

Préface

Du point de vue économique, le marché est un phénomène massif et collectif, en ce qu'il met en corrélation les offres et les demandes portant sur les biens et les services. C'est pourquoi le marché est un perfectionnement de l'ordre marchand, lequel ne requiert que l'échange. De cette connexion générale résulte un prix qui vaut pour chacun des contrats, le prix de marché. Le marché financier illustre le procédé d'une façon plus pure que ne le fait le marché des biens et des services, d'une part parce que les offreurs et les demandeurs ne sont pas même en contact les uns avec les autres, le mécanisme global de compensation dénouant l'ensemble des transactions, et d'autre part parce que le prix, par la cotation, devient à la fois le même pour tous et varie à chaque instant par porosité avec le marché.

Du point de vue juridique, même dans le droit économique, l'approche du contrat est au contraire particulière, le contrat demeurant contenu dans son rapport entre des parties identifiées, la structuration des espaces économiques par des contrats n'étant généralement étudiée qu'au sein de l'entreprise ou dans les rapports de distribution, et le plus souvent dans une perspective critique. Même si la réflexion sur le droit intègre la multiplication des contrats identiques, le droit ne tire que peu de conséquences de cette standardisation, laquelle n'équivaut d'ailleurs pas à cette sorte de fusion par le marché de toutes les relations contractuelles particulières.

Certes, de l'observation de contrats analogues, dont l'accumulation fait fonctionner les marchés ou, si l'on inverse la perspective, qui sont une décomposition particulière des procédés globaux de marché, ont résulté des politiques juridiques, par exemple travers le droit du contrat d'assurance. En outre, de nouvelles désignations sont façonnées en doctrine, par exemple à travers la déjà ancienne notion de contrat d'adhésion, mais les qualifications strictement juridiques restent stables et n'excèdent pas le contour du contrat particulier.

Économie et droit ont dès lors beaucoup de mal à trouver un terrain d'analyse commun, au-delà de la difficulté inhérente à l'ouverture à une autre discipline,

froissant l'âme de propriétaire qui menace toujours le spécialiste d'une matière. Voilà qui rend très difficile l'analyse du contrat dans son incrustation dans le marché. On s'y est déjà beaucoup essayé pour le marché des biens et des services, le thème « contrat et concurrence » est aujourd'hui sillonné. Mais le prisme de l'étude, c'est-à-dire ce qui est présenté comme la difficulté pertinente dont la résolution serait donc la réussite de la démarche, est alors le plus souvent de mesurer l'influence que le marché exerce sur le mécanisme contractuel et de prendre position sur l'adéquate dose d'accueil et de résistance que le contrat doit faire au marché, conception qui renvoie implicitement à une hiérarchie entre les deux systèmes normatifs, revenant le plus souvent dans les travaux juridiques à défendre la préséance du droit sur l'économie.

Cette perspective est reprise concernant le marché financier lorsqu'on scrute l'influence des exigences du marché financier sur le droit qui régit les cessions de titres, par exemple sur le moment et les modes du transfert de propriété. Comme toute perspective hiérarchique, elle n'est pas la plus fructueuse, en soi et parce qu'on ne peut cesser de remettre sur le métier la question de savoir qui, du droit ou de l'économie, doit avoir le dessus et dicter en premier sa loi à laquelle l'autre serait prié de s'ajuster. La discussion est d'autant plus illimitée qu'elle est en réalité indéterminée, l'économie entrant dans le sujet par le collectif du marché, le droit entrant dans le sujet par le particulier de l'opération. Tant que la jonction ne s'opère pas entre ce général et ce particulier, la dispute, essentiellement disciplinaire, ne débouche pas.

C'est un des grands mérites de l'ouvrage de Sébastien Bonfils de ne pas emprunter cette voie. Comment a-t-il pu remarquablement l'éviter ? Tout d'abord, en ne prenant pas les contrats d'achat et de vente que le marché organise, mais ce qui distingue fondamentalement les marchés financiers des marchés des biens et services : l'intermédiation. C'est parce qu'ils sont intermédiés que les marchés financiers cessent sous cet angle d'être le modèle le plus pur des marchés ordinaires pour devenir à l'inverse une organisation spécifique. Cette intermédiation, centrale puisqu'elle garantit la solidité du système, prend une dimension institutionnelle, à travers l'organisation interne des intermédiaires et les comptes qu'ils rendent au régulateur, et une dimension contractuelle, à travers les rapports entre les intermédiaires et les investisseurs. Ces deux dimensions ne sont d'ailleurs pas étanches l'une à l'autre car le but d'efficacité du marché financier conduit à truffer les contrats particuliers d'obligations qui n'ont de sens qu'au regard de ce souci général.

L'expression imagée de « décortiquer » est particulièrement appropriée pour décrire un premier aspect de l'ouvrage de Sébastien Bonfils, qui a étudié non seulement chacun des contrats d'intermédiation financière mais encore de très nombreuses décisions de justice, souvent inédites et qui ont contribué à tracer ceux-ci. Les contraintes éditoriales l'ont amené à réduire ce travail analytique, qui demeure disponible dans son travail préalable de thèse. Même sous cette forme publiée, il en résulte une image non seulement d'une précision juridique extrême mais encore qui permet de mesurer le type et l'ampleur des obligations qui pèsent sur l'intermédiaire financier. Là se fait la jonction entre le général et le

particulier : en effet, la plupart des obligations résulte soit des textes adoptés par l'autorité de marché soit de la jurisprudence et sont davantage à corréluer au rôle général de garantie, de sécurité et de transparence des intermédiaires par rapport au bon fonctionnement du marché lui-même qu'à la relation contractuelle en elle-même.

Nous retrouvons ici une nouvelle différence entre le marché des biens et services et le marché financier : sur un marché concurrentiel, le contrat doit être *compatible*, c'est-à-dire ne pas contenir de clauses qui dévoient la liberté de la compétition, ce qui peut amener le juge à retrancher du contrat des obligations perverses parce qu'anti-concurrentielles, tandis que sur un marché financier, le contrat doit être *conforme*, c'est-à-dire comprendre une série d'obligations positives qui, au-delà de la protection de l'investisseur, ont pour objet d'assurer la transparence et l'efficacité du marché et que le régulateur ou le juge inséreront au besoin de force dans le contrat. En mettant en valeur ces obligations, souvent délogées en creux des responsabilités engagées, Sébastien Bonfils montre en miroir la spécificité de l'intermédiation et sur les marchés financiers et dans les contrats eux-mêmes.

Le livre de Sébastien Bonfils va plus loin, au-delà de ce travail déjà très précieux en soi de dévoilement, et théorise ce qui serait la nature propre des contrats d'intermédiation, le classement normatif dépassant ainsi le classement descriptif de ces obligations d'intermédiation. Ne prenons que deux points saillants de cet aspect plus abstrait de l'ouvrage, dont l'utilité pratique est de dégager des principes directeurs qui fourniront à leur tour des solutions particulières. Ce travail théorique permet ainsi d'anticiper la pratique et de lui offrir des traits d'intelligibilité qui la rend plus claire et plus maniable.

Tout d'abord, malgré la variété des types d'intermédiation et la variation dans les obligations de chacun, par exemple suivant que l'intermédiation va jusqu'à la gestion ou non, suivant que l'investisseur est qualifié ou non, l'objet du contrat est toujours le même : l'accès au marché. Les marchés financiers, dès l'instant qu'ils sont organisés, fonctionnent sur des octrois, les autorités de marché qualifiant ceux qui les gardent et organisant la façon dont les investisseurs les franchissent. Pour que l'accès des investisseurs, notamment profanes et éparpillés, soit libre et effectif, le corset de la régulation enserme à la fois les intermédiaires et les contrats qu'ils nouent. Dire que l'objet de tout contrat d'intermédiation est l'accès au marché signe l'intimité entre ces contrats et la théorie générale de la régulation, laquelle, quelque que soit le secteur en cause, organise de force et en permanence un accès au marché, qui ne pourrait s'opérer seul et sans dommage.

La détermination de cet objet du contrat est importante parce que non seulement elle donne l'unité aux trois types d'intermédiation financière mais encore parce qu'elle peut fonder des obligations spécifiques. Si l'on reprend les idées d'obligations fondamentales ou d'obligations substantielles, c'est-à-dire corrélées à la nature de l'opération, ce qui cause celle-ci – puisque dans les conceptions objectives l'objet et la cause se confondent –, alors l'accès éclairé de l'investisseur au profit du marché financier doit être assuré. Les obligations des contractants en sont la « suite naturelle ». L'information trouve ici un nouvel appui.

Sébastien Bonfils souligne encore que les contrats d'intermédiation sont des « contrats de confiance ». Ils le sont à double titre, parce que l'investisseur s'en remet à l'établissement intermédiaire, relation fiduciaire qui rappelle la relation entre les associés et les mandataires sociaux, et parce que le droit oblige les parties à fournir des informations qui justifieront cette confiance. Dès lors, c'est du droit que naît la confiance dans le marché financier, qui fait donc tenir celui-ci. L'ouvrage met au cœur du contrat ce qui bat dans le marché financier lui-même : la confiance des investisseurs.

Par tous ces aspects, Sébastien Bonfils a restitué la façon dont l'intermédiation sur les marchés financiers se construit grâce au droit des obligations, sans jamais quitter la perspective juridique ni méconnaître le fonctionnement général du marché, sans s'enliser donc dans la guerre de tranchée des rapports entre le droit et l'économie. Un grand mérite parmi beaucoup d'autres.

Marie-Anne Frison-Roche
Professeur des Universités à Sciences-Po