livrer à des opérations de gestion financière en répartissant sa trésorerie entre des placements sûrs mais peu rémunérateurs et des placements risqués mais mieux rémunérés », étant entendu que les statuts de la coopérative ne prévoyaient pas davantage de limitations sur ce plan (Cass. Com., 25 avril 2006, Société Lorca (Lorraine céréales approvisionnement) c./ Société Sogéal (Société générale alsacienne de banque).

EX2 : Le décret n° 2011-429 du 19 avril 2011 relatif à la désignation et aux missions du censeur d'Etat auprès des éco-organismes agréés par l'Etat en vue de la gestion de certains déchets, pris pour l'application de l'article L 541-10 du Code de l'Environnement, attribue au chef du service du Contrôle général économique et financier du Ministère du Budget la mission de désigner le « censeur » chargé de veiller à l'absence de dérive spéculative dans la gestion des fonds reçus par des personnes morales de Droit privé agréées pour percevoir des éco-taxes au titre du recyclage des déchets et redistribuer ces fonds sous formes d'aides publiques. Le maintien de leurs capacités financières est en effet une des conditions du maintien de leur agrément et de la satisfaction des obligations de la France en matière de législation communautaire sur la gestion des déchets ménagers et assimilés.

EX3 : En 2011, des communes urbaines françaises ont exercé des actions en justice contre des établissements de crédit qui leur ont vendu des produits financiers dont le coût et l'amortissement se sont avérés ruineux pour leurs finances.

On abordera successivement la dimension européenne et internationale de la régulation (1), les institutions et mécanismes de la régulation (2) et les objets de la régulation (instruments financiers) (3).

1. Une régulation européenne dans un contexte mondialisé en crise

Si l'on se situe dans le contexte français, il convient d'emblée de poser la dimension communautaire de la régulation des marchés financiers :

² Il est assez fréquent que certaines prérogatives de puissance publique, parmi lesquelles les « pouvoirs de police » (pouvoirs contraignants dont ne dispose pas le commun des mortels et prévus en principe par la loi), soient délégués à des personnes privées : les marchés financiers en sont un bon exemple ; on peut citer aussi le Groupement national interprofessionnel des semences et plants (GNIS), créé par une loi de 1943 et organisé par un décret de 1962.

- les articles 49 à 55 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) prévoient le droit au libre établissement des professionnels de toutes catégories, ce qui concerne notamment les professionnels des marchés financiers en termes d'implantation hors de leur pays d'origine ;
- les articles 56 à 62 du TFUE prévoient la libre circulation des prestations de services en généra., ce qui s'applique en particuliers aux services relatifs aux marchés financiers : un client d'un pays X peut donc avoir recours aux services d'un professionnel d'un pays Y, quand bien même celui-ci ne serait pas établi dans le pays X ;
- les articles 63 à 66 du TFUE prévoient la libre circulation des capitaux et des paiements sur le marché intérieur, et interdisent aux Etats membres de l'entraver, sous réserve d'exceptions très strictement encadrées relevant de l'ordre public et de la sécurité publique (transferts liés à des activités criminelles, notamment) ; le principe de libre circulation concerne aussi les mouvements de capitaux et les paiements entre l'UE et les pays tiers.

Sur le deuxième point, il convient de rappeler que les services financiers font partie du champ d'application de l'Accord général sur le commerce des services signé en 1997 dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) : cet accord interdit les quotas d'importation et oblige chaque Etat signataire à accorder à tous les autres la « clause de la nation la plus favorisée », ce qui rend les préférences bilatérales ou multilatérales sans objet.

1.1. Les services financiers sur le marché intérieur de l'Union européenne et de l'Espace économique européen

Les « services financiers » constituent un vaste ensemble qui incluent les services relatifs aux marchés financiers, mais aussi les services bancaires en général : du point de vue professionnel, on oppose les « métiers du titre » (valeurs mobilières ou « instruments financiers ») aux « métiers du crédit »⁽³⁾. En 1999, la Commission européenne a élaboré un « plan d'action sur les services financiers » (PASF)⁽⁴⁾. Ce plan prévoyait 42 mesures (directives, règlements ou décisions) à adopter; en ce sens, la priorité a été donnée au contrôle de l'application des mesures adoptées par les Etats-membres et à leur suivi. Puis un « Livre vert » a été publié dans ce sens en 2005⁽⁵⁾, et un « Livre blanc » lui a succédé à la fin de 2006, qui expose le calendrier des réformes de la législation des organismes de placement en commun de valeurs mobilières (OPCVM)⁽⁶⁾. Ceux-ci représentaient en 2009 environ 5700 milliards d'euros, soit plus de la moitié du PIB de l'Union européenne, et 75% du marché des fonds d'investissement en Europe.

³ Hubert de VAUPLANE & Jean-Pierre BORNET, Droit des marchés financiers, § 289.

⁴ Le commissaire européen concerné était Frits BOLKESTEIN (célèbre pour son projet de directive sur les services en général), remplacé depuis par Charlie McCREEVY, puis par Michel BARNIER, ancien ministre français chargé de l'environnement puis de l'agriculture. Ce commissaire a autorisé la Direction Générale du Marché intérieur et des services (responsable actuel : Jonathan FAULL), qui inclut une Direction de la politique des services financiers et des marchés financiers. Cette Direction Générale publie la revue trimestrielle « Single Market News » (SMN), accessible sur www.smn.cec.eu.int, et accessible gratuitement sur support papier en anglais, français et allemand, par abonnement.

⁵ Un « Livre vert » est un texte d'orientation, sans effet impératif et donnant lieu à une concertation pendant un certain temps ; un « Livre blanc » représente un document d'orientation plus achevé tenant compte de cette concertation, et annonçant généralement des mesures législatives (directives ou règlements). Cf. SMN n° 37 (mai 2005) pour le « Livre vert », et, pour le « Livre blanc », le « considérant » (2) du règlement (UE) n° 1095/2010 présenté ci-après (Annexe 1).

⁶ « OPCVM : La Commission expose sa vision pour la modernisation du marché des fonds d'investissement de l'Union européenne » (SMN n° 44, janvier 2007).

C'est principalement par voie de directives que les institutions communautaires harmonisent les conditions du libre établissement et la libre circulation des services : chaque Etat membre dispose d'un délai fixé par la directive elle-même pour la transposer dans son ordre juridique interne. La Commission européenne peut intenter contre lui un « recours en manquement » devant la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) - devenue depuis le 1er décembre 2009 « Cour de Justice de l'Union européenne » (CJUE) - pour absence de transposition d'une directive, ou transposition défectueuse ou incomplète, ce qui peut théoriquement aboutir, dans un second temps, à des sanctions financières contre l'Etat membre en cas de persistance durable du manquement.

De plus, ces trois « libres circulations » concernent quelques autres pays européens, qui ont signé en 1992 avec la Communauté européenne l'Accord sur l'Espace économique européen (EEE). Il s'agit des pays de l'Association européenne de libre échange (AELE) : Islande, Liechtenstein, Norvège et Suisse ; l'AELE incluait aussi en 1992 l'Autriche, la Finlande et la Suède, qui ont rejoint la Communauté européenne en 1995. La liberté d'établissement est prévue par les articles 31 à 35 de l'Accord, la libre circulation des services par les articles 36 à 39, et la libre circulation des capitaux par les articles 40 à 45. Toutefois, la Suisse n'a pas ratifié l'Accord EEE.

Si l'EEE constitue la dimension territoriale pertinente pour la régulation juridique des marchés financiers, cela ne signifie pas que l'intégralité des mécanismes juridiques de régulation relève de cette dimension supranationale : les Etats concernés conservent leur autonomie en ce qui concerne la manière d'assurer la double protection des professionnels et de leurs clients, et ont chacun une autorité nationale de régulation, et en ce qui concerne les textes applicables sur le fond et les procédures, pour autant que la transposition correcte des directives soit assurée et ne soit pas remise en cause par ces textes nationaux.

La directive 85/611/CEE du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant les organismes de placement en commun de valeurs mobilières (OPCVM), a été transposée par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 et ses décrets d'application ; après qu'un « Livre blanc » de 2006 ait annoncé une refonte de cette directive modifiée, celle-ci a été abrogée et remplacée par la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009, qui a été transposée par l'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 et deux décrets n° 2011-922 et 2011-923 du même jour ;

La directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières (dite DSI), a été transposée par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 (dite loi MAF) et ses décrets d'application ; puis elle a été abrogée et remplacée par la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers. Dite « DSI2 », ou « MiFID » ⁽⁷⁾, cette dernière directive devait initialement être transposée avant le 30 avril 2006, mais, notamment sous la pression du Parlement européen, la Commission a décidé de reporter ce délai au 31 janvier 2007, son application par les professionnels étant repoussée quant à elle au 1^{er} novembre 2007 ⁽⁸⁾. La France a procédé à la transposition avec un peu de retard, à travers l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers ; le principal décret d'application de ce texte est le décret n° 2007-904 du 15 mai 2007. Il est question de réviser la DSI2 au regard des problèmes qui ont émergé lors de la crise rampante des marchés financiers entre 2008 et l'heure actuelle.

⁷ En Anglais : « ISD2 » ou « MiFID » (« Markets in Financial Instruments Directive »).

⁸ Directive 2006/31/CE du 5 avril 2006 (JOUE L 114 du 27-04-06). « L'entrée en vigueur de la directive MiFID va introduire plus de concurrence et d'efficacité dans les marchés financiers (SMN n° 48, 2007-V).

Par ailleurs, la Commission européenne a adopté une « communication » dans laquelle elle insiste sur la nécessité de renforcer la capacité des Européens à comprendre et à utiliser les produits et les services financiers ⁽⁹⁾. D'un point de vue rétrospectif (mise à jour de ce document en novembre 2011), on peut considérer que cette démarche pêche par excès d'optimisme : il semblerait qu'aujourd'hui le « consommateur européen moyen » ait pris conscience qu'il valait mieux investir dans l'immobilier direct ou acheter de l'or...

La DSI2/MiFID de 2004 a non seulement modifié la directive de 1985 sur les OPCVM, mais aussi les directives 2000/12/CE et 93/6/CEE concernant les métiers du crédit : bien que professionnellement distincts, les métiers du « titre » ⁽¹⁰⁾ et du crédit sont fréquemment exercés par mes mêmes entreprises, ou au sein d'entreprises faisant partie d'un même groupe de sociétés. La première directive a été refondue par la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 concernant l'activité des établissements de crédit et son exercice, et la seconde par la directive 2006/49/CE du même jour sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. On constate donc que les services liés aux marchés financiers sont adossés à un dispositif conséquent de prévention et de surveillance de l'équilibre du bilan de ces deux types d'entreprise : c'est la prévention du « **risque prudentiel** », à travers la négociation entre la Commission européenne (DG Services & Marché intérieur) et les organisations professionnelles européennes concernées de « ratios prudentiels » plus stricts dans l'équilibre du bilan des établissements de crédit ⁽¹¹⁾. Tous les débats actuels sur la nécessité ou non de « recapitaliser » les banques européennes n'ont pas d'autre objet. En vertu du principe dit « too big to fail », on estime que les banques d'une certaine importance ne doivent pas être mises en faillite, dans l'intérêt général ⁽¹²⁾, mais cela ouvre inévitablement la porte toute grande à ce qu'il est convenu d'appeler la « culture de l'impunité » ⁽¹³⁾.

La justification empirique du principe « too big to fail » est la suivante :

- le risque prudentiel est d'abord un **risque microprudentiel**, qui est l'impact économique et financier de la faillite d'un établissement de crédit (banque ou établissement financier autre qu'une banque) ;
- mais il peut acquérir une dimension macroprudentielle si la concrétisation d'un ou plusieurs de ces risques microprudentiels aboutit à des retraits massifs des dépôts bancaires par des déposants paniqués, en fonction de l'existence et de l'étendue d'un mécanisme de garantie de remboursement minimal par la puissance publique;

⁹ « La Commission encourage une meilleure éducation financière des Européens » (SMN n° 49, 2008-I).

¹⁰ Sur ce concept un peu vieillot, cf. ci-après 3.1.1..

¹¹ Ces négociations ayant généralement lieu à Bâle (Suisse), on parle des ratios « Bâle II », « Bâle III », etc.

¹² C'est pourtant que les autorités islandaises ont décidé de faire, quitte à mettre en difficulté des « fonds de pension » britanniques, étatsuniens, ou autres. Il s'agit d'une décision politique à caractère constitutionnel (référendum populaire) sur laquelle on ne dispose pas encore de « retour d'expérience » : elle privilégie le point de vue du contribuable, grand perdant à coup sûr du renflouement systématique des banques en faillite par la puissance publique, par rapport à celui du déposant (banque de dépôt) ou de l'épargnant, grand perdant potentiel d'une faillite bancaire si les mécanismes de garantie étatique sont inexistantes ou faibles.

¹³ De nombreux ouvrages plus ou moins spécialisés sont parus pour commenter la crise systémique actuelle. Parmi les ouvrages sérieux et d'un coût accessible, on citera :

- Eric LAURENT : La face cachée des banques ; révélations sur les milieux financiers (Plon, 2009 ; réédit. Pocket 2011) ;

- Jean de MAILLARD : L'arnaque : la finance au-dessus des lois et des règles (Gallimard, 2010). L'auteur de cet ouvrage essentiel est un magistrat spécialisé dans la délinquance économique et financière, et par ailleurs très critique de l'approche naïve et biaisée des économistes sur la question.

Cf. aussi : http://lexpansion.lexpress.fr/economie/jean-de-maillard-la-fraude-est-un-rouage-essentiel-de-l-economie_225748.html

- par ailleurs, si l'on intègre au questionnaire précédent les incertitudes relative à la détention d' « actifs toxiques » par les établissements de crédit, celles-ci peuvent se traduire à une paralysie notable des prêts entre banques, qui conditionnent eux-mêmes les prêts aux agents économiques (particuliers et entreprises) : c'est le phénomène du tassement ou de l'effondrement du crédit (« credit crunch »), indispensable à l'exercice normal des activités économiques.

Il résulte de tout cela que la concrétisation du **risque macroprudentiel**, lui-même issu du risque microprudentiel démultiplié de façon horizontale et/ou verticale, débouche alors sur le **risque systémique**, où c'est l'ensemble des mécanismes de financement du système de l'économie de marché qui est gravement perturbé, et où il faut assumer les conséquences de l'impact sociopolitique majeur des faillites bancaires ou de leur évitement à tout prix par un renflouement systématique aux frais du contribuable (problématique de la « recapitalisation des banques »). Par voie de conséquence, les crises sur les marchés financiers alimentent à double titre la crise économique et financière globale. C'est ce qu'on a pu observer avec l'apparition en 2007/2008 du risque systémique aux Etats-Unis et sa diffusion aux autres pays développés ou émergents jusqu'à l'heure actuelle, la crise des « dettes souveraines » qui affecte certains pays de la « zone euro » de l'UE ajoutant un risque macroprudentiel supplémentaire pour les banques les plus exposées. Le risque systémique que doit affronter l'UE a donc une double origine : l'héritage non liquidé des débordements étatsuniens liés à la création et la circulation incontrôlée des « produits financiers toxiques », et la problématique spécifiquement européenne des politiques économiques des pays de la « zone euro » confrontés à une « dette souveraine » excessive aux yeux des marchés financiers.

Le risque systémique est ainsi défini par l'article 2 du règlement (UE) n° 1092/2010 du 24 novembre 2010 instituant le Comité européen du risque systémique (CERS) : « un risque de perturbation dans le système financier susceptible d'avoir de graves répercussions sur le marché intérieur et l'économie réelle. Tous les types d'intermédiaires, de marchés et d'infrastructures financiers peuvent être susceptibles de présenter une certaine importance systémique ». On appréciera à sa juste valeur la reconnaissance implicite d'une « économie virtuelle », distincte mais non déconnectée de « l'économie réelle ». L'article 3 du même texte assigne au CERS la mission suivante : il « est responsable de la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union, dans le but de contribuer à la prévention ou à l'atténuation des risques systémiques pour la stabilité financière de l'Union, qui résultent des évolutions du système financier, et compte tenu des évolutions macroéconomiques, de façon à éviter des périodes de difficultés financières généralisées. Il contribue au fonctionnement harmonieux du marché intérieur et assure ainsi une contribution durable du secteur financier à la croissance économique ». Le **système financier** est défini par l'article 2 comme « l'ensemble des établissements financiers, des marchés, des produits et des infrastructures de marchés ».

1.2. L'insertion de la régulation juridique des marchés financiers dans un ensemble plus vaste

Confrontée à cette situation, la Commission européenne a été amenée à « élargir le débat » et à opérer par phases successives la restructuration exposée ci-après ⁽¹⁴⁾.

¹⁴ SMN n° 55 (2009-3) : « La Commission adopte des propositions en matière de surveillance financière. » Il s'agit d'une « proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 1998/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE,

1.2.1. Le « Système européen de surveillance financière » : des Comités consultatifs aux Conseils et Autorités dotés de pouvoirs effectifs

En 2001, sous l'influence du baron LAMFALUSSY et de quelques autres professionnels, la Commission adopte trois décisions créant des comités consultatifs de réflexion et de proposition dans trois secteurs économiques interconnectés : banque (« établissements de crédit »), assurance (dont fonds de pensions pour les Etats membres ayant des systèmes de retraite par capitalisation), et marchés financiers. Confrontée à la crise internationale de ces marchés éclatant en 2008 et toujours pendante aujourd'hui ⁽¹⁵⁾, la Commission européenne complète et harmonise leurs missions en 2009, sans toutefois leur conférer de pouvoirs de régulation ⁽¹⁶⁾ : ce ne sont plus seulement des « lobbies » officiels oeuvrant de façon séparée, mais aussi des organes consultatifs officiels de la Commission dotés d'importants pouvoirs de proposition et de surveillance de leurs homologues dans chaque Etat membre ; ainsi le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières « doit contribuer à la mise en oeuvre commune et uniforme de la législation communautaire au jour le jour et à la cohérence de son application par les autorités de surveillance » (sous-entendu : nationales) ⁽¹⁷⁾.

Mais la persistance et l'aggravation de la crise amènent la Commission européenne à faire adopter en 2010 par le Conseil des ministres compétents et le Parlement européen trois règlements qui abrogent et remplacent ces décisions qui n'émanaient que d'elle : les règlements (UE) n° 1093/2010, 1094/2010 et 1095/2010 du 24 novembre 2010 instituent trois Autorités européennes de surveillance (AES), soit respectivement une Autorité bancaire européenne (ABE), une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), et une Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). L'AEMF a son siège à Paris, l'ABE à Londres, et l'AEAPP et le CERS ont leur siège à Francfort.

Par ailleurs, ces trois règlements « verticaux » sont encadrés par deux règlements « horizontaux » ou « transversaux » ainsi qu'une directive portant la même date que les trois règlements « AES » :

- règlement (UE) n° 1092/2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'UE et instituant le Comité européen du risque systémique (CERS) ;
- règlement (UE) n° 1096/2010 confiant à la Banque centrale européenne (BCE) des missions spécifiques relatives au fonctionnement du CERS ;
- directive 2010/78/UE modifiant 11 directives existantes - dont la DSI2 et celle sur les OPCVM - en ce qui concerne les compétences des AES (délai de transposition : 31 décembre 2011).

2006/49/CE et 2009/65/CE en ce qui concerne les compétences de l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers » [COM(2009)0576 - C7-0251/2009 - 2009/0161(COD)]. Ces « documents COM » sont publiés sur le site « Eurlex » de la Commission européenne et permettent aux « lobbies » d'intervenir, ou plutôt de continuer à intervenir. Mais ce sont finalement plusieurs règlements, d'application directe, qui ont été adoptés.

¹⁵ SMN n° 50 (2008-II) : « Dossier spécial : l'UE prend des mesures pour faire face à la crise financière internationale ».

¹⁶ Décisions 2009/77/CE, 2009/78/CE & 2009/79/CE du 23 janvier 2009, instituant respectivement le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, le Comité européen des contrôleurs bancaires et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles.

¹⁷ Considérant (8) de la décision 2009/77/CE.

Une certaine autosatisfaction paraissait régner ⁽¹⁸⁾, mais, en 2012, la législation communautaire intervient directement sur les principaux facteurs de dérive des marchés financiers (1.2.3.).

Entre-temps, le Parlement européen et le Conseil ont adopté le règlement (CE) n° 1069/2009 du 16 septembre 2009 sur les **agences de notation de crédit**, fort critiquées pour leur activité aux ressorts et aux méthodes opaques depuis le début de la crise, mais surtout pour leur incapacité ou leur faiblesse coupable en ce qui concerne l'évaluation du risque encouru par les entreprises étatsuniennes de la « bancassurance » détenant des « actifs toxiques » liés à la dérive du crédit hypothécaire (« subprimes »), puis en ce qui concerne les effets économiques et sociopolitiques de leur activité concernant les « dettes souveraines ». En 2012, la Commission européenne a adopté 4 règlements délégués complétant ce règlement et portant sur des normes techniques de réglementation ⁽¹⁹⁾ : contenu et forme des rapports périodiques de notification des données de notation que ces agences doivent remettre à l'AEMF, évaluation de la conformité de leurs méthodes, présentation des informations qu'elles doivent communiquer au registre central tenu par l'AEMF, et informations à fournir en vue de leur enregistrement et de leur certification. Par ailleurs, elle a adopté au autre règlement délégué concernant la procédure à suivre pour le prononcé de sanctions de la part de l'AEMF ⁽²⁰⁾.

L'ensemble CERS/AES constitue le noyau du « Système européen de surveillance financière » (SESF) ; sous sa forme développée, le SESF comprend aussi les « autorités de contrôle et/ou de surveillance » (ACS) nationales ainsi qu'un « comité mixte » des trois AES. Son élaboration résulte du « rapport de LAROSIERE » de 2008/2009 sollicité par la Commission ⁽²¹⁾. Les AES ont la personnalité juridique et sont responsables devant le Conseil et le Parlement européen. Leurs pouvoirs sont de trois types :

- proposition à la Commission de « **normes techniques de réglementation** » à adopter ou à modifier dans chacun des trois domaines, « de manière à renforcer la stabilité, à garantir l'égalité de traitement, à réduire les coûts de mise en conformité, et à prévenir l'arbitrage réglementaire » ⁽²²⁾ ;
- règlement équilibré des **différends** entre autorités de régulation nationales dans les domaines où la législation sectorielle (ou « verticale ») prévoit une décision conjointe ou une coopération ;
- proposition à la Commission de modifications pour les directives en vigueur.

¹⁸ SMN n° 61 (2011) : « 2ème conférence fructueuse sur l'intégration et la stabilité financière », organisée conjointement par la Commission et la Banque centrale européennes (BCE), texte complet sur : (http://ec.europa.eu/internal_market/economic_analysis/conference20110502_fr.html). Cette conférence a lieu annuellement à Bruxelles et à Francfort, de façon alternée.

¹⁹ Règlements délégués (UE) n° 446/2012, 447/2012, 448/2012 & 449/2012 du 21 mars 2012 (JOUE L 140).

²⁰ Règlement délégué (UE) n° 946/2012 du 12 juillet 2012 complétant le règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des règles de procédure relatives aux amendes infligées aux agences de notation de crédit par l'AEMF, y compris des règles relatives aux droits de la défense et des dispositions temporelles.

²¹ Cf. Annexe I, règlement (UE) n° 1095/2010, considérants (3) à (9), et en particulier la tonalité grave et alarmiste du considérant (7). Jacques de LAROSIERE, haut fonctionnaire français, a exercé la fonction de gouverneur de la Banque de France et de directeur du FMI, entre autres.

²² SMN n° 60, 2011. Le dernier membre de phrase (anglais « prevention of regulatory arbitrage ») est un charabia incompréhensible dans le langage juridique français ; il s'agit d'une erreur de traduction manifeste. Il faut comprendre : prévention de l'intervention réglementaire, de l'adoption d'un règlement. On est ici clairement dans la logique du « common law » (cf. J.-P. PLAVINET - Construction européenne & histoire du Droit, 1.6, Libres Savoirs, ParisTech)

Le CERS a essentiellement un pouvoir d'alerte et de recommandation, en tant que destinataire des informations fournies par les trois AES, et en tant qu'émetteur d'informations vers celles-ci ainsi que vers les institutions de l'UE (Commission européenne, Conseil et Parlement européen principalement). Les AES ont l'obligation de coopérer activement avec lui pour prévenir le risque systémique, ce qui implique trois opérations décrites de façon identique dans les trois règlements :

- identification et mesure du risque ;
- développement d'une capacité permanente à réagir au risque (« crash tests » des établissements financiers, entre autres) ;
- gestion du risque à travers des procédures de sauvetage et de résolution des défaillances, en vertu du principe coutumier « too big to fail ».

Les trois AES sont agencées de façon similaire en ce qui concerne les relations avec leurs homologues au niveau des Etats membres (ACS) : outre un président, un directeur exécutif et un conseil d'administration, leur principal organe est le « conseil des autorités de surveillance », qui rassemble les directeurs des ACS homologues des Etats membres et est l'instance délibérante pour la prise de décision ⁽²³⁾. Elles comportent aussi un « groupe des parties intéressées », désigné par ce conseil qui joue un rôle consultatif : représentants des professionnels, des consommateurs, et personnalités qualifiées censées être indépendante. Elles ont par ailleurs deux organes commun :

- le Comité mixte, intégré au SESF, qui a pour vocation de veiller à la cohérence trans-sectorielle (doctrine commune aux trois AES sur une question donnée) ;
- une Commission de recours, qui a pour fonction de régler les différends entre autorités de régulation compétentes dans des situations transfrontalières ⁽²⁴⁾, d'une part, et les différends entre autorités compétentes dans des situations trans-sectorielles qui auraient échappé à la vigilance du Comité mixte, d'autre part.

De façon significative, l'article 1er-5 de chacun de ces règlements assigne à l'AES « de protéger l'intérêt public en contribuant à la stabilité et à l'efficacité à court, moyen et long terme du système financier, pour l'économie de l'Union, ses citoyens et ses entreprises ».

1.2.2. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)

L'article 1er-2 du règlement (UE) n° 1095/2010 définit le champ d'application de l'intervention de l'AEMF :

L'Autorité agit selon les pouvoirs que le présent règlement lui confère et dans le champ d'application de la directive 97/9/CE, de la directive 98/26/CE, de la directive 2001/34/CE, de la directive 2002/47/CE, de la directive 2003/6/CE, de la directive 2003/71/CE, de la directive 2004/39/CE, de la directive 2004/109/CE, de la directive 2009/65/CE et de la directive 2006/49/CE, sans préjudice de la compétence de l'Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne) en matière de surveillance prudentielle, de toute législation future relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, et du règlement (CE) n° 1060/2009, ainsi que des parties pertinentes de la directive 2002/87/CE, de la directive 2005/60/CE et de la directive 2002/65/CE, dans la mesure où elles s'appliquent aux sociétés qui offrent des services d'investissement ou aux organismes de placement collectif qui commercialisent leurs unités ou parts et aux autorités compétentes qui les surveillent, y compris l'ensemble des directives, règlements et décisions fondés sur ces actes, ainsi que de tout autre acte juridiquement contraignant de l'Union européenne conférant des tâches à l'Autorité.

²³ Assistent aux réunions de ce conseil, sans droit de vote : le président, le directeur, un représentant de la Commission européenne, un représentant du CERS et un représentant des deux autres AES.

²⁴ Par exemple, une divergence de traitement d'un acteur-clé des marchés financiers entre l'Autorité des marchés financiers française et la « Financial services authority » britannique.

A noter que la législation sur les fonds d'investissement alternatifs s'est depuis lors concrétisée ⁽²⁵⁾. On retrouve dans cette énumération la DSI2 de 2004 et la directive de 2009 sur les OPCVM, ainsi que le règlement de 2009 sur les agences de notation. La première directive mentionnée porte sur les **systèmes nationaux d'indemnisation des investisseurs** en cas de défaillance des « acteurs des marchés financiers », certains pouvant éventuellement être qualifié d' « acteur clé ». Ces deux définitions portées par l'article 4 font clairement allusion à l'articulation des risques microprudentiel, macroprudentiel et systémique. :

- « acteur des marchés financiers » : toute personne à l'égard de laquelle s'applique une exigence de la législation visée à l'article 1er, paragraphe 2, ou une disposition de droit national donnant effet à ladite législation;

- « acteur clé des marchés financiers » : un acteur des marchés financiers dont l'activité régulière ou la viabilité financière a ou est susceptible d'avoir des effets importants sur la stabilité, l'intégrité ou l'efficacité des marchés financiers dans l'Union. »

Par ailleurs, les directives 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé ont été modifiées par la directive 2010/73/UE, dans le sens d'un assouplissement des contraintes pour les professionnels ⁽²⁶⁾.

Les objectifs assignés à l'AEMF par l'article 1er-5 sont les suivants :

- a) améliorer le fonctionnement du marché intérieur, notamment par un niveau de réglementation et de surveillance sain, efficace et cohérent ;
- b) assurer l'intégrité, la transparence, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers ;
- c) renforcer la coordination internationale de la surveillance ;
- d) éviter les arbitrages réglementaires (*sic*) et favoriser des conditions de concurrence égales ;
- e) veiller à ce que la prise de risques d'investissement ou autres soit correctement réglementée et surveillée, et
- f) renforcer la protection des consommateurs.

Ce dernier point est essentiel et constitue une des applications des articles 114-3 et 169-1 du TFUE, qui prévoient un « haut niveau » pour la politique communautaire de protection des consommateurs, ici appliquée aux services financiers, ou encore à l'accès aux marchés financiers. Mais l'autre aspect de la fonction duale des autorités de régulation posée dans l'Introduction - une concurrence loyale et non faussée entre entreprises - apparaît notamment dans les points (b) et (d), qui trouve son fondement dans le « Protocole sur le marché intérieur et la concurrence » annexé aux traités et ayant valeur égale à ceux-ci. ⁽²⁷⁾.

Les prérogatives de l'AEMF se répartissent en cinq grandes catégories, qui peuvent elles-mêmes se diviser en catégories particulières :

- 1) un **pouvoir réglementaire** d'adoption de « normes techniques de réglementation » (art. 10 à 14) et de « normes techniques d'exécution » (art. 15) ⁽²⁸⁾ ;

²⁵ Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010. Le délai de transposition expire le 22 juillet 2013, et des actes délégués à la Commission sont prévus.

²⁶ Cette directive a été transposée par l'ordonnance n° 2012-1240 et deux décrets n° 2012-1242 et 2012-1243 du 8 novembre 2012.

²⁷ Traité sur l'Union européenne (TUE), article 51.

²⁸ Les premières sont liées à la mise en oeuvre des actes juridiques (règlements, directives et décisions) délégués à la Commission par le Conseil et le Parlement européen, et les secondes sont liées aux attributions plus

2) Un **pouvoir d'injonction** vis-à-vis d'une ACS dans deux hypothèses :

- après enquête, en cas de violation du Droit de l'UE de sa part, et conformément à un « avis formel » de la Commission européenne sur la question (art. 17) ;
- en cas d'urgence dûment constatée, dans un contexte potentiel de déstabilisation grave des marchés (art. 18) ;

3) Un **pouvoir de médiation et de règlement des conflits** :

- en cas de différend transfrontalier entre ACS homologues (art. 19) ;
- en cas de différend trans-sectoriel entre ACS de nature différente (art. 20) ;

4) Un **pouvoir consultatif** diversifié :

- a) actif : orientations et recommandations dans le cadre du SESF (art. 16, 17-3 et 19-4)
- b) passif : l'AEMF est consultée pour avis par le CERS ou une des deux autres AES (art. 34)
- c) neutre : travaux d'expertise et de doctrine divers (art. 22 à 35), notamment sur les « tests de résistance » à faire passer aux entreprises du secteur (art. 32) ;

5) Un **pouvoir de substitution par délégation** : l'exercice direct de certaines compétences des ACS par délégation des tâches et des responsabilités (art. 28), mais sous réserve de mesures de sauvegarde en cas d'empiètement sur les prérogatives des Etats membres (art. 38).

6) De nouveaux pouvoirs liés aux règlements de 2012 limitant certaines pratiques sur les marchés financiers (cf. 1.2.3.3.)

Les pouvoirs de l'AEMF sont donc importants, mais, jusqu'à l'adoption du règlement (UE) n° 642/2012, elle ne disposait pas de pouvoirs de sanction comme son homologue « ACS » française, l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le rôle essentiel des ACS dans la prise de décision par son conseil des autorités de surveillance en fait un organisme quasi-parlementaire.

1.2.3. L'intervention législative directe sur les marchés financiers

Au cours de l'année 2012, le Conseil et le Parlement européen ont adopté deux règlements de base complétés par des règlements de la Commission, actes délégués en général. Cette intervention législative directe, par opposition aux directives antérieurement prédominantes, résulte notamment de communications de 2009 de la Commission résultant du « rapport de LAROSIERE », d'une résolution du Parlement européen de 15 octobre 2010 appelant à une intervention législative communautaire sur cette question, ainsi que d'un consensus international du « G-20 » réuni en 2009 et 2010 pour tirer les leçons de la crise internationale des marchés financiers ayant accru le risque systémique.

1.2.3.1. La limitation de certaines pratiques (ventes à découvert et « swaps »)

Le règlement (UE) n° 236/2012 du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit instaure un régime de transparence pour ces pratiques. Ce règlement a été complété par deux règlements (l'un « délégué » et l'autre « d'exécution ») de la Commission ⁽²⁹⁾. Il est applicable à dater du 1er novembre 2012. Son

classiques de la Commission en tant qu'institution adoptant des actes à caractère technique portant application du même type d'actes par le Conseil et le Parlement européen. Les actes d'exécution sont courants, les actes de délégation sont exceptionnels et sont régis par l'article 290 du TFUE : qu'elle soit limitée dans le temps ou non, la délégation peut toujours être rapportée par ces deux instances compétences pour les actes adoptés selon la « procédure législative ordinaire » (« co-décision » avant l'entrée en vigueur du Traité de Lisbonne en 2009)

²⁹ Règlement délégué (UE) n° 826/2012 de la Commission du 29 juin 2012 complétant le règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation relatives aux

champ d'application se définit ainsi :

- les instruments financiers classiques (art. 2§1 (a) de la DSI2/MiFID) ;
- les instruments dérivés des précédents (même directive, Annexe I, section C, points 4 à 10) ;
- les titres de créance émis par un Etat membre ou par l'UE (« dette souveraine »), ainsi que les instruments dérivés se rapportant à cette dette ou lié à elle.

Les deux premières catégories peuvent être négociées sur des « plates-formes » (marchés réglementés ou MTF), ou en dehors d'elles, donc « de gré à gré ». Le règlement fournit des définitions des ventes à découvert ainsi que des **contrats d'échange de risques de crédit** (« **swaps** ») (art. 2) ; il définit aussi ce que sont les **positions courtes et longues** (art. 3) et les **positions non couvertes** sur contrat d'échange sur « défaut souverain » (art. 4) ; ce raccourci de langage désigne un « swap » sur le risque de cessation de paiements d'un Etat membre de l'UE (notamment la Grèce, mais aussi potentiellement l'Espagne et le Portugal), acte de spéculation susceptible de désintégrer la « zone euro » et d'amener un retour aux monnaies nationales et considéré par les observateurs avertis comme un mécanisme particulièrement dangereux et pervers. Il convient de ne pas oublier à cet égard que l'entrée en vigueur de l'euro en 2000 pour la plupart des Etats membres de la Communauté européenne a privé les spéculateurs internationaux sur le cours des monnaies nationales européennes de nombreuses opportunités, et que la spéculation sur le « défaut souverain » des Etats les plus affaiblis sur le plan budgétaire (« dettes souveraines » d'un montant excessif) est un procédé ayant pour objet ou pour effet de désintégrer lentement la « zone euro » au sein de l'UE.

Les articles 5 à 11 régissent l'exigence de **transparence** sur les positions courtes nettes importantes, à travers des mécanismes de **notification** et de **publication** des informations afférentes. Celles qui concernent les actions doivent être notifiées à l'ASC compétente, qui les publie (art. 5 & 6). Celles qui concernent les positions courtes nettes importantes sur les dettes souveraines doivent également être notifiées, de même que les positions non couvertes sur les « swaps » sur « défaut souverain » (art. 7 & 8). Les articles 9 et 10 régissent les modalités de notification et de publication, applicables aux personnes physiques et morales domiciliées ou établies dans les pays de l'UE et dans les pays tiers⁽³⁰⁾. L'article 11 précise les informations à fournir à l'AEMF par les autorités compétentes (ASC), qui reçoivent les notifications et procèdent à la publication des informations.

Les articles 12 à 17 régissent les **ventes à découvert non couvertes**, les mécanismes étant différents selon que l'on a affaire au marché des actions ou au marché concernant les dettes souveraines, avec des possibilités d'exemption pour les entreprises.

a) marché des actions : l'opération est possible si une des trois conditions concernant le lien avec l'émetteur est établi (art. 12) ; les contreparties centrales⁽³¹⁾ doivent organiser une

obligations de notification et de publication des positions courtes nettes, au détail des informations à fournir à l'AEMF au sujet de ces positions et à la méthode de calcul du volume d'échanges à appliquer pour déterminer les actions exemptées.

Règlement d'exécution (UE) n° 827/2012 du 29 juin 2012 définissant des normes techniques d'exécution concernant les modalités de publication des positions courtes nettes sur actions, le format des informations à fournir à l'AEMF sur les positions courtes nettes, les types d'accords, d'arrangements et de mesures permettant de garantir de manière adéquate que les actions ou instruments de dette souveraine seront disponibles pour le règlement, et les dates et périodes de détermination de la plate-forme principale de négociation d'une action, conformément au règlement (UE) n° 236/2012.

³⁰ Internationalisation des marchés financiers oblige... Les entreprises « établies » dans l'UE sont « domiciliées » dans des pays tiers.

³¹ Une contrepartie centrale est une « entité juridique qui s'interpose entre les contreparties de contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur et qui est responsable du fonctionnement d'un système de compensation » (art. 2).

procédure de rachat automatique des actions ou de versement d'un montant équivalent en cas de défaillance du vendeur à découvert (art. 15) ; sont exemptés de ces mécanismes les plates-formes de négociation liées à une plate-forme principale située dans les pays tiers, par détermination de l'ASC (art. 16) ;

b) marché relatif à la dette souveraine (dont « swaps ») : les ventes à découvert non couvertes sont possibles dans des conditions alternatives analogues (art. 13), mais les « swaps » sur « défaut souverain » ne sont possibles « que si la transaction ne se traduit pas par une position non couverte » sur un « swap » sur « défaut souverain » au sens de l'article 4 (art. 14) ; sont exemptées de ce mécanisme les « activités de tenue de marché »⁽³²⁾ et les opérations sur les marchés primaires (art. 17).

Les articles 18 à 41 précisent les pouvoirs et le rôle respectif de l'AEMF et des ASC nationales, chaque Etat membre en désignant au moins une pour l'application du règlement, et apportant les précisions nécessaires sur la répartition des tâches si plusieurs sont désignées. D'une manière générale, les ASC sont compétentes en première ligne et leur rôle est précisé par les articles 32 à 41, et l'AEMF intervient en appui, en recours ou en substitution selon le cas ; elles ont une obligation de coopération entre elles et avec l'AEMF.

Les articles 18 à 21 prévoient que les ASC peuvent adopter à l'encontre des entreprises concernées divers types de **mesures** dans les **circonstances exceptionnelles** ainsi définies :

«(a) des événements ou évolutions défavorables se sont produits qui représentent une menace sérieuse pour la stabilité financière ou la confiance des marchés dans l'Etat membre concerné ou dans un ou plusieurs autres Etats membres; et

(b) la mesure est nécessaire pour parer à la menace et n'aura pas sur l'efficacité des marchés financiers un effet préjudiciable qui soit disproportionné par rapport aux avantages escomptés. »

Ces mesures consistent en injonctions de notification et de publication d'informations sur les variations importantes de positions courtes nettes, sur les modifications importantes de frais sur les prêts d'instruments financiers, des restrictions sur les ventes à découvert et sur les « swaps » sur « défaut souverain ». L'article 23 confère par ailleurs aux ASC le pouvoir de restreindre temporairement la vente à découvert d'instruments financiers en cas de baisse significative des prix. Toutes ces mesures sont prises pour une durée maximale de 3 mois à compter d'un avis publié, et notifiées à l'AEMF (articles 24 à 26).

Dans la mise en oeuvre de ce règlement, l'AEMF dispose des pouvoirs suivants (articles 27 à 31) :

- émission d'un avis sur les mesures devant être imposées ou renouvelées par une ASC, sur notification de celle-ci ; en cas de divergence entre mes deux autorités, l'AEMF peut exercer les pouvoirs exceptionnels de l'article 28 (art. 27) ;
- dans des circonstances exceptionnelles mettant en jeu le risque systémique, l'AEMF peut mettre en oeuvre les pouvoirs d'injonction ou d'interdiction faite aux entreprises, prévus à l'article 9§5 du règlement (UE) n° 1095/2010, en les notifiant aux ASC et en procédant à leur publication sur son site internet (art. 28) ;
- de même, elle peut utiliser les pouvoirs conférés par les articles 18 et 38 de ce règlement dans les situations d'urgence liées à la dette souveraine (art. 29) ;
- pouvoirs d'enquête à la demande des institutions (Parlement européen, Conseil, Commission), des ASC ou sur auto-saisine (art. 31).

³² Selon l'article 2, ces activités sont celles des prestataires de service d'investissement (cf. 2.2.2.) membres d'une plate-forme de négociation dans l'UE ou reconnue comme équivalente hors UE.

1.2.3.2. Le contrôle des opérations sur les marchés de produits dérivés de gré à gré

Le règlement (UE) n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux instaure une obligation de compensation et de gestion bilatérale du risque concernant ces contrats, ainsi qu'une obligation de déclaration pour ces contrats (ou « produits »). Il est applicable depuis le 17 août 2012. Son objectif est d'améliorer la **transparence** sur les marchés des produits dérivés, de réduire le risque systémique qu'ils contribuent à aggraver, et d'assurer une protection des investisseurs contre les abus de marché.

Ce texte s'applique aux « produits dérivés » (ou « contrats dérivés »), définis comme des instruments financiers tels que mentionnés à l'annexe I, section C, points 4 à 10, de la directive 2004/39/CE (DSI2/MiFID), en combinaison avec les articles 38 et 39 du règlement (CE) n° 1287/2006⁽³³⁾; mais il ne s'applique qu'à de tels produits ou contrats qui sont « de gré à gré », c'est-à-dire ceux dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé au sens de l'article 4§1 (point 14) de la DSI2 ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché réglementé conformément à l'article 19§6 de cette directive. Cela inclut donc les MTF, mais ne s'y limite pas : il peut s'agir de contrats de gré à gré bilatéraux ou multilatéraux hors MTF.

Par ailleurs, le règlement s'applique aux opérateurs suivants :

- a) les « **contreparties centrales** », qui sont des personnes morales qui s'interposent entre les contreparties à ces contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, en devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur (définition semblable en substance à celle du règlement (UE) n° 236/2012) ; leurs « **membres compensateurs** », qui y participent, sont tenus d'honorer les obligations financières résultant de cette participation; la « **compensation** » est définie comme « le processus consistant à établir des positions, notamment le calcul des obligations nettes, et visant à assurer que des instruments financiers, des espèces, ou les deux sont disponibles pour couvrir les expositions résultant de ces positions » ;
- b) les « **référentiels centraux** », qui sont des personnes morales collectant et conservant de manière centralisée les enregistrements relatifs aux produits dérivés ;
- c) les « **contreparties financières** », qui peuvent être une entreprise d'investissement agréée conformément à la directive 2004/39/CE, un établissement de crédit agréé conformément à la directive 2006/48/CE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 73/239/CEE, une entreprise d'assurance agréée conformément à la directive 2002/83/CE, une entreprise de réassurance agréée conformément à la directive 2005/68/CE, un OPCVM et, le cas échéant, sa société de gestion agréées conformément à la directive 2009/65/CE, une institution de retraite professionnelle au sens de l'article 6, point a), de la directive 2003/41/CE et un fonds d'investissement alternatif géré par des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs agréés ou enregistrés conformément à la directive 2011/61/UE.
- d) de façon plus sélective et plus limitée, les « **contreparties non financières** », qui sont des entreprises autres que les contreparties centrales et les contreparties financières, établies dans l'UE ; ainsi, les « transactions intragroupe » au sein de cette catégorie de contrepartie, telles

³³ Règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive.

que définies à l'article 3, échappent à l'obligation générale de compensation définie à l'article 4§1 du règlement, pour autant qu'elles remplissent certaines conditions (article 4§2), les autres transactions étant soumises à cette obligation (art. 4§1, (a), (iii), renvoi à l'article 10§1 (b)).

Cette obligation de compensation concerne essentiellement les contrats entre contreparties financières, ainsi que ceux conclus entre celles-ci et des contreparties non financières, des entités extérieures à l'UE pouvant aussi être concernées. La compensation est organisée par la contrepartie centrale agréée par l'autorité compétente ⁽³⁴⁾, par catégorie de produits dérivés standardisés. Cet agrément est notifié à l'AEMF et son contenu doit respecter des normes techniques de réglementation élaborées par celle-ci et adoptées par la Commission sous la forme de règlements délégués par le Conseil et le Parlement européen (article 6§4). L'article 5§4 du règlement précise à cet égard :

« Dans le but principal de réduire le risque systémique, les projets de normes techniques de réglementation pour la partie visée au paragraphe 2, point a), tiennent compte des critères suivants:

- a) le degré de normalisation des clauses contractuelles et des processus opérationnels de la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question;
- b) le volume et la liquidité de la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question;
- c) l'existence d'informations équitables, fiables et généralement acceptées sur la formation du prix pour la catégorie de produits dérivés de gré à gré en question. »

L'AEMF gère un **registre public** permettant d'identifier correctement et sans équivoque les catégories de produits dérivés de gré à gré soumises à l'obligation de compensation ; ce registre comprend les catégories de produits concernées, l'identité des contreparties centrales agréées ou reconnues, ainsi que les dates auxquelles l'obligation de compensation prend effet (article 7). Elle a l'initiative de l'identification des catégories de produits dérivés soumises à cette obligation, après consultation publique et du CERS. De son côté, la contrepartie centrale agréée est tenue d'accepter les demandes de compensation de ses membres, de façon non discriminatoire et transparente, quel que soit le type de plate-forme de négociation ; elle ne peut les refuser que de pour des motifs particuliers tenant au non respect des exigences opérationnelles et techniques qu'elle a établies, notamment en matière de gestion des risques. L'accès à la plate-forme de négociation elle-même ne peut être refusé par l'autorité compétente qui la gère, sauf si cet accès requiert une interopérabilité ou met en péril le fonctionnement harmonieux et ordonné des marchés, notamment en raison d'une fragmentation des liquidités, et si la plate-forme de négociation n'a pas mis en place des mécanismes appropriés pour prévenir une fragmentation excessive (article 8).

L'**obligation de déclaration** prévue à l'article 9 du règlement est destinée au référentiel central enregistré ou reconnu, ou, à défaut, à l'AEMF, cette obligation pouvant faire l'objet d'une délégation. Les Etats membres doivent prévoir des sanctions administratives pour le non respect de cette obligation, mais celles-ci ne peuvent avoir de conséquences en termes de responsabilité civile, et ces sanctions doivent faire en principe l'objet d'une publicité (article 11). Le contenu de la déclaration inclut au minimum l'identité des parties au contrat et du bénéficiaire (qui peut être une des parties) et ses principales caractéristiques (type, échéance du sous-jacent, valeur notionnelle, prix et date du règlement).

Lorsqu'une contrepartie non financière prend des positions sur des contrats dérivés de gré à

³⁴ L'AMF dans le cas français, mais aussi son homologue « ASC » dans les autres Etats membres.

gré et que ces positions dépassent un seuil de compensation calculé en fonction de la possibilité de mesurer objectivement la contribution à la réduction des risques, elle doit en informer immédiatement l'AEMF et l'ASC, et devient soumise à l'obligation de compensation pour les contrats futurs si la position moyenne mobile sur trente jours ouvrables dépasse ce seuil, à moins qu'elle ne démontre que cette situation va cesser (article 10). Les contrats non compensés par une contrepartie centrale doivent faire l'objet de techniques de surveillance et d'atténuation du risque opérationnel et du risque de crédit de la contrepartie, à l'exception des transactions intragroupe.

L'agrément de la contrepartie centrale est octroyé selon une procédure complexe décrite par les articles 14 à 21 du règlement. La personne morale qui prétend à ce statut doit avoir en permanence un capital minimal de 7,5 millions d'€. C'est l'ASC qui octroie l'agrément après avis d'un « collège » où l'AEMF et d'autres AES sont représentés, ainsi que des membres du SEBC ⁽³⁵⁾. Cet avis est en principe consultatif, mais pèse d'un poids important en cas de désaccord avec l'ASC ; une partie des membres du collège ou l'ASC dispose d'un droit de recours auprès de l'AEMF si les positions sont partagées, soit en faveur de l'agrément, soit contre.

Une fois agréée ou reconnue (si elle est située dans un pays tiers et si elle présente aux yeux de la Commission le même niveau de garanties que pour l'UE), la contrepartie centrale fait l'objet de mesures de surveillance et de contrôle par l'ASC et l'AEMF, et est soumise à trois types d'exigences :

- exigences opérationnelles (articles 26 à 35), notamment la conservation des informations détenues pendant 10 ans ;
- exigences en termes de règles de conduite (articles 36 à 39), en particulier la détermination des catégories de membres compensateurs admissibles, par catégories de produits la cas échéant ;
- exigences prudentielles (articles 40 à 50).

Des accords d'interopérabilité entre contreparties centrales sont possibles (articles 51 à 54).

Les référentiels centraux font l'objet de mécanismes analogues, mais ils sont enregistrés directement auprès de l'AEMF, l'enregistrement pouvant être refusé, comme l'agrément. Ils peuvent faire l'objet de demandes de renseignements particuliers de la part de l'AEMF, qui peut prononcer des amendes et astreintes administratives en cas de refus ou de fourniture de réponses inexactes ou trompeuses ⁽³⁶⁾ (articles 55 à 74). Ils doivent satisfaire un certain nombre d'exigences (articles 78 à 82), notamment celle de l'organisation de la transparence et de la disponibilité des données sur les contrats concernés ; ils ont en particulier une fonction de détection des risques opérationnels en les réduisant au minimum à travers la mise en place de systèmes fiables, sûrs et dotés de capacité suffisantes pour traiter les informations reçues, de moyens de contrôle et de procédures appropriés, ainsi qu'une fonction d'organisation de la continuité après un sinistre visant à assurer la poursuite de leurs fonctions (article 79).

³⁵ Le Système européen de banques centrales (SEBC) est régi par les articles 127 à 133 du TFUE et se compose de la Banque centrale européenne (BCE), totalement indépendante des institutions de l'UE, et des banques centrales nationales (BCN) (Banque de France notamment).

³⁶ Les amendes (administratives ou pénales) sont des sanctions qui sont toujours plafonnées, soit forfaitairement, soit par un mécanisme de proportionnalité à l'infraction commise, Les astreintes sont des voies d'exécution d'une sanction en nature

1.2.3.3. La montée en puissance de l'AEMF

Outre un recours accru aux actes délégués à la Commission européenne par le Conseil et le Parlement européen, ces deux règlements augmentent donc de façon consistante les pouvoirs de l'AEMF, tout en étendant ses pouvoirs antérieurs de proposition à la Commission de « normes techniques de réglementation » issus du règlement (UE) n° 1095/2010 qui l'institue. Son nouveau pouvoir de sanctions et de prononcé d'astreintes à l'encontre des référentiels centraux récalcitrants est susceptible d'un recours contentieux de pleine juridiction devant la CJUE (article 69 du règlement (UE) n° 648/2012)⁽³⁷⁾. Par ailleurs, elle dispose au titre du règlement (UE) n° 236/2012 de nouveaux pouvoirs d'inspection et de contrôle, ainsi que des pouvoirs d'intervention dans des circonstances exceptionnelles.

2. Les institutions et mécanismes juridiques de la régulation en France

2.1. Les textes applicables

2.1.1. Le Code Monétaire et Financier

Les règles juridiques afférentes à la régulation des marchés financiers sont essentiellement regroupées dans le Code Monétaire & Financier (CMF). La partie législative du CMF (lois) a été adoptée par voie d'ordonnance le 14 décembre 2000, et publiée aux éditions des Journaux Officiels en 2001 : des tables de correspondance permettent de faire le lien avec les textes non codifiés, dans les deux sens. La partie réglementaire (décrets) a été adoptée par le décret n° 2005-1007 du 2 août 2005. Un Code n'est pas une source particulière de droit, mais le rassemblement, selon une certaine logique, de règles juridiques afférentes à un domaine donné. Pour les praticiens (juristes ou non), cela évite la recherche de règles dispersées dans plusieurs textes, dont des textes modificatifs, et, de plus, cela rend les modifications ou abrogations plus aisées.

Comme les autres codes (à l'exception de 3 d'entre eux), les articles législatifs ou réglementaires du CMF sont :

- a) précédés d'une lettre (L pour les dispositions législatives, R (décret en Conseil d'Etat) ou D (décret simple) pour les dispositions réglementaires) ;
- b) suivis de trois chiffres qui indiquent les subdivisions du Code en Livres, Titres et Chapitres ;
- c) tout cela est suivi d'un tiret, qui est lui-même suivi d'un numéro d'ordre comportant de 1 à 3 chiffres correspondant aux subdivisions d'un chapitre (sections et sous-sections)

EX : Les organismes de placement collectif, dont les OPCVM, sont régis par le chapitre IV, titre Ier du livre II du code (articles L 214-1 à L 214-146, et R 214-1 à R 214-159).

Les dispositions législatives et réglementaires correspondantes ont donc les mêmes chiffres avant le tiret : L/(R ou D) XYZ-W, à moins qu'il n'existe pas de dispositions réglementaires d'application de la législation ; après le tiret, il n'y a plus de correspondance (sauf par hasard).

³⁷ Le contentieux de pleine juridiction s'oppose au contentieux de la simple annulation d'un acte juridique, en ce que la juridiction saisie peut confirmer, infirmer et réformer les sanctions ou astreintes prononcées.

Depuis 2000, la partie législative du CMF a fait l'objet de nombreuses modifications, certaines très ponctuelles et limitées, d'autres plus conséquentes, notamment celles qui transposent des directives communautaires ⁽³⁸⁾.

Le CMF est ainsi construit :

- Livre Ier : La monnaie
- Livre II : Les produits
- Livre III : Les services
- Livre IV : Les marchés
- Livre V : Les prestataires de services
- Livre VI : Les institutions en matière bancaire et financière
- Livre VII : Régime de l'Outre-mer

Les règles juridiques applicables aux marchés financiers sont donc dispersées dans ces différents Livres, à l'exception du Livre Ier.

2.1.2. Les autres codes applicables à la marge

Lorsqu'une règle est susceptible de figurer dans deux codes distincts, la Commission supérieure de codification, qui fait les choix nécessaires pour la partie législative des codes, choisit un « code pilote », et rappelle la règle par un renvoi à celui-ci dans un « code suiveur ». Ainsi, certains mécanismes concernant les sociétés commerciales émettant des valeurs mobilières sont insérés dans le Code de Commerce (C. Com.), et non dans le CMF. Celui-ci rappelle parfois l'existence de ces mécanismes en renvoyant aux dispositions pertinentes du Code de Commerce : le CMF est alors « code suiveur » du Code de Commerce, qui est le « code pilote ».

Quelques dispositions du Code Civil (C. Civ.) sont pertinentes pour comprendre d'autres mécanismes. A noter que le Code Civil, qui remonte à 1804, a une numérotation sans L ou R/D : il est entièrement de nature législative. Le Code des Assurances (C. Ass.) peut être aussi concerné à la marge.

2.1.3. Le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers

Comme son nom l'indique, ce texte technique et très détaillé à un caractère réglementaire, et de nombreux articles à caractère législatif (L) ou réglementaire (supérieur : R ou D) du CMF y renvoient. Il est approuvé par arrêté ministériel, de même que ses modifications occasionnelles. De ce fait, il constitue une source de droit inférieure aux dispositions réglementaires du CMF, et ne peut y déroger.

³⁸ Un moyen sûr de vérification par rapport à une version écrite du code est de consulter www.legifrance.gouv.fr.

2.2. Les institutions de régulation des marchés financiers

2.2.1. L'Autorité des marchés financiers (AMF)

En France, l'AMF qui exerce depuis 2003 la fonction de régulation des marchés financiers (³⁹). L'AMF est le produit d'une longue évolution institutionnelle qui commence en 1967 avec la création de la Commission des opérations de bourse (COB), première autorité administrative indépendante dans le contexte français (cf. Annexe II). La COB a rempli jusqu'en 2003 la fonction de protection des investisseurs, alors que la fonction d'autorégulation professionnelle a été remplie jusqu'à cette date par un Conseil des marchés financiers, lui-même issu de la fusion en 1996 d'un Conseil des bourses de valeurs et d'un Conseil des marchés à terme. L'AMF emploie environ 400 personnes, et envisage de passer prochainement à 450. Il est apparu à l'expérience que les deux autorités pouvaient dans certains cas voir leurs compétences se chevaucher, d'autant plus qu'elles édictaient chacune un « règlement général » approuvé par arrêté du Ministre de l'Economie et des Finances.

CMF, article L 621-1 : « L'AMF, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européens et international »

Du fait de sa double fonction de protection des investisseurs et d'autorégulation professionnelle, l'AMF suscite un syndrome du type « on ne peut pas plaire à tout le monde » : les épargnants et leurs organisations lui reprochent une tendance à être trop compréhensive avec les professionnels au point de verser dans le laxisme, et ceux-ci auraient tendance à lui reprocher d'être inutilement tatillonne et de contribuer à un déficit de compétitivité de la place financière de Paris (Euronext), qui est en concurrence avec celle de Londres, Milan, etc..

L'AMF est qualifiée par la loi d'« autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale ». Elle partageait ce statut avec une autre institution créée par la loi de sécurité financière de 2003, la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCAMIP), devenue l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) en 2005 (⁴¹), mais celle-ci a été absorbée et fusionnée avec la Commission Bancaire en 2010 pour constituer l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui a le statut d'une autorité administrative indépendante classique et qui n'a pas la personnalité morale (cf. ci-après, (2) (d)) (⁴²) :

- en tant qu'autorité, elle dispose de pouvoirs effectifs, et n'est pas un simple organisme consultatif ;
- en tant qu'autorité publique, elle remplit une mission d'intérêt général, et semble faire partie de la catégorie hétérogène des autorités administratives indépendantes (⁴³) ; tel était le cas de la COB entre 1967 et 2003, mais le Conseil des marchés financiers était qualifié par la loi d'« autorité professionnelle dotée de la personnalité morale » ; c'est donc la fonction

³⁹ Articles 1^{er} à 21 de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière ; décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF. CMF, articles L 621-1 à L 621-30, R 621-1 à R 621-46.

⁴¹ Code des Assurances, articles L 310-12 à L 310-25.

⁴² CMF, articles L 612-1 à L 612-3.

⁴³ Autorité de la concurrence, Conseil supérieur de l'audiovisuel, Commission nationale de l'informatique et des libertés, etc...

d'autorégulation professionnelle qui induit le changement de dénomination, étant entendu que la sphère administrative fait partie de la sphère publique (fonction étatique ou assimilée) ;

- l'indépendance de l'AMF est l'héritage de la COB : cela s'entend d'une indépendance par rapport au ministre de tutelle (Economie), qui a renoncé à ses pouvoirs traditionnels du fait de la haute technicité des affaires traitées ;
- la personnalité morale, héritage du Conseil des marchés financiers, signifie que l'AMF porte la responsabilité directe de ses agissements en cas de dysfonctionnement portant préjudice à des professionnels ou à des investisseurs, alors qu'un dysfonctionnement du même type pour la COB mettait en jeu la responsabilité de l'Etat.

Les articles L 621-2, R 621-1 à R 621-9 du CMF précisent la composition de l'AMF : un **Collège**, une **Commission des sanctions**, et éventuellement des commissions spécialisées et des commissions consultatives. L'appartenance au Collège et à la Commission des sanctions est incompatible. Les commissions spécialisées sont internes au collège et peuvent prendre des décisions individuelles sur délégation de pouvoirs du collège ; les commissions consultatives constituées par le collège peuvent comprendre des experts extérieurs et ont pour fonction la préparation des décisions individuelles.

Le Collège, qui joue le rôle principal, comprend 16 membres :

- le président, nommé par décret (mandat de 5 ans non renouvelable) ;
- 3 juges représentant les 3 ordres juridictionnels concernés (Cour de Cassation, Conseil d'Etat, Cour des Comptes) (mandat de 5 ans renouvelable une fois) ;
- un représentant de la Banque de France ;
- le président de l'Autorité des normes comptables ;
- 9 personnalités qualifiées (mandat de 5 ans renouvelable une fois) ;
- un représentant des salariés actionnaires (mandat de 5 ans renouvelable une fois).

La Commission des sanctions comprend 12 membres (mandat de 5 ans renouvelable une fois) :

- 4 juges (2 conseillers d'Etat, 2 magistrats de la Cour de Cassation) ;
- 6 personnalités qualifiées
- 2 représentants des salariés des entreprises impliquées dans les marchés financiers.

Le Ministre de l'Economie est représenté auprès de l'AMF par le Directeur général du Trésor : il siège auprès de chaque formation (à l'exception des séances où la commission des sanctions prend ses décisions), sans voix délibérative ; il peut toutefois demander au Collège une seconde délibération. Les services de l'AMF sont dirigés par un secrétaire général nommé par le président après proposition de sa part au collège et avis de celui-ci. Le secrétaire général propose le budget et le règlement intérieur de l'AMF et les règles de déontologie applicable au personnel ⁽⁴⁴⁾, qui sont arrêtés par le Collège.

Les pouvoirs de l'AMF sont nombreux et juridiquement diversifiés :

- un **pouvoir réglementaire** (dérivé du pouvoir ministériel antérieur) : elle édicte des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant les règles de pratique professionnelle s'imposant aux personnes faisant appel public à l'épargne ainsi qu'aux intervenants ou gestionnaires de titres résultant de ces opérations ⁽⁴⁵⁾ ; ces règlements sont homologués par le Ministre et publiés au JORF, afin

⁴⁴ Cette préoccupation n'est pas vaine : une procédure pendante devant la justice pénale implique des salariés de la COB soupçonnés de « délit d'initié » (cf. ci-dessous).

⁴⁵ CMF, articles L 621-6 & L 621-7.

d'être opposables aux professionnels ; en cas de carence de l'AMF sur ce plan, les mesures urgentes peuvent être prises par décret après mise en demeure de l'AMF par le ministre ;

- un **pouvoir d'autorisation** (individuelle, donc non réglementaire) des opérations d'appel public à l'épargne : le « visa AMF » (ancien « visa COB ») en général ⁽⁴⁶⁾, la reconnaissance des marchés réglementés ⁽⁴⁷⁾, et l'agrément de diverses sociétés en lieu et place de l'ACP (cf. ci-dessous, 2.2.2.);
- un **pouvoir d'enquête**, impliquant la définition des pouvoirs de police des enquêteurs vis-à-vis des professionnels (convocations, accès aux locaux et aux documents...) ⁽⁴⁸⁾ ;
- un **pouvoir d'injonction** de mettre fin aux pratiques professionnelles contraires à ses règlements, lorsque celles-ci ont pour effet de fausser le fonctionnement des marchés, ou de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, ou de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou enfin de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ⁽⁴⁹⁾; à cela s'ajoute un pouvoir d'injonction concernant le non respect par les professionnels des obligations diverses de publication d'informations qui leur incombe, et la faculté d'y pourvoir d'office, à leurs frais, en cas de manquement à l'injonction ⁽⁵⁰⁾ ;
- un **pouvoir de sanction pécuniaire** à l'encontre des professionnels responsables des agissements précédents, à l'issue d'une procédure contradictoire : cette sanction est plafonnée à 100 millions d'€ ou 10 fois le montant des profits indûment réalisés ; elle peut être complétée par une publication de la décision dans divers médias, aux frais du professionnel sanctionné ⁽⁵¹⁾ ; les sanctions en nature peuvent être l'avertissement, le blâme ou une interdiction temporaire ou définitive de tout ou partie des services fournis ; la commission peut de plus décider d'une ou plusieurs publications des sanctions ainsi prononcées, aux frais du professionnel condamné ;
- un **pouvoir de certification** des contrats types d'opérations sur instruments financiers à la demande d'un ou plusieurs professionnels (« rescrit boursier ») ⁽⁵²⁾ ;
- un **pouvoir de règlement amiable de différends** portés à sa connaissance, par voie de conciliation ou de médiation ⁽⁵³⁾ ;
- un **pouvoir de contrôle et de formulation d'observations** sur la désignation ou l'activité des commissaires aux comptes des personnes morales faisant appel public à l'épargne et des prestataires de service d'investissement ⁽⁵⁴⁾ ;
- un **pouvoir de formulation d'avis et de recommandations** sur les modifications législatives et réglementaires à apporter à l'information des porteurs d'instruments financiers et du public, aux fonctionnements des marchés financiers et au statut des prestataires de service d'investissement ⁽⁵⁵⁾.

⁴⁶ CMF, articles L 412-1, L 621-8 à L 621-8-3.

⁴⁷ CMF, article L 421-1.

⁴⁸ CMF, articles L 621-9 à L 621-13, R 621-31 à R 621-36.

⁴⁹ CMF, articles L 621-14 & R 621-37.

⁵⁰ CMF, article L 621-18.

⁵¹ CMF, articles L 621-15 à L 621-17-1, R 621-38 à R 621-42.

⁵² CMF, article L 621-18-1.

⁵³ CMF, article L 621-19, alinéa 1^{er}.

⁵⁴ CMF, articles L 621-22 à L 621-25.

⁵⁵ CMF, article L 621-19, alinéa 2.

La Commission des sanctions peut être saisie non seulement par les services de l'AMF, mais aussi par le gouverneur de la Banque de France, en tant que président de l'ACP.

Par ailleurs, l'AMF coopère avec la justice civile, pénale et administrative en tant que de besoin, soit de sa propre initiative, soit à la demande des juridictions ou du Parquet⁽⁵⁶⁾. Le président de l'AMF peut demander à être entendu par la commission des finances de l'Assemblée nationale ou du Sénat, et doit répondre à leur convocation⁽⁵⁷⁾. L'AMF publie un rapport annuel destiné au Parlement et au Président de la République, mais qui est publié par la Direction de l'information légale et administrative (ex « Documentation française »).

Les **recours contre les décisions individuelles** (autres que les agréments) de l'AMF sont portés devant la **Cour d'Appel de Paris**, et éventuellement devant la Cour de Cassation. Les recours contre les sanctions et les mesures réglementaires sont portés devant le Conseil d'Etat⁽⁵⁸⁾. Les recours indemnitaires des professionnels pour les préjudices tels que les retards pour instruire une demande de visa sont portés devant les juridictions administratives⁽⁵⁹⁾.

La compétence de l'AMF en tant qu'héritière de la COB (protection des investisseurs) dépasse la sphère des marchés financiers pour s'étendre à toute opération d'appel public à l'épargne. Cette notion est plus large que l'admission d'un instrument financier sur un marché réglementé (cf. ci-dessous 2.1.5. et 3.)), même si la raison d'être de celui-ci est d'organiser l'appel aux investisseurs potentiels de la façon la plus rationnelle, c'est-à-dire sous la forme d'un marché organisé où se confrontent une offre à une demande. Les autres modes de l'appel public à l'épargne sont le démarchage et la publicité : on sollicite des lecteurs pour qu'ils financent leur publication favorite, on essaie de mobiliser l'épargne locale dans une société de financement en fonds propres pour favoriser l'économie locale (Corse, Pays Basque...), ou l'on propose par voie de presse d'investir dans les quirats de navires, les parts de vaches laitières à haut rendement, les diamants ou autres pierres précieuses, etc... Ces hypothèses, qui ne concernent pas les marchés financiers, sont prises en considération à travers une définition suffisamment large de l'appel public à l'épargne :

CMF, article L 411-1 : « L'appel public à l'épargne est constitué par l'une des opérations suivantes :

1. L'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé ;
2. L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissements. »

Code Civil, article 1841 (Code suiveur : CMF, article L 412-3) : « Il est interdit aux sociétés n'y ayant pas été autorisées par la loi de faire publiquement appel à l'épargne ou d'émettre des titres négociables, à peine de nullité des contrats conclus ou des titres émis ».

L'article L 411-2 du CMF apporte une exception importante au champ de l'appel public à l'épargne tel que défini par l'article L 411-1 : l'émission ou la cession d'instruments financiers auprès d' « investisseurs qualifiés » ou dans un « cercle restreint d'investisseurs », lorsque ces investisseurs agissent pour leur compte propre. L'investisseur qualifié est une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux marchés financiers, et le cercle restreint d'investisseurs correspond aux relations professionnelles ou familiales de l'émetteur, d'autres précisions étant apportées par voie réglementaire. Les OPCVM sont réputés agir en tant qu'investisseurs qualifiés, par exemple.

⁵⁶ CMF, articles L 621-20 & L 621-20-1.

⁵⁷ CMF, article L 621-19, alinéa 4.

⁵⁸ CMF, articles L 621-30, R 621-44 à R 621-46.

⁵⁹ Tribunal des Conflits, 2 mai 2011, Société Europe finance & industrie c. / AMF.

Toute opération faisant appel public à l'épargne doit faire l'objet de mesures de publicité destinées à informer les investisseurs potentiels, selon des modalités prévues par le règlement général de l'AMF, à l'exception de l'Etat français et des Etats membres de l'OCDE ou d'autres organismes internationaux à caractère public dont la France fait partie ⁽⁶⁰⁾.

La loi de régulation bancaire et financière de 2010 ⁽⁶¹⁾ a renforcé les pouvoirs de l'AMF afin de prévenir et sanctionner des comportements professionnels sur les marchés financiers susceptibles de contribuer aux errements que l'on a pu observer lors de la crise de ces marchés en 2008/2009 : « en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier », le président de l'AMF peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers pour une période de 15 jours maximum, susceptible d'adaptation et de prorogation par le Collège jusqu'à 3 mois, un arrêté ministériel pouvant prolonger cette situation sur proposition du président ⁽⁶²⁾.

Au niveau de l'UE, l'AMF est une « autorité de surveillance et/ou de contrôle » (ASC) qui dispose d'une voix au conseil de l'AEMF, et est donc intégrée au dispositif global du SESF (cf. 1.2.). Elle prononce ou refuse l'agrément des contreparties centrales des marchés de produits dérivés de gré à gré dans les conditions prévues par le règlement (UE) n° 648/2012 (cf. 1.2.3.2.).

2.2.2. L'Autorité de contrôle prudentiel (ACP)

Avant la réforme de 2010 instituant l'ACP ⁽⁶³⁾, les agréments professionnels concernant les marchés financiers d'une part, et les entreprises d'assurance et de capitalisation d'autre part, étaient assumés par deux comités : le Comité des établissements de crédit (CECEI) et le Comité des entreprises d'assurance. Ces deux comités ont été supprimés et leur fonction d'autorisation préalable pour le fonctionnement de la sphère bancaire/boursière d'une part et assurantielle d'autre part a été transférée à l'ACP, qui assume d'autres fonctions à titre principal. La « bancassurance » ⁽⁶⁴⁾ constitue un ensemble complexe dont l'intervention sur les marchés financiers constitue un métier distinct :

- soit pour le compte de ces entreprises elles-mêmes, en terme de stratégie (prises de participation dans leur capital social, assistance aux placements financiers et aux prises de participation de ces entreprises dans le capital des autres entreprises) ;
- soit pour le compte de clients (professionnels ou non), en tant que prestataires de services d'investissement (PSI).

C'est donc désormais l'ACP qui succède au CECEI pour attribuer :

- l'**agrément** administratif permettant aux **PSI** d'opérer sur les marchés financiers, ce qui implique de bien cerner les enjeux de cet agrément en termes de diversité des contenu des services financiers (2.2.2.1.) ;

⁶⁰ CMF, article L 412-1.

⁶¹ Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.

⁶² CMF, article L 421-6-II.

⁶³ Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, ratifiée par la loi précédemment citée.

⁶⁴ Sur l'implication des entreprises d'assurance dans le système global. La « bancassurance » est un néologisme inventé par les économistes dans les années 1980/90 pour rendre compte de l'interpénétration des entreprises bancaires et des entreprises d'assurance dans de grands groupes financiers de taille internationale. La régulation juridique des deux types de professions, qui consistent à collecter d'importantes liquidités provenant des clients, présente de nombreuses analogies.

- de façon plus classique l'**agrément des établissements de crédit (EC)** (2.2.2.2.), indépendamment du fait qu'ils peuvent être PSI par ailleurs ;

- l'**agrément des « entreprises d'investissement » (EI)** en tant que PSI spécialisés (2.2.2.3.). Enfin, l'ACP reprend les missions plus générales de la Commission bancaire en tant que « bras armé » de la Banque de France pour la surveillance de l'ensemble du secteur bancaire et financier, mais aussi celles de l'ACAM pour la surveillance du secteur assurantiel (2.2.2.4.). Cette autorité administrative indépendante exerce donc la régulation globale de la « bancassurance ». De ce fait, l'ACP est en Droit de l'UE une ACS, à la fois membre de l'ABE en tant qu'ex Commission bancaire et de l'AEAPP en tant qu'ex ACAM (cf. 1.2.).

2.2.2.1. Les enjeux de l'attribution de l'agrément PSI en général : contenu des services d'investissement

Les services d'investissement et les services connexes sont définis par deux articles du CMF :

CMF, article L 321-1 : « Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L 211-1 et comprennent les services et activités suivants :

1. La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
2. L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
3. La négociation pour compte propre ;
4. La gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
5. Le conseil en investissement ;
- 6-1. La prise ferme ;
- 6-2. Le placement garanti ;
7. Le placement non garanti ;
8. L'exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L 424-1.

Un décret précise la définition de ces services.

Les services rendus à l'Etat et à la Banque de France, dans le cadre des politiques de gestion de la monnaie, des taux de change, de la dette publique et des réserves de l'Etat ne sont pas soumis aux dispositions du présent code applicable aux services d'investissement mentionnés au présent article. »

CMF, article L 321-2 : « Les services connexes aux services d'investissement comprennent :

1. La conservation ou l'administration d'instruments financiers pour le compte de tiers et les services accessoires comme la tenue de comptes d'espèces correspondant à ces instruments financiers ou la gestion de garanties financières ;
2. L'octroi de crédits ou de prêts à un investisseur pour lui permettre d'effectuer une transaction qui porte sur un instrument financier et dans laquelle intervient l'entreprise qui octroie le crédit ou le prêt ;
3. La fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises ;
4. La recherche en investissements et l'analyse financière ou toute autre forme de recommandation générale concernant les transactions sur instruments financiers ;
5. Les services liés à la prise ferme ;
6. Les services de change lorsque ceux-ci sont liés à la fourniture de services d'investissement ;
7. Les services et activités assimilables à des services d'investissement ou à des services connexes, portant sur l'élément sous-jacent des instruments financiers à terme dont la liste est fixée par décret, lorsqu'ils sont liés à la prestation de services d'investissement ou de services connexes. »

La définition des services d'investissement énumérés par l'article L 321-1 est la suivante (OPCI = organisme de placement en commun dans l'immobilier, cf. 3.1.) :

CMF, article D 321-1 : « Les services d'investissement mentionnés à l'article L 321-1 sont définis comme suit :

1. Constitue le service de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers le fait de recevoir et de transmettre à un PSI ou à un entité relevant d'un Etat non membre de la Communauté européenne et non partie à l'accord sur l'EEE et ayant un statut équivalent, pour le compte d'un tiers, des ordres portant sur des instruments financiers ;
2. Constitue le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers. Toutefois, l'exécution des ordres résultant des décisions d'investissement prises par les PSI dans le cadre du

- service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'OPCVM ou d'un OPCI relève, selon le cas, dudit service mentionné au 4 ou de l'activité de gestion d'OPCVM ou d'OPCI ;
3. Constitue le service de négociation pour compte propre le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses propres capitaux ;
 4. Constitue le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers le fait de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers ;
 5. Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. Le règlement général de l'AMF précise la notion de recommandation personnalisée au sens de la présente disposition ;
 - 6-1. Constitue le service de prise ferme le fait de souscrire ou d'acquérir directement auprès de l'émetteur ou du cédant des instruments financiers, en vue de procéder à leur vente ;
 - 6-2. Constitue le service de placement garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers et de lui garantir un montant minimum de souscriptions ou d'achats en s'engageant à souscrire ou acquérir les instruments financiers non placés ;
 7. Constitue le service de placement non garanti le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers sans lui garantir un montant de souscription ou d'acquisition ;
 8. Constitue le service d'exploitation d'un système multilatéral de négociation le fait de gérer un ou plusieurs systèmes mentionnés à l'article L 424-1. »

L'ordonnance de transposition de 2007 a transformé le « conseil en gestion de patrimoine » en « service de conseil en investissement », ce qui a pour conséquence de le faire passer du statut de service connexe au statut de service d'investissement plein et entier ; il relève donc de l'agrément de PSI. Simultanément, un nouveau service d'investissement apparaît : l'exploitation d'un « système multilatéral de négociation » dit MTF ⁽⁶⁶⁾. Enfin, l'analyse financière et la « recherche en investissement » devient un service connexe à part entière, ce qui avait été annoncé par la loi de sécurité financière de 2003 (cf. Annexe II).

Les obligations professionnelles des PSI sont définies par les articles L 533-1 à L 533-13 du CMF. Ce sont :

- des normes de gestion financière (liquidité, solvabilité...) définies par arrêté ministériel pris après avis du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières ;
- des obligations comptables, définies par l'Autorité des normes comptables ⁽⁶⁷⁾ après avis de ce Comité, et déclaratives (communication de données à la Banque de France à des fins statistiques) ;
- des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations et fixées par le règlement général de l'AMF ;
- l'obligation d'informer les investisseurs qui sont leurs clients potentiels de l'existence du régime d'indemnisation en cas de défaillance (cf. ci-dessous, 2.2.9.)

Selon l'article L 531-1 du CMF, les PSI sont, par ordre d'importance, les EI et les EC. La dénomination PSI provient de la loi MAF de 1996 transposant la DSI de 1993, mais la DSI2 de 2004 prévoit que les EC agréés sur le fondement de la directive 2000/12/CE du 20 mars 2000 remplacée par la directive 2006/48/CE) n'auront plus besoin d'un agrément distinct en tant que PSI, sous réserve de remplir certaines conditions. Par voie de conséquence, l'article L 531-2 du CMF exonère de cet agrément un certain nombre d'intervenants sur les marchés

⁶⁶ Anglais « Multilateral trading facility ».

⁶⁷ Cette Autorité, qui n'a pas le statut d'autorité administrative indépendante, a été créée par l'ordonnance n° 2009-79 du 22 janvier 2009 et le décret n° 2010-56 du 15 janvier 2010. Elle succède à un Conseil national de la comptabilité et un Comité de la réglementation comptable créés par une loi de 1998.

⁶⁹ CMF, article L 532-1 alinéa 1^{er}

financiers. Par ailleurs, cet agrément n'est pas requis pour le seul exercice d'un ou plusieurs services connexes au service d'investissement énumérés par l'article L 321-2 ⁽⁶⁹⁾. Il y a là une nette amélioration de la libre circulation des services financiers.

L'examen de la demande d'agrément PSI est subordonné à l'approbation du programme d'activité du candidat par l'AMF pour chacun des services d'investissement mentionnés à l'article L 321-1 ⁽⁷⁰⁾. L'approbation du programme d'activité du candidat est conditionnée par l'appréciation par l'AMF de « la qualité de ce programme au regard de l'honorabilité et de la compétence des dirigeants et de l'adéquation de leur expérience à leurs fonctions » ⁽⁷¹⁾. On observe donc que la position de l'AMF sur ce point conditionne celle de l'ACP.

2.2.2.2. L'agrément des EC

La fonction du CECEI, transférée à l'ACP, consistait historiquement et en premier lieu (CEC avant 1986, cf. Annexe II) à attribuer un agrément aux EC ⁽⁷²⁾. Il s'agit d'une autorisation administrative préalable, qui a pour but de protéger les clients potentiels et réels, professionnels ou non, des EC. Mais le CECEI avait aussi pour fonction d'agrément les PSI, ceux-ci bénéficiant d'un monopole professionnel en vertu des articles L 421-6 et L 531-10 du CMF, avec deux types d'exception :

- les cas énumérés par l'article L 421-7, parmi lesquels les transactions entre deux personnes physiques portant sur des valeurs mobilières (cf. ci-dessous, 3.1.), ou entre des sociétés faisant partie du même groupe ;
- les cas énumérés par l'article L 421-8, admettant comme membres d'un marché réglementé d'instruments financiers certaines personnes n'ayant pas la qualité de PSI, cette habilitation spéciale par l'AMF étant accordée en fonction des dispositions correspondantes de son règlement général.

L'agrément peut être retiré si les conditions de son maintien ne sont plus remplies. Les recours contre le refus ou le retrait d'agrément de la part de l'ACP sont exercés devant le Conseil d'Etat.

Les différentes catégories d'EC sont énumérées par l'article L 511-9 du CMF : les banques mutualistes et coopératives, les caisses de crédit municipal, les sociétés financières et les institutions financières spécialisées. Les trois premières catégories sont seules habilitées à recevoir des fonds du public, soit « à vue » (comptes bancaires courants), soit à moins de deux ans de terme (« comptes à terme ») ; au-delà, les clients deviennent des investisseurs dans les différentes catégories d'instruments financiers. Selon l'article L 511-1, les EC sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque ou des opérations connexes. Les opérations de banque sont définies par l'article L 311-1, et comprennent la réception des fonds du public, les opérations de crédit (à court, moyen ou long terme) et la mise à disposition de la clientèle ou la gestion de moyens de paiement (chèques, cartes de crédit ou de paiement, etc.). L'article L 311-2 définit les opérations connexes aux opérations de banque, parmi lesquelles « le placement, la souscription, l'achat, la gestion, la garde et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier », ainsi que le conseil et l'assistance en matière de gestion de patrimoine, de gestion financière, et d'ingénierie financière ; il est précisé que l'exercice de ces opérations connexes est subordonnée à

⁷⁰ CMF, article L 532-1.

⁷¹ CMF, article L 532-4.

⁷² CMF, articles L 612-1 à L 612-7, R 612-1 à R 612-5.

⁷⁴ CMF, article L 532-9.

l'agrément au titre de PSI lorsqu'il constitue une fourniture de services d'investissement : cela signifie que l'agrément en tant qu'EC ne vaut pas automatiquement agrément en tant que PSI, puisque les deux monopoles professionnels obéissent à des logiques différentes tout en pouvant se recouper en pratique, mais les dispenses apportées par le nouvel article L 532-1 du CMF viennent atténuer ce phénomène. L'agrément des EC est prévu par la directive 2006/48/CE, déjà présentée.

Selon l'article L 515-1 du CMF, les sociétés financières se différencient de ces trois premières catégories en ce que la réception de fonds du public ne leur est possible qu'à titre accessoire et dans les conditions fixées par la réglementation, mais elles peuvent être agréées en tant que PSI au titre des opérations connexes aux autres opérations de banque ; on trouve parmi elles les sociétés de crédit-bail mobilier et immobilier, les sociétés de caution mutuelle entre professionnels, et les sociétés de crédit foncier.

Les institutions financières spécialisées sont définies par l'article L 516-1 du CMF comme des EC « auxquels l'Etat a confié une mission permanente d'intérêt public » ; comme exemples, on peut citer le Crédit Foncier de France ou la SA OSEO-Financement, filiale de l'établissement public OSEO.

Aux EC s'ajoutent des « établissements et services autorisés à effectuer des opérations de banque par des textes particuliers » au titre de l'article L 518-1. La Caisse des Dépôts et Consignations fait partie de cette catégorie, de même que, jusqu'à une date récente où l'ex CECEI a agréé la « Banque postale », qui prend la suite des « services financiers de La Poste ».

L'agrément des EC en tant que tels est régi par l'article L 511-10 du CMF ; parmi les conditions de délivrance de l'agrément, figurent l'honorabilité et la compétence nécessaires, ainsi que l'expérience adéquate.

2.2.2.3. L'agrément des EI en tant que PSI

De leur côté, les EI sont définis en tant que « PSI non EC » :

CMF, article L 531-4 : « Les entreprises d'investissement sont des personnes morales, autres que les établissements de crédit, qui fournissent des services d'investissement à titre de profession habituelle. »

Les EI sont la nouvelle dénomination que prennent les « sociétés de bourse » dans la loi MAF de 1996, celles-ci résultant elles-mêmes d'une modification radicale du statut des charges d'agents de change en 1988 . Ce sont les intermédiaires de premier plan entre les investisseurs et les marchés financiers. Mais, à partir de 1996, et du fait de la transposition de la DSI de 1993, ils partagent le monopole professionnel d'intermédiation et de négociation sur les marchés financiers avec les EC agréés en tant que PSI . L'agrément des EI est prévu par les articles 5 à 15 de la DSI2.

Lorsqu'un EI exerce à titre principal la gestion de portefeuille d'instruments financiers pour le compte de tiers (investisseurs professionnels ou épargnants), il prend le nom de « société de gestion de portefeuille » et doit faire l'objet d'un agrément de l'AMF, distinct de son agrément général par l'ex CECEI ou l'ACP ⁽⁷⁴⁾. De même, le programme d'activité de ces sociétés et des « conseillers en investissement » (qui sont souvent les mêmes entreprises) doit faire l'objet d'une approbation par l'AMF. Il s'agit donc d'un régime plus sévère, dans l'intérêt des clients de ces sociétés. L'AMF est aussi compétente pour agréer les OPCVM

dotées de la personnalité morale (SA ou SAS), les sociétés de gestion des OPCVM non dotés de la personnalité morale, les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), les organismes de placement collectif immobilier (OPCI), ainsi que les sociétés d'épargne forestière (cf. 3.1.).

L'ACP tient à jour une liste des PSI et des EC (non PSI) agréés à la disposition de toutes les autres instances de régulation et de contrôle, et même du public (droit d'accès aux documents administratifs). Qu'ils soient EI ou EC, les PSI adhèrent obligatoirement à une organisation professionnelle affiliée à l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), à laquelle l'article L 511-29 du CMF attribue un monopole de représentation dans les instances de régulation, ainsi qu'une fonction de dialogue social avec les salariés.

2.2.2.4. La fonction principale de l'ACP : la régulation de la « bancassurance »

En tant qu'héritière de la Commission Bancaire, l'ACP est en premier lieu une **autorité administrative indépendante** dotée de pouvoirs de contrôle, de police administrative et de sanction (pouvoir disciplinaire), qui est « chargée de contrôler le respect par les EC des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables et de sanctionner les manquements contestés », d'examiner les conditions de leur exploitation, de veiller à la qualité de leur situation financière (ratios prudentiels) ainsi qu'aux règles de bonne conduite de la profession ; elle propose ou demande la mise en œuvre du mécanisme de garantie des dépôts ⁽⁷⁵⁾.

En tant qu'héritière de l'ACAM et du Comité des entreprises d'assurances (équivalent du CECEI pour les entreprises d'assurance), l'ACP assure des missions analogues pour les « compagnies d'assurances » dans la terminologie utilisée par le grand public :

- elle attribue les différents types d'agréments administratifs prévus par les articles L 321-1 à L 321-11 du Code des Assurances et qui permet à ces entreprises de fonctionner, de façon semblable à l'agrément des EC ;
- elle assure à un niveau général le contrôle des activités des entreprises d'assurance ⁽⁷⁶⁾ ;
- elle est chargée de veiller à l'application des articles L 562-1 à L 564-3 du CMF par les entreprises d'assurance et les autres entreprises placées sous son contrôle en vertu de l'article L 310-1 du Code des Assurances : il s'agit de la lutte contre le blanchiment des capitaux (« argent sale ») et le financement des réseaux terroristes internationaux.

L'ACP comprend un **Collège**, instance principale, une **Commission des sanctions**, deux sous-collèges sectoriels (assurance et banque), et peut créer des commissions spécialisées. L'Etat y est représenté par le Directeur du Trésor du Ministère de l'Economie, sans voie délibérative. L'appartenance au Collège, qui comporte une formation plénière de 16 membres et une formation restreinte de 8 membres, et à la Commission des sanctions est incompatible. La composition du Collège est la suivante (FR signifiant l'appartenance à la formation restreinte, par opposition à la formation plénière) :

- Président : le gouverneur de la Banque de France (FR) ;
- le Président de l'Autorité des normes comptables ;
- 1 conseiller d'Etat ;
- 1 magistrat de la Cour de Cassation ;

⁷⁵ CMF, article L 613-1.

⁷⁶ C. Ass., articles L 310-12 à L 310-25-1.

- 1 magistrat de la Cour des Comptes ;
- 1 Vice-Président (FR), assisté de 2 personnes qualifiées en matière de protection de la clientèle ;
- 4 personnalités qualifiées (dont 2 en FR) en matière d'assurance, de mutualité, de prévoyance et de réassurance ;
- 4 personnalités qualifiées (dont 2 en FR) en matière bancaire, de services d'investissement et de services de paiement.

Les deux autres membres de la FR sont à prendre parmi les membres de la 2ème à la 4ème catégorie.

La Commission des sanctions comprend 6 membres à partir du 1er janvier 2011 : 2 Conseillers d'Etat (dont le Président), 1 magistrat de la Cour de Cassation et 3 personnalités qualifiées. Le mandat des membres nommés est de 6 ans, renouvelable une fois.

La Banque de France, dont l'ACP est le « bras armé » en tant qu'ex Commission Bancaire, met à la disposition de celle-ci les moyens humains et matériels nécessaires ⁽⁷⁷⁾. La Banque de France dispose en effet d'une compétence lointaine, mais certaine, en matière de surveillance de la bon fonctionnement des marchés financiers :

CMF, article L 141-1-II : « Dans le cadre des compétences de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel, la Banque de France veille à la sécurité des systèmes de compensation, de règlement et de livraison des instruments financiers »

Si l'article L 612-2-I-A du CMF réserve les prérogatives spécifiques de l'AMF dans son champ d'intervention commun avec l'ACP, l'article L 613-2 du CMF confère toutefois à l'ACP des compétences particulières, dans un domaine privilégié de l'AMF : cela concerne non seulement les EC en tant que PSI, mais aussi les EI, les membres des marchés réglementés ou les adhérents des chambres de compensation (cf. ci-dessous, 2.2.6.). S'agissant des PSI autres que les sociétés de gestion de portefeuille, et en cas de retrait de leur agrément, l'ACP maintient son contrôle et a la possibilité de prononcer des sanctions disciplinaires ⁽⁷⁸⁾ ; ce maintien du contrôle vaut aussi en cas de radiation de la liste professionnelle au titre d'une des sanctions possibles, jusqu'à la liquidation de la personne morale ⁽⁷⁹⁾;

Par ailleurs, l'ACP dispose vis-à-vis des commissaires aux comptes des EC en général et des PSI en particulier de pouvoirs étendus en matière de demande d'informations sur l'activité et la situation financière de la société, et peut inversement leur communiquer les informations nécessaires à l'accomplissement de leur mission ⁽⁸⁰⁾. De leur côté, les commissaires aux comptes de ces sociétés voient leur obligation générale et habituelle d'alerte précisés en matière financière, et leur statut d'auxiliaire du Parquet étendu à l'ACP en cas de malversations ou de situations suspectes constatées dans l'exercice de leurs fonctions de contrôle et de certification des comptes sociaux ⁽⁸¹⁾.

Enfin, les articles L 613-16 et L 613-18 du CMF confèrent à l'ACP trois pouvoirs particuliers distincts des sanctions disciplinaires et applicables aux professionnels des marchés financiers :

⁷⁷ CMF, article L 613-7.

⁷⁸ CMF, articles L 511-15 & L 532-6.

⁷⁹ CMF, articles L 511-17 & L 532-7.

⁸⁰ CMF, article L 613-9-I.

⁸¹ CMF, article L 613-9-II.

- recommandation de prendre les mesures appropriées pour restaurer ou renforcer leur situation financière, améliorer leurs méthodes de gestion ou assurer l'adéquation de leur organisation à leurs activités ou à leurs objectifs de développement ; le destinataire dispose de 2 mois pour répondre de façon circonstanciée ;
- injonction de prendre dans un délai déterminé toutes mesures visant les mêmes objectifs que précédemment ;
- désignation d'un administrateur provisoire auquel sont transférés tous les pouvoirs d'administration, de direction et de représentation de la personne morale, soit à la demande de ses dirigeants en difficulté, soit d'office, si la gestion de l'EC ou de l'EI ne peut plus être assurée dans des conditions normales, ou dans le contexte de la suspension d'activité ou de la démission d'office des gestionnaires de fait (soit deux des plus graves sanctions disciplinaires énumérées ci-après).

L'article L 613-21 du CMF précise les pouvoirs de l'ACP en matière de sanctions. Les sanctions disciplinaires qu'elle peut prononcer, après recommandation non suivie d'effet ou mise en garde restée infructueuse, sont l'avertissement, le blâme, l'interdiction d'effectuer certaines opérations et toutes autres limitations dans l'exercice de l'activité pendant une durée maximale de 10 ans, la suspension temporaire ou la démission d'office des personnes – au nombre d'au moins deux – « orientant effectivement » l'activité d'un EC ou d'un EI, la radiation de l'EC ou de l'EI de la liste professionnelle. En sus de ces sanctions, ou à leur place, la Commission peut aussi :

- infliger une sanction pécuniaire dans la limite de 100 millions d'€.
- décider d'interdire ou de limiter la distribution d'un dividende aux actionnaires ou d'une rémunération des parts sociales aux sociétaires des EC coopératifs ou mutualistes.

Les sanctions infligées font en principe l'objet d'une publication judiciaire aux frais de la personne morale sanctionnée, sauf si cette publication « risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause ».

Cette imbrication entre l'ACP et l'AMF a amené l'ordonnance n° 2010-76 à instituer un « pôle commun » entre les deux organismes ⁽⁸²⁾.

Lorsqu'elle exerce son pouvoir disciplinaire à travers sa Commission des sanctions, l'ACP est une juridiction administrative par détermination de la loi ⁽⁸³⁾ ; les recours contre ses décisions sont donc portés devant le Conseil d'Etat (mutisme du CMF sur ce point, mais solution certaine sur le plan jurisprudentiel et doctrinal). Lorsque son Collège prend des décisions de contrôle ou de police administrative, celles-ci sont aussi susceptibles de recours devant le Conseil d'Etat, ainsi que précisé par l'article L 612-16-III du CMF. Ce statut mixte de juridiction administrative et d'autorité administrative indépendante est unique en Droit français.

2.2.3. Les instances consultatives

La loi de sécurité financière de 2003 a supprimé le Comité de réglementation bancaire et financière, qui disposait de pouvoirs réglementaires propres, pour les réattribuer au Ministre de l'Economie, ainsi que le Conseil national du crédit et du titre, qui était une instance

⁸² CMF, articles L 612-47 à L 612-50.

⁸³ CMF, article L 613-23.

purement consultative et de réflexion générale (cf. Annexe II). Elle les a remplacés respectivement par :

- un Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières ⁽⁸⁴⁾ ;
- un Comité consultatif des services financiers, qui est chargé d'étudier les relations les professionnels de la « bancassurance » d'une part (EC, EI, entreprises d'assurance), et leurs clientèles d'autre part ⁽⁸⁵⁾.

Le premier Comité assiste le Ministre dans l'exercice de son pouvoir réglementaire (arrêtés ministériels), déjà abordé. Le contenu de la réglementation, ainsi que les cas de consultation obligatoire de ce Comité, sont précisés par les articles L 611-1 à L 611-6 du CMF. La réglementation applicable aux PSI fait partie de ces cas, mais l'AMF est aussi consultée et sa compétence particulière en matière de réglementation des activités de sociétés de gestion de portefeuille réservée ⁽⁸⁶⁾.

2.2.4. Le Conseil de régulation financière et systémique (CRFS)

A l'époque où coexistaient encore la COB et le Conseil des marchés financiers, il était apparu indispensable, selon une tradition française bien établie, de créer une instance de coordination pour chapeauter le tout : une loi du 25 juin 1999 est venue créer un « Collège des autorités de contrôle », qui a été maintenu lors de la réforme de 2003 créant l'AMF. Ce collège, présidé par le ministre et à l'effectif assez restreint, associait le gouverneur de la Banque de France (toujours en tant que Président de la Commission Bancaire) au Président de l'AMF et au Président de l'ACAM. Mais la gravité de la crise internationale des marchés financiers de 2008-2009 a amené la loi de régulation bancaire et financière de 2010 à transformer cet organe d'échange d'informations en organe plus proactif, surtout aux niveaux de l'Union européenne et international, en vue de prévenir le « risque systémique », c'est-à-dire l'effondrement total ou partiel du secteur de la bancassurance en raison d'effondrements sur les marchés financiers.

Le CRFS est une instance à composition restreinte qui tire parti de la synergie induite par la création de l'ACP se substituant à quatre organismes préexistants ⁽⁸⁷⁾ : Ministre de l'Economie, gouverneur de la Banque de France (en tant que Président de l'ACP), Vice-Président de l'ACP, Président de l'AMF, Président de l'Autorité des normes comptables, 3 personnalités qualifiées en matière monétaire, financière et économique. Il n'existe pas de lien organique avec le CERS au niveau de l'UE, mais l'article 6 du règlement (UE) n° 1092/2010 relatif au CERS prévoit que font partie de son « conseil général » les gouverneurs et vice-gouverneurs des banques centrales nationales, ainsi que, par roulement, les Présidents des ACS. Le CRFS est donc articulé de fait avec le CERS à travers au moins une personnalité, et probablement deux, voire trois (l'ACP valant deux ACS).

Un autre élément d'articulation CERS/CRFS provient de l'article 21 de chacun des trois règlements concernant les AES de l'UE : celles-ci doivent veiller à la cohérence de la politique de chaque « collège des ACS » dans chaque Etat membre. Or l'article L 631-2-1 du CMF attribue au CRFS trois missions. La première reprend celle du Collège antérieur : il s'agit de permettre une meilleure prévention ou répression des trafics financiers illicites au niveau national ou international (blanchiment d'argent sale ou « noirciment » d'argent

⁸⁴ CMF, article L 614-2 (mode pilote) ; C. Ass., article L 411-2 (mode suiveur)

⁸⁵ CMF, article L 614-1 (mode pilote) ; C. Ass., article L 411-1 (mode suiveur).

⁸⁶ CMF, article L 611-3.

⁸⁷ CMF, article L 631-2.

propre, notamment dans les réseaux internationaux de type mafieux ou terroriste, en veillant à la coopération entre les institutions représentées en termes d'échanges d'informations ; alors que tous les intervenants sont soumis au secret professionnel, la circulation de l'information est autorisée – de façon évidemment confidentielle – entre la Banque de France, l'ACP, l'AMF, les deux Fonds de dépôt de garantie de la « bancassurance », les entreprises de marché et les chambres de compensation ⁽⁸⁸⁾. Les deux missions nouvelles sont liées à la crise structurelle des marchés financiers : assurer un suivi de la situation du secteur des EC et des marchés financiers en évaluant les risques systémiques qu'elle comporte, et participer à l'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier en général.

2.2.5. Les entreprises de marché

2.2.5.1. Définition et fonctions

CMF, article L 421-2 : « Un marché réglementé est géré par une entreprise de marché. Celle-ci a la forme d'une société commerciale. Lorsque l'entreprise de marché gère un marché réglementé régi par les dispositions du présent code, son siège social et sa direction effective sont établis sur le territoire de la France métropolitaine ou des DOM. L'entreprise de marché doit satisfaire à tout moment aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables.

L'entreprise de marché effectue les actes afférents à l'organisation et l'exploitation de chaque marché réglementé qu'elle gère. Elle veille à ce que chaque marché réglementé qu'elle gère remplisse en permanence les exigences qui lui sont applicables »

L'entreprise de marché est la dénomination actuelle de la « Bourse » classique qui, dans le cas français, est devenue Paris-Bourse-SBF en 1996, puis Euronext SA en 2000/2001. Le concept de « marché réglementé » est développé ci-après (2.2.5.2.).

Les entreprises de marché sont soumises aux mêmes règles que les sociétés commerciales cotées en bourse en ce qui concerne les franchissements de certains seuils dans le contrôle du capital social (ce qui peut refléter une prise de contrôle progressive) : déclaration obligatoire au Conseil des Marchés Financiers (donc à l'AMF depuis 2003) des franchissements de seuils dans le capital des sociétés par actions (1/10^{ème}, 1/5^{ème}, 1/3, 50%, 2/3). Le Ministre peut à cette occasion demander au juge de suspendre l'exercice des droits de vote attachés aux actions de l'entreprise de marché détenues directement ou indirectement, dans l'intérêt du bon fonctionnement du marché réglementé ; il peut encore procéder à une révision de la reconnaissance du marché réglementé ou au retrait de cette reconnaissance, après avis de l'AMF.

L'entreprise de marché admet et maintient les membres d'un marché réglementé en veillant au respect des règles caractérisant ce marché. Elle ne peut limiter le nombre de PSI admis sur le marché dont elle a la charge ⁽⁸⁹⁾.

L'entreprise de marché admet les instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé, avec l'accord exprès de l'émetteur, sous réserve du droit d'opposition de l'AMF ; elle peut en suspendre la négociation, en en informant l'émetteur (s'il n'est pas à l'origine de la demande) et le président de l'AMF, qui peut aussi exceptionnellement requérir la

⁸⁸ CMF, article L 631-1.

⁸⁹ CMF, articles L 421-9 & L 421-10.

suspension ; elle peut radier l'instrument financier, sous réserve du droit d'opposition de l'AMF ⁽⁹⁰⁾.

La négociation d'un instrument financier peut être suspendue à la demande du président de l'AMF, « lorsqu'un événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier d'un marché réglementé » ⁽⁹¹⁾ ; au-delà de deux jours de suspension, le président peut proposer au Ministre de prendre un arrêté prolongeant la suspension.

L'article L 441-2 du CMF dispose qu'une entreprise de marché délivre les cartes professionnelles des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte des PSI, d'elle-même ou de l'AMF pour ce qui concerne l'accès au marché réglementé dont elle a la charge.

2.2.5.2. Les marchés réglementés et leurs membres

CMF, article L 421-1 : « Un marché réglementé d'instruments financiers est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et systèmes de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables »

Un marché réglementé doit être reconnu comme tel par arrêté ministériel sur proposition de l'AMF ⁽⁹²⁾. Les marchés financiers existant au 4 juillet 1996 (date d'entrée en vigueur de la loi MAF) sont reconnus comme tels, en vertu du principe de non rétroactivité. Les conditions de la reconnaissance sont :

- l'existence de règles relative aux négociations sur les instruments financiers, y compris les règles concernant la suspension de ces négociations, le tout étant soumis à l'approbation du CMF ⁽⁹³⁾ ;
- la qualité de « commissionnaire du croire » des adhérents de la chambre de compensation, décidée par celle-ci ⁽⁹⁴⁾ (sur cette notion, cf. ci-dessous, 2.2.6.).

Les PSI constituent la principale catégorie d'intervenants sur les marchés financiers. Toutefois, par dérogation à l'article L 531-10, l'AMF peut habilitier comme membres d'un marché réglementé d'autres personnes physiques ou morales qui exécutent des ordres pour le compte de tiers, ou qui négocient pour leur compte propre à devenir membres de marchés réglementés ⁽⁹⁵⁾.

La même dérogation vaut pour certaines sociétés de personnes ou pour les groupements d'intérêt économique (GIE), où joue le mécanisme de la responsabilité indéfinie et solidaire pour les dettes et engagements de la personne morale, lorsque les membres du GIE ou les associés d'une société en nom collectif (SNC) ou d'une société en commandite sont habilités à fournir les mêmes services d'investissement que dans le cas précédent : ce type de personne morale est en effet un prolongement direct des associés de la SNC ou membres du GIE, et le mécanisme de responsabilité en vigueur, très sévère, ne porte pas atteinte au droit à réparation d'éventuels investisseurs lésés.

⁹⁰ CMF, article L 421-4.

⁹¹ CMF, article L 421-5.

⁹² CMF, article L 421-1.

⁹³ CMF, article L 421-3.

⁹⁴ CMF, article L 442-4.

⁹⁵ CMF, article L 421-8.

Le troisième cas de dérogation est encore une application du principe de non-rétroactivité, et concerne les membres des marchés réglementés avant le 4 juillet 1996.

CMF, article L 421-1, alinéa 2 : « Le retrait de la qualité de marché réglementé est prononcé soit à la demande de l'entreprise de marché, soit d'office lorsque les conditions ayant justifié la reconnaissance ne sont plus remplies ou lorsque le marché ne fonctionne plus depuis au moins six mois ».

Ce retrait suit la même procédure que la reconnaissance, en vertu de la « règle du parallélisme des formes », dont la mise en œuvre est ici expressément prévue.

2.2.5.3. Le système multilatéral de négociation (« MTF » dans la DSI2, version française)

CMF, article L 424-1, alinéa 1er : « Un système multilatéral de négociation est un système qui, sans avoir la qualité de marché réglementé, assure la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, de manière à conclure des transactions sur ces instruments. »

Un MTF peut être géré par un PSI agréé à cet effet (point 8 de l'article L 321-1) ou par une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'AMF. Les règles de fonctionnement de ce type de marché doivent être transparentes et non discrétionnaires, comme dans le cas des marchés réglementés.

L'innovation n'est en fait qu'apparente : auparavant, les marchés financiers qui n'étaient pas réglementés étaient dits « de gré à gré » dans le contexte français, ce qui ne signifiait pas qu'ils n'étaient pas organisés. Ainsi l'article L 621-1 du CMF, qui définit la compétence générale de l'AMF, dispose que celle-ci veille « ...au bon fonctionnement des marchés financiers », ce qui englobe les marchés de gré à gré, et maintenant les MTF. La principale différence pratique entre les deux types de marché est l'existence, sur les marchés réglementés, des chambres de compensation (cf. ci-dessous, 2.2.6.), qui « vient s'interposer entre les cocontractants et supporter le risque de variation qu'elle fait courir au moyen de marges et de dépôts de garantie », de sorte que, sur un marché de gré à gré, « l'assureur, qui n'est plus la chambre de compensation, est tout simplement un investisseur désireux d'acheter ce risque de crédit »⁽⁹⁶⁾.

Cette définition est la transposition de la définition (15) de l'article 4 de la DSI2. Le considérant (5) de celle-ci énonce que, suite aux évolutions professionnelles récentes, « il est indispensable de reconnaître l'émergence, parallèlement aux marchés réglementés, d'une nouvelle génération de systèmes de négociation organisée, qui doivent être soumis à certaines obligations tendant à préserver le fonctionnement efficace et ordonné des marchés financiers ». Le considérant (6) et l'article 14 de la DSI2 précisent le substrat commun aux deux types de marchés, en excluant certaines hypothèses de la configuration MTF. Le considérant (56) pose que l'exploitant d'un marché réglementé peut exploiter un MTF ; l'exploitation d'un MTF est une activité d'investissement au sens de la section A de l'annexe I de la directive, mais tous les opérateurs de marché peuvent la pratiquer, pour autant qu'ils remplissent la plupart des conditions de l'agrément. Les articles 26, 29, 30 et 35 de la directive portent sur le contrôle du respect des règles du MTF, l'exigence de transparence, avant et après la négociation et sur les mécanismes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement : on a donc clairement affaire à un marché organisé, à défaut d'être réglementé.

⁹⁶ Marie-Anne FRISON-ROCHE & Maurice NUSSENBAUM : Détermination juridique des marchés financiers dits de gré à gré – Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires n° 8-9/97, pp. 679-683.

2.2.6. Les chambres de compensation et l'obligation de « ducroire »

Une chambre de compensation est un EC dont les fonctions sont définies par l'article L 442-1 : surveillance des positions des opérateurs, appel des marges, et liquidation d'office des positions si nécessaires.

Selon l'article L 442-2 du CMF, les adhérents des chambres de compensation peuvent être divisés en deux grandes catégories :

les EC et EI établis en France, ainsi que les personnes morales établies en France et ayant pour objet principal ou unique l'activité de compensation d'instruments financiers ; tous sont soumis, pour leur activité de compensation, aux règles d'approbation par l'AMF du programme d'activité, de contrôle et de sanction applicables aux PSI ;

- les mêmes types d'opérateurs établis hors de France, dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF, celle-ci ayant la charge de contrôler l'application dans le pays concerné l'équivalence des règles applicables par rapport au système français et de mettre éventuellement en œuvre les mêmes règles que dans le premier cas en ce qui concerne les PSI établis hors de France.

Les adhérents s'engagent à remplir vis-à-vis de la chambre de compensation l'intégralité des obligations découlant des transactions inscrites au nom des tiers dans leurs comptes, et le paiement ne peut être différé, nonobstant toute clause contraire dans le contrat liant l'adhérent et la chambre ⁽⁹⁷⁾. Or ces tiers, qui sont des donneurs d'ordre, effectuent auprès des PSI ou des adhérents d'une chambre de compensation des dépôts dont la propriété est transférée de plein droit au PSI ou à l'adhérent, et le même mécanisme vaut pour la relation entre l'adhérent (donc les PSI, à titre principal) et la chambre de compensation; ces dépôts sont constitués soit aux fins de règlement d'un solde débiteur pour le donneur d'ordre, soit en tant que somme due au PSI ou à l'adhérent de la chambre de compensation, s'il s'agit d'un achat, et sont protégés contre toute saisie ou privilège provenant de l'extérieur ⁽⁹⁸⁾.

La chambre de compensation peut décider, de façon non discriminatoire, que ses adhérents sont « commissionnaires ducroire » par rapport aux donneurs d'ordre dont ils tiennent les comptes, ce statut étant obligatoire pour la reconnaissance d'un marché comme marché réglementé ⁽⁹⁹⁾.

Un **commissionnaire ducroire** est une personne qui agit au nom d'un commettant (ici le donneur d'ordre), mais pour son propre compte, et donc en assumant le risque ; c'est un mécanisme juridique distinct du contrat de mandat classique, où le mandataire agit au nom d'un mandant mais pour le compte de celui-ci, le risque pesant donc sur ce dernier. Un arrêt ancien de la Cour de Cassation (1892) a consacré cette solution pour les agents de change, ancêtres des EI actuels ; cela n'allait pas de soi, car le statut d'agent de change était incompatible avec le statut de commerçant, et un commissionnaire est traditionnellement commerçant en raison de sa fonction d'intermédiaire ⁽¹⁰⁰⁾. Le caractère ducroire de l'agent de change a perduré lors de la transformation des charges d'agent de change en sociétés de bourse en 1988, puis lors de la transformation de celles-ci en EI en 1996, alors même que ce n'était nullement impliqué par la transposition de la DSI de 1993 ; il s'agit donc d'une solution purement française, qui aurait pour objet ou pour effet de conforter les places

⁹⁷ CMF, article L 440-6.

⁹⁸ CMF, articles L 440-7 à L 440-8-9.

⁹⁹ CMF, article L 442-5.

¹⁰⁰ C. Com., article L 110-1.

boursières françaises dans la compétition européenne et internationale, toutes choses égales par ailleurs, et sachant que ce système assez protecteur des investisseurs donneurs d'ordre n'existe guère sur les places concurrentes ⁽¹⁰¹⁾.

Toutefois, l'article L 622-7-II (7°) du CMF prévoit que le règlement général de l'AMF détermine « les conditions dans lesquelles certains PSI peuvent intervenir en qualité de « non-ducroire. » De plus, l'article L 533-5 du même code dispose que le même règlement général définit les conditions dans lesquelles il peut être dérogé à la règle selon laquelle les PSI agréés qui veulent fournir les services de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers d'une part, ou d'exécution d'ordres pour le compte de tiers d'autre part, sont responsables à l'égard de ceux-ci de la livraison et du paiement des instruments financiers vendus ou achetés : cela concerne les PSI qui ne sont pas teneurs de compte de leur clientèle, dans la mesure où ils ne reçoivent ni titres ni fonds de la part de celle-ci, ainsi que pour les marchés de gré à gré ⁽¹⁰²⁾, mais le PSI a alors l'obligation d'informer préalablement son client de son exonération de l'obligation de ducroire.

2.2.7. La SICOVAM

Selon un des manuels de référence en la matière ⁽¹⁰³⁾, les premières traces de cet organisme sont décelables en 1816, mais son existence, sous la dénomination de « Caisse centrale de dépôt et de virement des titres », remonte à plusieurs lois de 1941 et 1943, et est liée à la phase historique de matérialisation des titres : toutes les actions au porteur des sociétés cotées en bourse devaient être déposées auprès de cette Caisse, afin de faciliter la compensation résultant des transactions sur ces titres. Un décret de 1949 rendit la liberté de circulation aux titres au porteur, et la SICOVAM SA fut créée par les professionnels et reconnue par voie d'arrêté en 1950 en tant qu'héritière de cette Caisse. Les propriétaires pouvaient en demander la restitution, à charge pour eux d'établir la preuve du dépôt par tout moyens.

La dématérialisation des titres en 1981 n'a pas abouti à la suppression de la SICOVAM, mais à en faire le point de passage obligé pour tous les titres au porteur émis en France, selon une inscription en compte qui concerne aussi les émetteurs de ces titres ou les intermédiaires habilités. La SICOVAM gère donc les comptes courants de ses affiliés par un système de virement, pour chaque catégorie de titres. Malgré l'emploi du terme « compensation » dans les deux cas, elle se distingue des chambres de compensation en ce qu'elle ne procède pas au calcul de soldes nets à recevoir pour une période déterminée, et qu'elle se borne à répercuter en direction des chambres de compensation les instructions reçues par ses affiliés : c'est donc dans ces chambres que se déroule la véritable compensation, au sens de l'article 1289 du Code Civil, mais la SICOVAM y participe en amont.

Le capital de la SICOVAM est détenu par la Banque de France (40%) et par les PSI affiliés. Les principes généraux de fonctionnement de la SICOVAM sont déterminés par le règlement général de l'AMF.

¹⁰¹ H. de VAUPLANE & J.-P. BORNET, *op. cit.*, § 932-936.

¹⁰² Interprétation *a contrario* de l'article L 442-4 du CMF.

¹⁰³ H. de VAUPLANE & J.-P. BORNET, *op. cit.*, §§ 220 à 231.

2.2.8. Les mécanismes complémentaires de protection des investisseurs

2.2.8.1. Les mécanismes de garantie

En sus du dispositif antérieurement étudié impliquant l'AMF et l'ACP, les investisseurs sont protégés contre l'indisponibilité éventuelle de leurs dépôts ou de leurs titres par deux mécanismes distincts, qui reflètent la dualité EC/EI :

- les EC adhèrent obligatoirement à un fonds de garantie des dépôts, régi par les articles L 312-4 à L 312-18 du CMF ;
- les EC (en tant que PSI) et les EI, en tant que « conservateurs d'instruments financiers », adhèrent obligatoirement à un mécanisme de garantie des titres, régi par les articles L 322-1 à L 322-4 du CMF ;
- conséquence de la transposition de la DSI2, les sociétés de gestion de portefeuille fournissant des services d'investissement ou inscrivant en compte sous forme nominative les parts ou actions d'OPCVM qu'elles gèrent adhèrent à un mécanisme de garantie spécifique relevant du fonds de garantie des dépôts ⁽¹⁰⁴⁾.

En matière de protection des investisseurs sur les marchés financiers, le second mécanisme semble le plus important, mais il ne joue qu'à titre supplétif par rapport au premier dans le cas des EC : ainsi l'article L 322-1 dispose qu'il « a pour objet d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers ainsi que de leurs dépôts en espèces lorsqu'ils sont liés à un service d'investissement, à la compensation ou à la conservation d'instruments financiers, et qu'ils n'entrent pas dans le champ d'application du fonds de garantie institué par l'article L 312-4. » Les PSI et autres membres d'un marché réglementé ont l'obligation d'informer les investisseurs potentiels de l'existence de ce régime d'indemnisation ⁽¹⁰⁵⁾.

2.2.8.2. Les mécanismes d'information obligatoire visant à assurer la transparence des marchés

Ces mécanismes concernent spécifiquement les sociétés par actions cotées sur un marché réglementé. Le CMF reprend, en mode « suiveur », diverses dispositions du Code de Commerce, code « pilote » :

- article L 451-1 renvoyant aux articles L 232-7 et L 232-8 du Code de Commerce : publication obligatoire de leur portefeuille de VM, tableau relatif à l'affectation prévisionnelle du bénéfice (mise en réserve/dividendes), rapport semestriel sur l'activité commerciale, etc... ;
- article L 451-2, renvoyant aux articles L 233-7 à L 233-12 du Code de Commerce : informations obligatoires sur le franchissement de divers seuils dans le capital social d'une société et sur la répartition consécutive de celui-ci, sur les droits de vote dans une société, sur les pactes d'actionnaires comportant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisitions d'actions.

¹⁰⁴ CMF, articles L 322-5 & L 322-6.

¹⁰⁵ CMF, article L 533-13.

2.2.8.3. Les droits reconnus aux associations agréées de défense des investisseurs

Comme les associations de défense des consommateurs ou de protection de l'environnement, les **associations de défense des investisseurs** remplissant certaines conditions d'ancienneté et de sérieux peuvent être agréées aux fins de se constituer partie civile devant les juridictions pénales, et ester en justice de façon plus générale pour défendre non seulement les intérêts de leurs membres, mais aussi les intérêts des investisseurs en général ⁽¹⁰⁶⁾.

Les plus connues sont l'Association nationale des actionnaires de France (ANAF) et l'Association de défense des actionnaires minoritaires (ADAM). Les décisions juridictionnelles favorables à ces petits porteurs sont assez rares. Parmi les plus spectaculaires, on peut citer trois arrêts rendus en 2001 par la Cour d'Appel de Paris sur recours de l'ADAM contre une décision du Conseil des marchés financiers ⁽¹⁰⁷⁾

Deux sociétés cotées au premier marché de la Bourse de Paris (Euronext), Schneider Electric et Legrand, avaient envisagé un rapprochement, sous forme d'une offre publique d'échange déposée par Schneider à l'intention des actionnaires de Legrand. Cette dernière société avait émis des actions à dividende prioritaire (ADP) sans droit de vote, et Schneider avait proposé d'acquérir ces ADP ainsi que des actions ordinaires, avec des parités différentes : 7 actions Schneider pour 2 actions ordinaires Legrand, et 2 actions Schneider pour une ADP Legrand). Le Conseil des marchés financiers avait déclaré l'offre recevable, et l'ADAM avait contesté essentiellement la parité de l'échange des ADP devant la Cour d'Appel. Celle-ci a annulé la décision du Conseil des marchés financiers, entraînant *ipso facto* l'annulation du « visa COB » et la caducité du calendrier prévu pour les opérations. Par suite, la société Schneider a procédé à une offre publique d'échange avec une parité améliorée pour les ADP, ce qui a satisfait l'ADAM.

2.2.8.4. Des infractions pénales spécifiques aux marchés financiers : le « délit d'initié » et le « délit de manipulation de cours »

Les marchés financiers doivent être transparents, afin que les investisseurs bénéficient de l'égalité des chances de réaliser des plus-values. Le célèbre « délit d'initié » a été institué dès 1967 afin de garantir, autant que faire se peut, l'égalité entre les petits porteurs, peu ou pas « initiés » aux aléas subtils des marchés financiers qui sont largement conditionnés par l'accès à des informations privilégiées sur les entreprises cotées, et les professionnels, au service de « gros porteurs » ou des « zinzins », qui ont plus de chances d'accéder à de telles informations et d'en profiter directement, ou d'en faire profiter des tierces personnes (famille, amis et relations, collègues de travail, employeur...).

CMF, article L 465-1 : « Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1,5 millions d'euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L 225-109 du Code de Commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150000 € d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

¹⁰⁶ CMF, articles L 452-1 à L 452-4, D 452-1 à D 452-8.

¹⁰⁷ CA Paris, 3 mai 2001, ADAM c/ Société Schneider Electric ; Revue Juridique de Droit des Affaires n° 8-9/01, n° 868 & 869 ; Chronique Revue Juridique de Droit des Affaires n° 10/01, pp. 803-809 – Alain COURET: « L'annulation d'une recevabilité d'une offre publique d'échange ».

Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150000 € dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public n'en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à 7 ans d'emprisonnement et à 1,5 million d'€ si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre. »

On observe donc dans cette disposition législative l'existence de 3 délits voisins, dont l'élément légal est différent, cette différence pouvant être minime ; ce fait, ainsi que le caractère laborieux de la rédaction, reflète l'inventivité des professionnels et des personnes impliquées, la loi pénale courant après les pratiques malhonnêtes pour lesquelles il y a aussi de l'innovation. Simultanément, on comprend que ces délits d'initiés sont très difficiles à prouver dans une procédure judiciaire.

Le délit de manipulation des cours peut donc être appréhendé sous l'angle du dernier alinéa de l'article L 465-1, mais aussi sur le fondement de l'article suivant :

CMF, article L 465-2 : « Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L 465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur.

Est puni des peines prévues au premier alinéa de l'article L 465-1 le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours. »

Ces infractions font l'objet d'une harmonisation communautaire à travers la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché),

2.2.8.6. La dimension européenne et internationale de la protection des investisseurs

Nous avons vu que l'EEE était l'espace pertinent pour la régulation juridique des marchés financiers : tout marché réglementé reconnu dans un Etat membre de l'EEE, et tout autre marché extérieur à l'EEE reconnu par le ministre après avis de l'AMF peut offrir ses services sur le territoire français, mais sous réserve des règles relatives à la protection de l'épargne publique ⁽¹⁰⁸⁾. On rejoint ici la distinction effectuée par la DSI2 entre « clients » et « clients professionnels » ⁽¹⁰⁹⁾ : ces derniers ont moins besoin d'être protégés que les épargnants ordinaires.

S'agissant des PSI ayant leur siège social ou leur « direction effective » dans un Etat partie à l'accord EEE, les conditions de libre établissement et de libre prestation de services en France sont régies par les articles L 532-16 à L 532-22 du CMF, et le mécanisme inverse est régi par les articles L 532-23 à L 532-27 du même code.

Dans le but de protéger les investisseurs, et en particulier ceux qui ne sont pas des professionnels, les autorités françaises de contrôle et de régulation des marchés financiers sont concernées par la dimension européenne ou internationale selon les modalités suivantes :

¹⁰⁸ CMF, articles L 422-1 & L 423-1, D 423-1 à D 423-4.

¹⁰⁹ Définitions (11) et (12) de l'article 4, & Annexe II de la directive 2004/39/CE.

- L'ACP communique la liste des PSI qui fournissent des services d'investissement dans les autres Etats membres de l'Union européenne en libre établissement ou en libre prestation de services aux autorités compétentes de ces autres Etats, est destinataire des informations provenant des autres Etats membres pour le mécanisme inverse, et communique le tout à l'AMF ⁽¹¹⁰⁾ ;
- L'ACP est tenue de communiquer les informations requises à l'autorité d'un Etat partie à l'accord EEE ayant compétence pour la surveillance d'un EC ou d'un EI et souhaitant, dans des cas déterminés, vérifier des informations portant sur des filiales d'un EC ou d'un EI français implanté dans cet Etat, ou de procéder elle-même à ces vérifications, en dérogation à une loi du 26 juillet 1968 ; ces vérifications peuvent être étendues à des personnes morales ayant leur siège dans d'autres Etats de l'EEE ⁽¹¹¹⁾ ;
- L'ACP peut exiger des succursales d'un EC ou d'un EI français établies dans un Etat de l'EEE communication de toutes informations utiles à la surveillance de l'EC ou de l'EI, et procéder aux contrôles sur place après en avoir informé l'autorité homologue de l'Etat considéré ⁽¹¹²⁾ ;
- L'ACP peut échanger avec une autorité homologue de l'EEE toute information utile à l'exercice de leurs contrôles, en dérogation à la loi de 1968 précitée ⁽¹¹³⁾ ;
- L'ACP peut, toujours en dérogation de la loi de 1968, conclure avec les autorités d'un Etat extérieur à l'EEE chargées de missions similaires à la sienne un accord de coopération, sous condition du respect du secret professionnel, pour des opérations du même type dans les deux sens ⁽¹¹⁴⁾ ;
- L'AMF peut conduire des enquêtes à la demande d'autorités étrangères homologues, sous réserve de réciprocité (sauf dans le cadre de l'EEE), dans les mêmes conditions que ses enquêtes propres et en dérogation à son obligation de secret professionnel institué par l'article L 621-11; elle peut inversement solliciter ces autorités aux mêmes fins et conclure avec elles des conventions de coopération ; ⁽¹¹⁵⁾ ;
- L'AMF peut informer les autorités homologues de l'Union européenne ainsi que la Commission européenne de ses décisions concernant le contrôle des gestionnaires de portefeuille ⁽¹¹⁶⁾ ;
- L'AMF, les entreprises de marché et les chambres de compensation des marchés réglementés peuvent communiquer à leurs homologues étrangers les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives relatives à l'accès, à l'organisation et à la sécurité des marchés, sous réserve de réciprocité et de respect du secret professionnel ⁽¹¹⁷⁾ ;
- « L'AMF prend en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'UE et de l'EEE et de mise en oeuvre convergente des dispositions nationales et de l'UE en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'UE. Elle coopère avec les autorités compétentes des autres Etats. » ⁽¹¹⁸⁾

¹¹⁰ CMF, article L 612-2.

¹¹¹ CMF, articles L 613-12 alinéas 1^{er} & 2 & L 613-14.

¹¹² CMF, articles L 613-12 alinéa 3 & L 613-14.

¹¹³ CMF, articles L 613-12 alinéa 4 & L 613-14.

¹¹⁴ CMF, articles L 613-13 & L 613-14.

¹¹⁵ CMF, article L 621-21.

¹¹⁶ CMF, article L 621-27.

¹¹⁷ CMF, article L 632-1.

¹¹⁸ CMF, article L 621-1 alinéa 2.

Lorsque l'ACP procède à la radiation de la liste des EI agréées dans le cadre de ses pouvoirs disciplinaires d'une succursale d'une EI ayant son siège hors de l'EEE, cette radiation entraîne la liquidation du bilan et du hors bilan de la succursale (¹¹⁹).

Tous ces mécanismes ont vocation à être reformulés par les actes de transposition de la directive 2010/78/UE (cf. 1.2.), normalement avant le 31 décembre 2011.

3. L'objet des marchés financiers : les instruments financiers

Avant la transposition de la DSI de 1993 par la loi MAF de 1996, le Droit français ne connaissait que les « valeurs mobilières », mentionnées par le Code Civil ou le Code de Commerce. Le Droit Civil oppose les biens et droits patrimoniaux mobiliers aux biens et droits patrimoniaux à caractère immobilier. En termes d'investissements, les biens et droits immobiliers peuvent naturellement faire l'objet de transactions hors des marchés financiers, mais par l'intermédiaire obligatoire des notaires. Toutefois, l'investissement immobilier indirect (dit aussi « pierre-papier ») s'est développé assez tôt (décennies 60/70) sur les marchés financiers, soit à travers des sociétés immobilières d'investissement cotées en Bourse et fiscalement conventionnées (SIIC), soit par l'intermédiaire de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI), qui ne pouvaient être directement cotées en Bourse du fait de leur forme juridique, mais qui pouvaient faire appel public à l'épargne dans un cadre législatif institué en 1970 et visant à protéger les épargnants potentiels susceptibles d'acquérir des parts sociales de ces SCPI : quelques scandales étaient passés par là, ruinant des petits épargnants au profit de certaines forces politiques et d'aigrefins classiques.

3.1. Des « valeurs mobilières » (VM) aux « instruments financiers »

3.1.1. Les valeurs mobilières, ou « titres »

Avant la « dématérialisation des titres » en 1981 (loi) et 1983 (décret d'application), les VM étaient des biens mobiliers susceptibles d'être vendus, donnés, prêtés, mis en gage, ou d'être inclus dans une succession, etc...La dématérialisation des titres les a transformés en droits incorporels pour le porteur, qu'il soit spécifié (« titres nominatifs ») ou non (« titres au porteur »), sans que cela modifie en quoi que ce soit la possibilité des opérations envisageables.

3.1.1.1. Les titres traditionnels : la dualité action-obligation et son évolution

D'un point de vue historique, il existe deux grandes catégories de VM : les actions (titres de propriété) et les obligations (titres de créance). La notion de VM, et ses deux composantes fondamentales, trouvent leur origine dans le Code Civil :

C.Civ., article 529, alinéa 1^{er} : « Sont meubles par détermination de la loi, les obligations et les actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendant de ces entreprises appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société. »

¹¹⁹ CMF, article L 532-7 alinéa 2.

N.B. : La terminologie employée est celle de 1804-1816.

Le CMF apporte une définition plus moderne des VM :

CMF, article L 211-2 : « Constituent des valeurs mobilières les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine.

Sont également des valeurs mobilières les parts de fonds communs de placement et de fonds communs de créances. »

(N.B. : « tradition » signifie ici « transmission manuelle »)

Sur les fonds communs de placement ou de créances, cf. ci-dessous (3.1.1.4.).

La loi ne définit pas l'action, qui est le nom que prend la « part sociale » pour trois types de sociétés commerciales : la société anonyme (SA), la société en commandite par actions (SCA), et la société par actions simplifiée (SAS). Une part sociale représente une fraction du capital social déterminant, dans toute société, les droits de chaque associé : l'étendue de ceux-ci (droit de participer aux décisions collectives, droit au bénéfice et obligations de contribuer aux pertes) est proportionnelle au nombre de parts sociales détenues par l'associé, nombre qui est lui-même proportionnel à la valeur des apports effectués ⁽¹²⁰⁾. La part sociale en général, et l'action en particulier, sont donc définies implicitement à travers ces mécanismes fondamentaux applicables à toutes les sociétés.

N.B.: Observations relatives à la terminologie :

- l'adjectif « social » signifie ici « de la société », notamment dans les expressions suivantes : capital social, parts sociales, statuts sociaux, dénomination sociale, mandataires sociaux (les gestionnaires)...

- on ne peut parler d'« actionnaire » que dans les SA, SCA et SAS ; dans tous les autres cas, on doit employer le terme « associé », ou « sociétaire » dans les sociétés coopératives et mutualistes, soumises à des règles particulières.

Les actions sont négociables, sur un marché réglementé ou de gré à gré, alors que les parts sociales sont simplement « cessibles », selon des modalités fixées par la loi (Code Civil ou de Commerce) et/ou les statuts sociaux, en fonction du type de société choisi. Cela entraîne deux conséquences :

- sur le plan terminologique, tout actionnaire est un associé, et toute action est une part sociale, mais la réciproque est fautive ;
- sur le plan juridique, seules des SA et des SCA peuvent être cotées en Bourse, mais non les SAS, qui ne peuvent faire appel public à l'épargne ⁽¹²¹⁾.

Les SA et SCA ne peuvent faire publiquement appel à l'épargne qu'à la condition d'avoir un capital social minimal de 225 000 €, contre 37 000 € dans l'autre cas. Les modalités d'émission de VM par les SA et les SCA sont régies par les articles L 228-1 à L 228-97 du Code de Commerce, en ce qui concerne le fonctionnement interne de ces sociétés.

Bien que les obligations soient, à la différence des actions, de simples titres de créance et non des titres de propriété, le CMF distingue l'obligation du titre de créance négociable:

CMF, article L 213-1 : « Les titres de créances négociables sont des titres émis au gré de l'émetteur, négociables sur un marché réglementé ou de gré à gré, qui représentent chacun un droit de créance pour une durée déterminée. »

CMF, article L 213-5 : « Les obligations sont des titres négociables qui, dans une même émission, confèrent les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale » ;

Les titres de créance négociables qui ne sont pas des obligations sont:

¹²⁰ C. Civ., articles 1843-2, 1844 et 1844-1.

¹²¹ C. Com., article L 227-2.

- les « titres émis par l'Etat » (emprunts d'Etat et bons du Trésor) (CMF, articles L 213-22 à L 213-31) ; les « emprunts d'Etat » correspondent aux « obligations assimilables du Trésor » (OAT), qui dérogent à la définition générale de l'obligation sur le point reflété par l'expression « dans une même émission » ;
- les titres participatifs ⁽¹²²⁾.

Le couple action-obligation a fait l'objet d'une évolution impressionnante par sa diversité, soit par une diversification au sein de la catégorie « action » ou « obligation », soit par la création de passerelles entre les deux types de VM .

Les différentes catégories d'actions et VM assimilées sont énumérées par le Code de Commerce (code pilote), et rappelées par le CMF (code suiveur) :

- actions en numéraire et actions d'apport ⁽¹²³⁾ ;
- actions à forme nominative obligatoire ⁽¹²⁴⁾ ;
- actions à dividende prioritaire, en voie d'extinction ⁽¹²⁵⁾ ;
- « titres émis en représentation d'une quotité de capital » ⁽¹²⁶⁾ ;
- certificats d'investissement et certificats de droit de vote, en voie d'extinction ⁽¹²⁷⁾.

Même observation pour les différentes catégories d'obligations :

- obligations avec bons de souscription d'actions ⁽¹²⁸⁾ ;
- obligations convertibles en actions ⁽¹²⁹⁾ ;
- obligations échangeables contre des actions ⁽¹³⁰⁾.

3.1.1.2. Les organismes de placement collectif de valeurs mobilières (OPCVM), et autres formules d'épargne collective

L'article L 214-1 du CMF énumère à un niveau général les **organismes de placement en commun**, dont les **OPCVM** et les organismes de placement collectif dans l'immobilier (OPCI), qui constituent une extension des mécanismes des OPCVM à l'immobilier. Ils comprennent aussi les **organismes de titrisation**, les **sociétés civiles de placement immobilier (SCPI)**, les **sociétés d'épargne forestière** et les **sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF)**.

La rétrospective historique de l'Annexe II montre que les SCPI puis les OPCVM sont apparus pour satisfaire les besoins diversifiés des épargnants (ménages et entreprises). Les SCPI ont fait l'objet d'une intervention législative en 1970 en vue de la protection de ceux-ci, suite à divers scandales : en tant que sociétés civiles, elles sont soumises au régime de la responsabilité indéfinie des porteurs de parts sociales qui sont les investisseurs. Ces parts de SCPI représentent une quote-part de patrimoines immobiliers (professionnels ou non) générant des revenus locatifs qui alimentent les dividendes de la société. Même si elles peuvent générer des plus-values intéressantes pour les investisseurs, elles souffrent du

¹²² CMF, articles L 213-32 à L 213-35, D 213-26 à R 213-29 (mode suiveur).

¹²³ CMF, article L 212-1 (mode suiveur) ; C. Com., article L 228-7 (mode pilote).

¹²⁴ CMF, articles L 212-2 à L 212-4 (mode suiveur) ; C. Com., article L 228-9 (mode pilote).

¹²⁵ CMF, articles L 212-6 à L 212-6-4, R 212-2 (mode suiveur) ; C. Com., articles L 228-111 à L 228-20 (mode pilote)

¹²⁶ CMF, articles L 212-10 & R 212-14 (mode suiveur) ; C. Com., L 228-91 à L 228-97 (mode pilote)

¹²⁷ CMF, articles L 212-11 & L 212-12, R 212-3 ; C. Com., articles L 228-30 à L 228-35 (mode pilote).

¹²⁸ CMF, article L 212-7 (mode suiveur) ; C. Com., articles L 225-150 à L 225-158 (mode pilote).

¹²⁹ CMF, article L 212-8 (mode suiveur) ; C. Com., articles L 225-161 à L 225-167 (mode pilote).

¹³⁰ CMF, article L 212-9 (mode suiveur) ; C. Com., articles L 225-168 à L 225-176 (mode pilote).

problème de la « liquidité » : leur forme juridique leur interdit en effet d'être cotées sur un marché réglementé, et les revendeurs de parts de SCPI doivent trouver acquéreur sur un marché de gré à gré, organisé par la « société de gestion » de la SCPI. Cette société de gestion est une SA ou une SNC dont au moins un associé est une SA, et doit être agréée par l'AMF, qui de ce fait, contrôle indirectement l'activité des SCPI et des sociétés d'épargne forestière, qui suivent un régime proche ⁽¹³¹⁾ ; ce sont ses actions (ou parts) qui sont cotées, et non les parts de la SCPI.

Ces deux inconvénients (déficit de liquidité et montage juridique complexe), qui s'ajoutent à la responsabilité indéfinie des porteurs de parts en cas de faillite, sont à l'origine de la volonté du législateur de mettre en extinction les SCPI au profit des OPCI ⁽¹³²⁾. Cependant, une SCPI doit avoir au moins 95% de son actif dans l'immobilier, mais cette proportion minimale tombe à 65% pour un OPCI, ce qui implique que jusqu'à 35% de son capital peut être tributaire des aléas des marchés financiers ; de ce fait, les SCPI semblent bien vivaces et restent attractives malgré leurs défauts ⁽¹³³⁾.

Les sociétés d'épargne forestière, créées par la loi d'orientation sur la forêt du 9 juillet 2001 ⁽¹³⁴⁾, sont assimilées aux SCPI, à l'exception de quelques mécanismes secondaires ⁽¹³⁵⁾ ; elles sont donc dotées elles aussi une « société de gestion » soumise au contrôle de l'AMF (cf. ci-dessus). Au moins 60% de leur actif doit être constitué de biens immobiliers forestiers.

Les OPCVM relèvent en général d'un agrément attribué par l'AMF au titre de la directive 2009/65/CE ⁽¹³⁶⁾. Ils se subdivisent en deux grandes catégories : les **Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV)**, et les **Fonds Communs de Placements (FCP)**. De façon homothétique, les OPCI se divisent en deux grandes catégories : les **sociétés de placement à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICV)**, qui sont en quelque sorte des SICAV immobilières, et les **fonds de placement immobilier (FPI)**, qui sont l'équivalent des FCP en matière immobilière. Le mécanisme du capital variable des SICAV et SPPICV présente pour l'investisseur l'avantage de lui permettre le remboursement des ses actions lorsqu'il quitte la société, contrairement au mécanisme du capital fixe (SICAF), qui implique pour lui de trouver un acheteur de gré à gré ou sur un marché financier si la SICAF y est cotée ⁽¹³⁷⁾.

Les SICAV sont les OPCVM les plus usités ; elles prennent la forme de la SA ou de la SAS, avec un certain nombre de règles dérogeant à celles du Code de Commerce ⁽¹³⁸⁾. Elles peuvent aussi être utilisées pour développer l'actionnariat salarié ⁽¹³⁹⁾. Leur capital social initial est au minimum de 300000 d'€, tout comme celui d'un FCP ⁽¹⁴⁰⁾.

¹³¹ CMF, articles L 214-67 et L 214-84.

¹³² CMF, articles L 214-89 à L 214-146, R 214-160 à R 214-222. L'ordonnance n° 2005-1278 du 13 octobre 2005 instituant les OPCI prévoit que, dans un délai de 5 ans à compter de l'homologation du règlement général de l'AMF les concernant, les SCPI existantes doivent soumettre à leur Assemblée générale la possibilité de se placer sous le régime des OPCI, et on ne peut plus créer de nouvelles SCPI ni augmenter leur capital depuis le 31 décembre 2009.

¹³³ CMF, articles L 214-50 à L 214-88, R 214-116 à R 214-143-1.

¹³⁴ CMF, articles L 214-85 à L 214-88, R 214-144 à R 214-159.

¹³⁵ CMF, article L 214-86.

¹³⁶ CMF, article L 214-2 & L 214-3, R 214-2 à D 214-31-2. Les autres OPCVM sont régis par les articles L 214-24 à L 214-24-26, D 214-1, R 214-32 à R 214-34 du même code.

¹³⁷ CMF, articles L 214-147 à L 214-159, R 214-223 à D 214-240.

¹³⁸ CMF, articles L 214-7 à L 214-7-4.

¹³⁹ CMF, articles L 214-40-1, R 214-57 & D 214-58.

¹⁴⁰ CMF, articles D 214-20 à R 214-20-2.

A la différence des SICAV, des SCPI et des SPPICV, qui sont des sociétés et ont donc la personnalité juridique, les FCP et FPI sont des copropriétés de VM et ne sont pas des personnes morales ; ils font cependant l'objet de divisions en « parts » (tout court !), qui ont le statut de VM ⁽¹⁴¹⁾. Les professionnels parlent donc de « portefeuille » (de VM) pour les FCP comme pour les SICAV. Ces deux catégories d'OPCVM sont régies par des dispositions communes ⁽¹⁴²⁾, les SICAV étant régies de façon spécifique par les articles L 214-15 à L 214-19, et les FCP par les articles L 214-20 à L 214-32 du même Code. Les OPCVM sont gérés par une « société de gestion », à finalité exclusive, qui est soumise à l'agrément et au contrôle de l'AMF au même titre que les sociétés de gestion de portefeuille en général ⁽¹⁴³⁾. Les FCP sont représentés vis-à-vis des tiers par leur société de gestion, qui est responsable envers eux pour tout préjudice ⁽¹⁴⁴⁾ ; ils se décomposent en plusieurs catégories :

- FCP à risques ⁽¹⁴⁵⁾ : ce sont des outils de « capital-risque », impliquant de forts aléas en matière de plus-value et de moins-value ; ils comportent une variante dite « FCP à risque contractuel », qui investissent en titres participatifs ou en titres de capital de sociétés non cotées sur un marché financier, y compris des SARL, ou encore en instruments financiers à terme ⁽¹⁴⁶⁾ ;
- FCP dans l'innovation ⁽¹⁴⁷⁾ : il s'agit d'un outil de financement de l'innovation, assez proche du FCP à risques, le risque étant ici de nature technologique ou industrielle ;
- Fonds d'investissement de proximité, qui sont des FCP à risque doublés d'une implantation géographique particulière ⁽¹⁴⁸⁾ ;
- Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme ⁽¹⁴⁹⁾ : il s'agit de placements quasiment clandestins (interdiction de la publicité et du démarchage à leur sujet), eu égard aux risques importants encourus sur les marchés à terme.

A cela il convient d'ajouter les FPI issus de la transformation progressive des SCPI en OPCI.

Cependant, si les OPCVM ont été conçus pour le grand public des investisseurs (ménages et entreprises), certains sont réservés à un public restreint, soit par hypothèse (épargne salariale), soit parce qu'ils représentent un niveau de risques particulièrement élevé pour l'investisseur. **L'épargne salariale** permet d'améliorer à terme les revenus des salariés des entreprises tout en améliorant entre-temps la trésorerie de celles-ci. Les OPCVM d'épargne salariale sont les SICAV d'actionnariat salarié ⁽¹⁵⁰⁾ et les FCP d'entreprise ⁽¹⁵¹⁾, qui sont des outils de gestion de l'épargne des salariés dans l'entreprise, au titre de l'intéressement, de la participation ou du plan d'épargne d'entreprise ⁽¹⁵²⁾, mais aussi au titre de l'émission et de l'achat en Bourse d'actions réservées aux salariés ⁽¹⁵³⁾. Les OPCVM « réservés à certains investisseurs » se divisent en deux catégories :

¹⁴¹ CMF, article L 211-2.

¹⁴² CMF, articles L 214-1 à L 214-14, R 214-1 à R 214-19.

¹⁴³ CMF, articles L 214-25 alinéas 1 & 2, et L 532-9.

¹⁴⁴ CMF, articles L 214-25 alinéa 3 et L 214-28.

¹⁴⁵ CMF, articles L 214-36 à L 214-38, R 214-38 à R 214-50.

¹⁴⁶ CMF, articles L 214-38-1 & L 214-38-2.

¹⁴⁷ CMF, articles L 214-41, R 214-59 à R 214-74.

¹⁴⁸ CMF, articles L 214-41-1, R 214-75 à R 214-89.

¹⁴⁹ CMF, articles L 214-42, R 214-90 & D 214-91.

¹⁵⁰ CMF, articles L 214-41, R 214-89 à R 214-89-2 (dispositions communes avec les FCP d'entreprise), R 214-91 à D 214-91-1.

¹⁵¹ CMF, articles L 214-39 & L 214-40, R 214-90 à D 214-90-2. Cf. note précédente (dispositions communes avec les SICAV).

¹⁵² C. Trav., articles L 3311-1 à L 3335-1.

¹⁵³ C. Com., articles L 225-187 à L 225-197.

- ceux qui sont agréés par l'AMF et réservés aux « investisseurs qualifiés » au sens des articles L 411-2-II, alinéa 3, D 411-1 et D 411-2 du CMF, mais qui peuvent être ouverts au grand public en fonction du règlement général de l'AMF ⁽¹⁵⁴⁾ ;
- ceux qui sont simplement déclarés à l'AMF ⁽¹⁵⁵⁾.

Les OPCVM sont soumis à des règles communes ⁽¹⁵⁶⁾, sous réserve d'une procédure allégée lorsque le montant initialement investi est inférieur à un seuil fixé par un règlement de l'AMF, ainsi que dans le cas des OPCVM « contractuels » ⁽¹⁵⁷⁾.

La pratique professionnelle a amené une diversification des types d'OPCVM, qui ont été un moment répertoriés par le CMF. En 2012, seuls ont survécu les OPCVM « à compartiments » ⁽¹⁵⁸⁾ : chaque compartiment donne lieu à l'émission d'une catégorie d'actions ou de parts représentative des actifs de l'OPCVM qui lui sont attribués.

3.1.2. Les organismes de titrisation, au coeur du risque systémique

D'un point de vue technique, la **titrisation** consiste pour les PSI à jouer sur le caractère patrimonial et mobilier des créances (ou des dettes, ce qui revient au même) pour les dissocier les unes des autres (par rapport à un même débiteur, ou à un même créancier), et en assurer la mobilité d'un patrimoine à l'autre grâce aux marchés financiers ; ainsi il est possible soit de concentrer le risque de non paiement en rassemblant des créances douteuses afin de les séparer des créances sûres, soit au contraire de le diluer en mélangeant celles-ci à celles-là. Ce serait cette dernière technique qui est à l'origine, au moins partielle, de la crise internationale des marchés financiers ayant débuté en septembre/octobre 2008 et qui s'est poursuivie en 2009, après avoir démarré comme crise du crédit immobilier hypothécaire aux Etats-Unis. Des « produits financiers » offerts étaient « toxiques » tout en étant présentés comme sûrs par l'offreur et par une agence de notation aveugle ou complaisante, et ceci dans des proportions gigantesques ; on connaît la suite... Jean de MAILLARD propose l'adoption du concept de « criminalité systémique » pour caractériser cette fraude à grande échelle et dévastatrice dont l'épicentre se situe clairement aux Etats-Unis, mais dont les complices actifs sont à rechercher parmi les « établissements financiers » ⁽¹⁶⁰⁾ en général, aussi bien européens et français, entre autres :

« Bien qu'elle n'ait pas encore reçue de véritable consécration théorique ni opérationnelle, la formule « criminalité systémique » serait donc certainement une expression mieux appropriée que « criminalité organisée » pour décrire les sortes de criminalité intervenant dans le domaine économique et financier. (...) Si la notion de criminalité systémique est plus appropriée que celle de criminalité organisée, c'est parce qu'elle ne met pas l'accent sur l'origine et la forme de la structure criminelle, mais sur sa seule modalité d'organisation en lien avec les marchés et sur sa fonction d'intermédiaire légitime entre l'économie légale et l'économie illégale » ⁽¹⁶¹⁾.

¹⁵⁴ CMF, articles L 214-33 à L 214-34, D 214-81 à R 214-86.

¹⁵⁵ CMF, articles L 214-35 à L 214-38-2, R 214-86-1 à R 214-88-1 (OPCVM dits contractuels, FCP à risques dits contractuels et FCP à procédure allégée).

¹⁵⁶ CMF, articles L 214-1 à L 214-14, R 214-1 à R 214-19.

¹⁵⁷ CMF, articles L 214-35-2 à L 214-35-6.

¹⁵⁸ CMF, articles L 214-5 & R 214-2.

¹⁶⁰ Au sens de l'article 2 du règlement (UE) n° 1092/2010 instituant le CERS, soit les entreprises de la « bancassurance » en général, qu'ils aient ou non le statut de PSI.

¹⁶¹ J. de MAILLARD, *op. cit.*, p. 244-245.

De façon significative, ce sont les textes applicables en Droit communautaire/de l'UE qui définissent la titrisation, de façon complexe et différenciée (cf. Annexe III), ce qui reflète bien la dérive systémique et son éventuelle qualification « criminelle » que le mécanisme implique. Le CMF ne définit pas directement la titrisation, mais son article L 214-42-1 en donne une définition indirecte en définissant l'objet des « organismes de titrisation » :

« Les organismes de titrisation ont pour objet :

- d'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ;
- d'autre part, d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources.

Ils prennent la forme soit de fonds communs de titrisation, soit de sociétés de titrisation. »

L'examen synthétique de ces définitions directes et indirectes de la titrisation fait apparaître d'emblée la dimension à haut risque de l'activité de ces organismes sur les marchés financiers, en raison de la combinaison mathématique de deux risques : d'une part le risque lié aux créances douteuses en général, d'autre part celui qui est lié au financement ou à la couverture de ces risques, en observant que le risque assurantiel et le risque relatif aux marchés à terme sont présents dans les deux composantes du risque global, au moins potentiellement.

Les organismes de titrisation classiques et simples sont les **fonds communs de créances (FCC)** ⁽¹⁶²⁾, qui permettent de procéder à la titrisation de dettes qui affectent le passif de certaines entreprises, de façon indésirable dans l'optique de l'analyse financière : les créances étant des droits personnels à caractère mobilier, elles peuvent être cédées au FCC par une entreprise ayant la forme d'une société ⁽¹⁶³⁾. Les FCC se sont élargis à la catégorie plus diversifiée des « organismes de titrisation » suite à l'adoption de l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005/68/CE du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des FCC, mais les FCC antérieurement créés peuvent continuer à fonctionner sur le fondement de la législation antérieure. Les organismes de titrisation sont la **société de titrisation** est le **fonds commun de titrisation (FCT)**, mais cela ne vaut que pour le risque bancaire. En ce qui concerne le risque assurantiel, l'article L 310-1-2 du Code des Assurances définit le « **véhicule de titrisation** » comme « une entité juridique, dotée ou non de la personnalité morale, autre qu'un organisme d'assurance ou de réassurance, qui supporte des risques d'assurance qui lui sont cédés par un organisme d'assurance ou de réassurance et qui finance en totalité l'exposition à ces risques par l'émission de parts, d'actions, de titres de créances ou par un autre mécanisme de financement, dont les droits à remboursement sont subordonnés aux engagements de ce véhicule envers l'organisme lui ayant transféré des risques. » Dans la construction du CMF, on distingue donc :

- les sociétés de titrisation ⁽¹⁶⁴⁾, qui prennent la forme de la SA ou de la SAS, mais ne sont pas soumises à la législation du Code de Commerce, indice supplémentaire de leur participation à la dérive systémique ;
- les FCT ⁽¹⁶⁵⁾ ;

¹⁶² CMF, articles L 214-43 à L 214-49, R 214-92 à R 214-115.

¹⁶³ Terminologie du Droit Civil : l'entreprise qui cède la créance au FCC est le « cédant », le FCC est le « cessionnaire ». Les mêmes termes sont applicables à la cession de parts sociales, pour les sociétés autres que les sociétés par actions, qui ne peuvent être cotées sur les marchés financiers.

¹⁶⁴ CMF, articles L 214-49 à L 214-49-3.

¹⁶⁵ CMF, articles L 214-49-4 à L 214-49-10, R 214-107 à R 214-109.

- les organismes de titrisation ou compartiments d'organismes de titrisation (sociétés ou FCT) supportant des risques d'assurance ⁽¹⁶⁶⁾ ;
- les FCC constitués avant la date de la publication de l'ordonnance n° 2008-556 ⁽¹⁶⁷⁾.

Le parallélisme entre OPCVM et organismes de titrisation est certain :

- l'alternative sociétés de titrisation/FCT reflète l'alternative SICAV/FCP ;
- comme les FCP et les FCC classiques, les FCT peuvent émettre des parts nouvelles en sus de leurs parts initiales, des titres de créance négociables et des obligations, ou avoir recours à des instruments financiers à terme, si leurs statuts le prévoient ;
- possibilité pour l'organisme dans les deux fois deux cas d'avoir des « compartiments », qui ont pour effet d'étanchéifier les risques entre eux ;
- présence obligatoire d'une société de gestion de portefeuille relevant de l'article L 532-9 du CMF avec cependant comme alternative la société de gestion d'un FCC créé antérieurement à l'entrée en vigueur de l'ordonnance n° 2008-556 : cette société de gestion doit présenter à l'approbation de l'AMF un programme d'activité spécifique dans les conditions prévues par le règlement général de celle-ci, lorsque les statuts de l'organisme prévoient le recours à des instruments financiers à terme ou la cession de créances non échues ou déchues du terme ⁽¹⁶⁸⁾ ; ces opérations peuvent être menées par une autre société de gestion de portefeuille, sous sa responsabilité.

La trésorerie des organismes de titrisation et leurs créances sont conservées par un dépositaire unique, qui est un EC désigné par les statuts de la société, mais les créances peuvent être conservées par le cédant ou une entité chargée de leur recouvrement, dans des conditions fixées par un décret à paraître. Ce dépositaire doit s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion de l'organisme de titrisation, selon des modalités fixées par le règlement général de l'AMF. S'il s'agit d'une société de titrisation, le dépositaire doit être distinct de celle-ci, et, s'il s'agit d'un FCT, il est à l'origine de la création de celui-ci conjointement avec la société de gestion.

3.1.3. Les « instruments financiers »

La notion d'instrument financier provient de la directive 93/42/CEE du 10 mai 1993 sur les services d'investissement (dite « DSI »), transposée par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 sur la modernisation des activités financières (dite « loi MAF »). Cette définition résulte « d'un subtil compromis entre les deux chambres » du Parlement ⁽¹⁶⁹⁾,

CMF, article L 211-1 :

« I.-Les instruments financiers comprennent :

1. Les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou par tradition ;
2. Les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;

¹⁶⁶ CMF, articles L 214-49-11 à L 214-49-13.

¹⁶⁷ CMF, articles L 214-49-14, D 214-110 à R 214-114.

¹⁶⁸ Ces concepts proviennent du Code Civil : un créance est normalement exigible (obligation de paiement) lorsqu'elle est « échue » (substantif « échéance »), c'est-à-dire lorsqu'on est parvenue à une certaine date, appelée « terme » ; il y a « déchéance du terme » lorsque, suite à un mécanisme législatif particulier qui le prévoit, une créance devient exigible alors qu'elle n'est pas échue, ce qui revient en pratique à avancer le terme.

¹⁶⁹ H. de VAUPLANE & J.-P. BORNET, *op. cit.*, § 36.

3. Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ;
 4. Les instruments financiers à terme figurant sur une liste fixée par décret;
 5. Et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, ainsi que les droits représentatifs d'un placement financier dans une entité, émis sur le fondement de droits étrangers.
- II.- Les instruments financiers mentionnés aux 1 à 3 du I ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds de placement immobilier ou un fonds commun de créances. »

L'ordonnance de 2007 transposant la DSI2 a choisi de renvoyer à un décret l'énumération des instruments financiers à terme, ce qui marque bien leur caractère évolutif et sujet à innovation, cette énumération demeurant non limitative :

CMF, article D 211-1-A :

I. Les instruments financiers à terme mentionnés au 4 du I de l'article L 211-1 sont :

1. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêts, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ;
2. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autres incidents conduisant à la résiliation ;
3. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation;
4. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatifs à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs au 3, et non destinés à des fins commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont compensés et réglés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou font l'objet d'appels de couvertures périodiques;
5. Les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit;
6. Les contrats financiers avec paiement d'un différentiel ;
7. Les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des variables climatiques, à des tarifs de fret, à des autorisations d'émission ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident amenant la résiliation ;
8. Tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, non mentionnés par ailleurs aux 1 à 7 ci-dessus, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, est compensé et réglé par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou fait l'objet d'appels de couverture périodiques.

II Pour l'application de l'article L 431-7, sont également des instruments financiers à terme les contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échanges et tous autres contrats à terme sur marchandises ou autorisations d'émissions autres que ceux mentionnés au I, à condition qu'ils fassent l'objet, en suite de négociation, d'un enregistrement par une chambre de compensation reconnue ou d'appels de couvertures périodiques

Cette définition peut être résumée de la façon suivante : les instruments financiers englobent les VM traditionnelles et récentes, plus tout ce qui existe et qui peut être créé en matière de marchés à terme. La partie III de cet article montre que l'absence de personnalité morale pour les FCP et les FCC n'a pas d'incidence véritable sur le plan pratique : ces « non-personnes » peuvent émettre des instruments financiers, tout comme l'Etat ou une société, et les instruments financiers de ces non-personnes peuvent eux-mêmes émettre des instruments financiers ⁽¹⁷⁰⁾, etc . Cet « effet de levier » potentiellement infini propre au mécanisme d'émission des instruments financiers constitue au minimum un facteur d'aggravation de la dérive systémique lié au mécanisme de la titrisation, et au maximum un moyen opérationnel de « criminalité systémique » au sens de J. de MAILLARD.

¹⁷⁰ Interprétation *a contrario* du II de l'article L 311-1 du CMF.

On observe que la définition des instruments financiers à terme portée par la section C de l'Annexe I de la DSI2 est beaucoup plus prolixue sur les instruments financiers à terme.

Enfin, l'article L 432-20 du CMF dispose que les instruments financiers à terme échappent aux dispositions de l'article 1985 du Code Civil de 1804 :

« La loi n'accorde aucune action pour une dette du jeu ou pour le paiement d'un pari ».

Cela signifie que si le jeu (d'argent) et le pari ne sont pas illicites, ils sont entachés d'une certaine immoralité qui prive le gagnant de toute action en justice en cas d'inexécution du perdant ; l'application de ce mécanisme aux marchés à terme, qui constituent bien un jeu ou un pari sur certaines valeurs (prix de marchandises, indices, taux de change ou d'intérêt...), rendraient leur fonctionnement précaire et impossible, les perdants pouvant toujours refuser de payer... Le changement est ancien : l'exception à ce mécanisme général remonte à une loi de 1885 sur les marchés à terme de marchandises, avec extension aux valeurs mobilières et aux taux d'intérêt en 1985. Cette loi de 1885 dépénalise les marchés à terme : les articles 421 et 422 du Code Pénal napoléonien de 1810, reprenant des arrêts du Conseil du Roi de 1785 et 1785 ainsi que des lois de la période révolutionnaire, interdisent et sanctionnent « les paris qui auront été fait sur la hausse ou la baisse des effets publics » ; les commentateurs autorisés de la fin du XIX^{ème} siècle laissent entendre que ces deux articles du Code Pénal de l'époque « n'ont reçu qu'une rare application », pour diverses raisons ⁽¹⁷¹⁾.

Les OPCVM peuvent conclure des contrats constituant des instruments financiers à terme dans certaines limites et sous certaines conditions ⁽¹⁷²⁾.

L'article L 211-1-I du CMF consacre l'égalité de principe entre les instruments financiers émis en France, dans l'EEE et ailleurs, pour une catégorie donnée.

Les articles 24 à 28 de la loi de régulation bancaire et financière de 2010 ont modifié le CMF afin de mieux « encadrer les produits dérivés et les ventes à découvert ». Celles-ci sont en principe interdites, mais avec un aménagement et des possibilités de dérogation ⁽¹⁷³⁾. Par ailleurs, une faille juridique a été comblée en matière de pratique d'« opération d'initié » ou une manipulation de cours ou une diffusion de fausses informations susceptible d'être sanctionnée par l'AMF : cela ne pouvait être retenu si cette pratique mettait en jeu un « instrument financier lié à un ou plusieurs instruments financiers » mentionnés à l'article L 421-1-II du CMF, mais ce montage ne permet plus d'échapper aux sanctions disciplinaires ⁽¹⁷⁴⁾. De même, l'obligation de déclaration d'opérations suspectes portée par l'article L 621-17-2 du CMF est désormais étendue à celles se déroulant sur un MTF (système multilatéral de négociation) « qui se soumet aux dispositions législatives et réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ».

¹⁷¹ Joseph-Edouard BOITARD & Faustin HELIE : Leçons de Droit criminel, Cotillon & Fils, 1872, § 473 (cf. Annexe IV).

¹⁷² CMF, articles L 214-7, R 214-13 à R 214-15.

¹⁷³ CMF, article L 211-17-1.

¹⁷⁴ CMF, article L 621-15-II.

CONCLUSION

Le combat entre le boulet des entreprises régulées et la cuirasse des instances régulatrices (ou l'inverse...) se poursuit, mais l'apparition et la prise en charge du « risque systémique » impliquant la combinaison d'une surveillance microprudentielle et macroprudentielle le rend plus complexe et plus difficile à analyser. La question de la régulation des marchés financiers aura sans doute contribué, toutes choses égales par ailleurs, à faire progresser l'intégration européenne, dans un contexte aigu de risque systémique maximal. Les développements les plus récents montrent une volonté de la part de l'Union européenne de reprise en main de marchés sur lesquels les dérives sont allées beaucoup trop loin. Mais une régulation réellement organisée à l'échelle mondiale paraît encore très improbable.

ANNEXE I : Considérants (1) à (10) du règlement (UE) instituant l'AEMF

ANNEXE II**GRANDES ETAPES DE L'EVOLUTION
DU DROIT FRANÇAIS & COMMUNAUTAIRE DES MARCHES FINANCIERS**

1967

Création de la COB

1970

Loi instituant les SCPI

1979

Institution des OPCVM (SICAV & FCP)

1981-1983

Dématérialisation des titres

1984

« Loi bancaire » instituant le concept d'EC et la base de la classification actuelle
Institution du Comité des Etablissements de Crédit (CEC), du CRBF et du CNCT

1985

Création du Marché à terme des Instruments Financiers (MATIF)

Création d'instruments de trésorerie fongibles et négociables

Directive 85/611/CEE sur les OPCVM

1987

Création du Conseil des Marchés à Terme (CMT) : marchandises + MATIF

Extension du contrôle de la COB aux marchés à terme

1988

Réforme boursière

Transformation des « agents de change » en « sociétés de bourse »

Création du Conseil des Bourses de Valeur (CBV)

et de la Société des Bourses Françaises (SBF)

1989

Elargissement des pouvoirs de la COB

1993

Directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 (DSI)

1996

« Loi MAF » transposant la DSI de 1993 : concepts basiques d'IF et de PSI

CMF = CBV + CMT

SBF = Entreprises de marché

Sociétés de Bourse = EI

PSI = EC + EI

Transformation du CEC en CECEI

1999

Création du Collège des autorités de contrôle du secteur financier
Décloisonnement de l'information circulant entre les autorités

2000

Adoption du Code Monétaire & Financier (partie législative)

2003

Directive 2003/71/CE (prospectus d'offre de VM au public)
Loi de sécurité financière (AMF = COB + CMF)
Suppression du CRBF et du CNCT, remplacés par deux organismes consultatifs

2004

Directive 2004/39/CE remplaçant la directive 93/22/CEE (DSI2/MiFID)
Institutionnalisation des systèmes de négociations multilatéraux (MTF)
Directive 2004/109/CE (transparence de l'information sur émetteurs de VM)

2005

Adoption de la partie réglementaire du Code Monétaire et Financier
Ordonnance instituant les OPCV pour remplacer progressivement les SCPI

2007

Décret d'application sur les OPCV
Ordonnance de transposition de la DSI2

2008

Ordonnance de transposition de la directive 2005/68/CE (titrisation)

2009

Directive 2009/65/CE de refonte des OPCVM
Règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit

2010

Ordonnance instituant l'ACP (= Commission Bancaire + ACAM + CECEI + CEA)
Loi de régulation bancaire et financière instituant le CRFS, accroissant les pouvoirs de
l'AMF et limitant certains excès sur les marchés financiers
Règlements (UE) et directive du paquet « risque systémique »
(Autorités européennes de surveillance : ABE , AEAPP et AEMF)

2011

Ordonnance et décrets de transposition de la directive 2009/65/CE (OPCVM)
Directive 2011/61/UE sur les « fonds d'investissement alternatifs »

2012

Adoption des règlements (UE) 236/2012 et 648/2012 en vue de la régulation de certaines
pratiques et de certains contrats sur les marchés financiers

ANNEXE III:

DEFINITIONS DE LA TITRISATION

1) La définition la plus générale de la titrisation semble fournie par l'article 1er du règlement (CE) n° 25/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 concernant le bilan du secteur des institutions financières monétaires (BCE/2008/12), qui procède à la refonte d'un règlement antérieur de 2001 :

« titrisation » : une opération qui est soit:

- a) une titrisation classique, telle que ce terme est défini à l'article 4 de la directive 2006/48/CE ;
- b) une titrisation, telle que ce terme est défini à l'article 1er du règlement (CE) n° 24/2009 (BCE/2008/30), qui implique la cession des crédits titrisés à une société-écran.

2) Cette dernière définition de la titrisation est la suivante :

« une opération par laquelle, ou un montage par lequel, un actif ou un panier d'actifs est cédé à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci, et/ou le risque de crédit lié à un actif ou à un panier d'actifs, ou une partie de celui-ci, est transféré aux investisseurs qui acquièrent les titres, les parts de fonds de titrisation, les autres titres de créances et/ou les produits financiers dérivés émis par une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci ; et dans le cadre de laquelle :

a) en cas de transfert du risque de crédit, celui-ci est réalisé par :

- le transfert économique des actifs titrisés à une entité distincte de l'initiateur qui a été créée en vue de la titrisation ou est utilisée aux fins de celle-ci. Cela suppose le transfert par l'initiateur de la propriété des actifs titrisés ou une sous-participation, ou
- le recours à des dérivés de crédit, à des garanties ou à tout mécanisme similaire

et

b) en cas d'émission de tels titres, parts de fonds de titrisation, titres de créance et/ou produits financiers dérivés, ceux-ci ne représentent pas les obligations de paiement de l'initiateur. »

3) Définition de la titrisation apportée par l'article 4 de la directive 2006/48/CE du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit :

« une opération par laquelle, ou un montage par lequel, le risque de crédit associé à une exposition ou à un ensemble d'expositions est subdivisé en tranches, et qui présente les caractéristiques suivantes :

a) les paiements effectués dans le cadre de l'opération ou du montage dépendent de la performance de l'exposition ou de l'ensemble d'expositions

et

b) la subordination des tranches détermine la répartition des pertes pendant la durée de l'opération ou du montage. »

On ne résistera pas au plaisir de fournir 3 définitions de concepts périphériques apportées par cette même disposition :

- « titrisation classique » : « une titrisation impliquant le transfert économique des expositions titrisées à une entité de titrisation, qui émet des titres. Ceci suppose le transfert de la propriété des expositions titrisées par l'établissement de crédit initiateur ou une sous-participation. Les titres émis ne représentent pas d'obligations de paiement pour l'établissement de crédit initiateur. »

- « titrisation synthétique : « une titrisation où la subdivision en tranches est réalisée via l'utilisation de dérivés de crédit ou de garanties et où l'ensemble des expositions n'est pas sorti du bilan de l'établissement de crédit initiateur. »
- « entité de titrisation » : « une fiducie ou autre entité, autre qu'un établissement de crédit, qui est organisé de façon à réaliser une ou plusieurs titrisations, dont les activités sont limitées à la réalisation de cet objectif, dont la structure vise à isoler ces obligations de celles de l'établissement de crédit initiateur et pour laquelle ceux qui y détiennent des intérêts peuvent gager ou échanger lesdits intérêts sans restriction. »

**ANNEXE IV : RETROSPECTIVE JURIDIQUE :
LES MARCHES FINANCIERS DANS LE CODE PENAL DE 1810...**

Joseph-Edouard BOITARD & Faustin HELIE :
Leçons de Droit criminel, Cotillon & Fils, 1872

SOURCES BIBLIOGRAPHIQUES

Thierry BONNEAU : Droit bancaire (Ed. Montchrestien, 9^{ème} éd., 2011).

3^{ème} éd., Thierry BONNEAU & France DRUMMOND – Droit des marchés financiers (Economica, 2010).

Hubert de VAUPLANE & Jean-Pierre BORNET : Droit des marchés financiers (Ed. Litec, 3^{ème} éd., 2001).

Marie-Anne FRISON-ROCHE & Maurice NUSSENBAUM : Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré (Chronique RJDA 8-9/97, p. 679-683).

Alain COURET : L'annulation d'une décision de recevabilité d'une offre publique d'échange (Chronique RJDA 10/01, p. 803-809).