

## Résumé de la thèse « Marchés et instruments financiers en droit international privé »

Soucieux de poser un regard synthétique sur les règles issues du droit financier, la thèse entend renouveler la présentation des règles de la matière en les inscrivant sinon au sein de catégories bilatérales de rattachement, du moins au sein de règles de conflit unilatérales dont l'unité provient non seulement des liens entre les règles de droit interne, mais également de l'objectif commun qu'elles poursuivent. Pour ce faire, l'ouvrage suit la dialectique traditionnelle de la méthode de la règle de conflit : s'intéresser d'abord au rattachement de la loi du marché financier, avant d'étudier le domaine de celle-ci, puis le statut international des instruments qu'elle a pour objet.

**Le rattachement des infrastructures de marché.** La thèse montre tout d'abord que les marchés financiers ont toujours fait l'objet d'un rattachement à l'État, que leur sophistication avait fait naître des infrastructures spécifiques, dont la singularité était de reposer sur des gestionnaires spécialisés. Ces derniers font l'objet d'un rattachement doublement original.

En premier lieu, leur rattachement législatif par leur siège ne dicte pas seulement l'application du droit local des sociétés. Il conduit également à appliquer, d'une part, un droit dit prudentiel, dont l'objectif est la protection des tiers et qui est susceptible de constituer une catégorie de rattachement propre et, d'autre part, un droit spécial de l'insolvabilité, celui de la résolution, fondé sur un modèle universaliste de la faillite, tempéré par l'application de lois étrangères à certaines institutions. Ces observations nous ont par ailleurs conduit à estimer que l'objectif de protection des tiers ne suffisait pas à expliquer les raisons présidant au rattachement des personnes morales par le critère du siège réel, et que celui-ci se justifiait sans doute davantage par la volonté d'appliquer les règles locales d'organisation.

En second lieu, les gestionnaires d'infrastructures font également l'objet d'un rattachement administratif, qui les soumet à la tutelle d'une autorité conditionnant et surveillant l'exercice de leur activité. Ce rattachement est aujourd'hui en proie à une tension entre deux modèles, l'un décentralisé auprès de l'administration de l'État membre du siège du gestionnaire, traditionnel et encore majoritaire, l'autre, centralisé auprès d'une agence de l'Union, et applicable dès lors que le gestionnaire est soumis à un agrément bancaire. Chacun de ces modèles entraîne la compétence de l'ordre administratif de l'organe octroyant l'agrément. La particularité du modèle centralisé est néanmoins qu'il brise le parallélisme des rattachements entre autorité compétente et loi applicable,

et la thèse propose, dans ces conditions, des méthodes de coordination entre les ordres juridiques européens fondées sur certains mécanismes connus du droit international privé, à l'instar du *forum legis*. Le modèle décentralisé nécessite également une coordination entre autorités compétentes dès lors qu'un gestionnaire souhaite fournir ses services sur le territoire d'un autre État membre, que ce soit au titre du déclenchement de la procédure de notification ou de la localisation des règles de conduite. Il est apparu lors de ces recherches que les critères du droit international privé des contrats, employés ici, étaient inopérants, et que les objectifs d'intégration du marché intérieur et de protection des investisseurs de l'ensemble législatif en cause était mieux poursuivis par la notion de sollicitation.

Les rapports avec les gestionnaires de pays tiers sont simples : ceux-ci ne peuvent en principe fournir leurs services sur le territoire de l'Union sans se soumettre à la législation et à la supervision des autorités européennes. L'Union procède toutefois à l'autolimitation de sa loi dans différentes hypothèses, selon les systèmes étrangers en cause, notamment lorsque la législation et la supervision étrangères sont déclarées équivalentes à celle de l'Union. C'est ainsi que la thèse a montré que cette méthode de l'équivalence avait pour fonction la coordination des ordres juridiques afin de permettre les relations entre personnes privées, et qu'elle subissait dès lors la tension inhérente aux objectifs du droit international privé, entre coordination des ordres juridiques et préservation de l'ordre social du for : elle est susceptible d'être concurrencée ou évincée par les objectifs et les intérêts des ensembles législatifs européens dont l'équivalence est recherchée.

Ce rattachement des gestionnaires est distinct de celui des infrastructures qu'ils gèrent, ces dernières étant notamment constituées de règles de système. Il nous est apparu que ces règles étaient fondamentalement des contrats conclus entre le gestionnaire, les membres du système et le cas échéant les émetteurs, et que la loi qui leur était applicable dépendait aujourd'hui des différents types de systèmes. Ainsi, les marchés réglementés sont soumis à la loi du siège de leur gestionnaire, tandis que les autres systèmes de négociation ne font pas l'objet de règle de conflit spécifique ; celle applicable aux marchés réglementés gagnerait néanmoins à leur être appliquée par analogie. Les systèmes de paiement, de compensation et de règlement des titres sont soumis à la loi que les règles de système désignent, dans la mesure où cette loi est celle d'un État membre et d'un participant au système. Il nous est cependant apparu qu'en égard à l'importance de ces systèmes pour l'ordre juridique du gestionnaire, les règles de systèmes devraient toujours être soumises à la loi du siège de leur gestionnaire. Les rapports avec les marchés financiers d'États tiers se font quant à eux sous l'angle de la reconnaissance dans la mesure où leurs règles sont équivalentes à celles connues du

for. C'est pourquoi la thèse suggère que l'explication tenait sans doute à ce que les contrats organisation ne sont pas solubles au sein de la distinction entre règles et décisions, tout simplement parce que le développement de l'organisation contractuelle les rapproche progressivement de la notion d'ordre juridique, nécessitant une reconnaissance « en bloc ». Celui-ci doit dès lors être reconnu ou ignoré en tant que tel.

**Le domaine de la loi du marché financier.** Une fois le rattachement des marchés financiers étudié, il était possible d'observer, dans une deuxième partie, le domaine de la loi du marché financier. La thèse soutient alors que la loi du marché financier s'applique différemment selon que sont en cause les émetteurs, ou les investisseurs. En effet, dans le premier cas la loi du marché financier cherche le plus souvent à protéger les investisseurs ; son titre de compétence est alors celui reconnu à la loi du lieu de sollicitation. Dans ces conditions, cette loi n'entend pas soustraire à la loi de l'émetteur sa prééminence quant à l'émission des titres ; tout au plus impose-t-elle des prescriptions matérielles, du respect desquelles elle fait la condition de l'admission à la négociation. Elle attache toutefois des conséquences aux *negotia* représentés par les titres dès qu'ils ont une incidence sur le contrôle de l'émetteur, et peuvent dès lors affecter le fonctionnement de la société, mais également celui de l'éventuelle procédure de restructuration. Ces deux aspects, propres aux rapports de la loi du marché financier avec l'émission de titres, sont ceux où les objectifs de fonctionnement du marché s'ajoutent à ceux de la protection des investisseurs. La loi du marché financier est traditionnellement seule compétente afin de régir la commercialisation de titres étrangers sur son territoire, celle-ci ayant pour conséquence d'imposer l'établissement d'obligations d'information à la charge de l'émetteur. Nous avons défendu l'idée selon laquelle la poursuite de l'objectif de protection des investisseurs a une influence sur le régime international de ces règles : elles sont susceptibles de s'autolimiter lorsque la réglementation d'origine de la société prévoit une protection équivalente. La thèse soutient néanmoins que ces règles ne devraient pas avoir pour conséquence de limiter la compétence de l'autorité locale qui reste la mieux placée pour contrôler ces informations. De plus, les informations fournies devraient être de nature à engager la responsabilité de l'émetteur. La qualification de cette responsabilité est variable et dépendra, d'une part, de la propriété effective du titre financier en la personne du demandeur et, d'autre part, du fondement de sa demande. Si l'action en responsabilité de l'investisseur à l'encontre de l'émetteur est contractuelle, la loi applicable sera, selon les hypothèses, celle du contrat issu de l'acceptation de l'offre au public, ou du contrat d'émission, et la juridiction compétente dépendra de la présence d'une clause d'élection de for ou de la présence d'un consommateur. La thèse estime en revanche que si l'action en responsabilité est délictuelle, l'ordre juridique du lieu du délit bénéficiera d'une

compétence globale, lorsque ses résidents ont été sollicités, afin de réparer le préjudice qu'ils ont subi, c'est-à-dire l'altération effective de leur décision d'investissement.

Lorsqu'elle s'applique aux investisseurs, la loi du marché financier poursuit la finalité de bon fonctionnement de ce celui-ci. C'est en ce sens qu'il existe une *lex mercatus*, constituée des règles relatives au fonctionnement du marché financier, et soumise à la loi de la plate-forme de négociation. Cet ensemble législatif est en premier lieu fait des obligations qui pèsent sur le gestionnaire du marché et ses membres afin d'inciter à la négociation et de permettre la formation du prix ; il ne s'étend cependant pas aux contrats conclus entre les membres et leurs clients. La protection de ces derniers est en effet assurée par les règles de bonne conduite applicables au titre du statut professionnel des membres, indépendamment de leur qualité de membre. En deuxième lieu, la *lex mercatus* s'identifie à la réglementation des opérations de marché, aussi bien celles qui ont trait au contrôle de l'émetteur, c'est-à-dire le droit des franchissements de seuil et des offres publiques, que celles qui visent à éviter l'altération artificielle du prix, telles que les règles relatives au rachat d'actions par la société ou la vente à découvert. Dès lors, l'ensemble de ces règles devraient être soumises à la seule loi du marché financier, plutôt qu'à un panachage inadéquat avec la *lex societatis*. En troisième lieu, la *lex mercatus* est constituée de la prohibition des abus de marché. Ces règles, entre le fonctionnement du marché et la répression de comportements délictueux, sont soumises à la loi pénale. C'est notamment pourquoi les abus de marché se comprennent à la lumière de la compétence réelle et qu'ils devraient lui être soumis dès qu'une plate-forme française de négociation est affectée. De façon subsidiaire, la compétence réelle pourrait être employée lorsqu'une plate-forme de négociation européenne est troublée et que l'autorité française est la mieux placée pour agir, notamment dans les cas où l'Autorité des marchés financiers est récipiendaire d'informations de nature à détecter les abus de marché. Ces derniers subissent néanmoins les interférences inévitables du droit pénal international qui rendent souhaitable, dans certaines hypothèses résiduelles, d'appliquer la réglementation locale des abus de marché à des infractions commises sur des marchés étrangers afin d'éviter une éventuelle impunité des Français.

**Le statut des instruments financiers.** Le statut des instruments financiers est, à première vue, indépendant de la loi du marché financier. Celle-ci fait néanmoins sentir son influence en liant le sort des instruments aux autres infrastructures de marché, le système de règlement des titres et le système de compensation. Dans le cas des titres financiers, la thèse espère avoir montré qu'en imposant aux émetteurs de déposer leurs titres auprès d'un dépositaire central, la loi du marché financier rendait paradoxalement instable leur rattachement patrimonial. En effet, ce dernier est

aujourd'hui soumis à des critères qui ont pour effet de démultiplier les lois applicables à leur transfert. La thèse démontre que ces critères, nés sous l'empire du système de détention directe, n'étaient pas nécessaires, et étaient même manifestement nocifs, alors qu'il était possible et très souhaitable de soumettre les titres financiers à une loi unitaire, celle du siège du gestionnaire du registre ou du système de règlement des titres du dépositaire central.

Le statut des contrats financiers répond quant à lui à la dynamique propre au droit interne des contrats, entre liberté contractuelle et ordre public. Projeté dans l'ordre international, l'ordre public épouse toutefois des chemins méthodologiques différents selon les intérêts en cause. Tout d'abord, il restreint la liberté de choix de loi aux contrats véritablement internationaux, et l'évince en présence d'un consommateur. Ensuite, il intervient afin de protéger les résidents contre des contrats dont les enjeux dépassent souvent la compréhension des néophytes. L'ordre public agit en droit français non à travers l'édiction d'un régime d'incapacité, mais à travers les règles professionnelles, auxquelles sont soumis les démarcheurs et les entreprises d'investissement, et qui sont applicables indépendamment de la *lex contractus*. De plus, les contrats financiers présentent la particularité de pouvoir perturber le fonctionnement des sociétés et des marchés financiers ; les lois présidant à leur fonctionnement sont alors susceptibles, dans un esprit de réciprocité, de perturber la formation ou l'exécution de ces contrats. La thèse soutient qu'elles peindraient cependant le plus souvent à s'appliquer au contrat lui-même, et gagneraient plutôt à sanctionner les personnes qui les concluent. C'est néanmoins afin de protéger l'ordre juridique tout entier que l'ordre public est le plus intense, et justifie la soumission des contrats financiers à des règles prudentielles. Celles-ci sont applicables en fonction du siège des intervenants, et imposent l'intervention d'une chambre de compensation, dont le fonctionnement conditionne la possibilité même du choix de loi. Elles étoffent le domaine de la catégorie prudentielle esquissée lors de l'étude du statut des gestionnaires.