

Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2016

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

mafr@mafr.fr

www.mafr.fr

Leçon n°8

**La préservation
exceptionnelle par le Droit de
la liquidité des marchés
financiers**

Mercredi 6 avril 2016

Le principe a la « prétention » d'assurer l'intégrité des marchés financiers

- Information loyale et fiable
- Sanction des « abus de marché »

- Le Droit peut-il de la même façon assurer directement la « liquidité » d'un marché financier ?
- Puisque un marché financier efficace doit être à la fois intègre et liquide

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE DES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHETER OU D'ÉCHANGER LES TITRES LORS DES « ACHATS DE POUVOIR »

- La qualité d'un marché financier tient à la fois dans la qualité de son information et des professionnels = « intégrité » »
- La qualité d'un marché financier tient aussi dans sa « liquidité » : possibilité d'acheter et de vendre des actifs financiers sans effet sur les prix.
- Ce sont des « contrats-échanges » qui font la liquidité
- Implique qu'il y ait des « volontés de contracter »
- Or, on est libre de contracter ... ou non.

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

1. Le principe libéral constitutionnel de la « liberté contractuelle »

- La liberté est d'abord de nature « négative » :
 - on est « libre de ne pas ... »
 - on est libre de ne pas acheter
 - on est libre de ne pas vendre
- Valeur constitutionnelle de la liberté contractuelle
- Cons. Cons. 13 janvier 2003, *Loi relative aux salaires, au temps de travail et au développement de l'emploi*
- Cons. Cons., 13 juin 2013, *Loi de sécurisation de l'emploi*
 - Lien entre liberté contractuelle et liberté d'entreprendre

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

1. Le principe libéral constitutionnel de la « liberté contractuelle »

Cons. Cons., 13 juin 2013, *Loi de sécurisation de l'emploi*

Décision prise en application de l'article 4 et de l'article 16 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen (qui appartient au bloc de constitutionnalité)

« **article 4 DDHC** : La liberté consiste à pouvoir faire tout ce qui ne nuit pas à autrui : ainsi, l'exercice des droits naturels de chaque homme n'a de bornes que celles qui assurent aux autres Membres de la Société la jouissance de ces mêmes droits. Ces bornes ne peuvent être déterminées que par la Loi ».

« **article 16 DDHC** : Toute Société dans laquelle la garantie des Droits n'est pas assurée ni la séparation des Pouvoirs déterminée n'a point de Constitution. ».

Considérant principal :

Il est loisible au législateur d'apporter à la liberté d'entreprendre et à la liberté contractuelle qui découlent de l'article 4 de la Déclaration de 1789, des limitations liées à des exigences constitutionnelles ou justifiées par l'intérêt général, à la condition qu'il n'en résulte pas d'atteintes disproportionnées au regard de l'objectif poursuivi ; que, d'autre part, le législateur ne saurait porter aux contrats légalement conclus une atteinte qui ne soit justifiée par un motif d'intérêt général suffisant sans méconnaître les exigences résultant des articles 4 et 16 de la Déclaration de 1789.

- Dès lors, la liquidité du marché n'est pas un « impératif d'intérêt général » ou un « objectif de valeur constitutionnelle » justifiant la suppression de la liberté de ne pas vendre quand les cours sont bas ou de ne pas acheter quand les cours sont hauts
- C'est au marché financier lui-même de se réajuster, que le cours retrouve sa « juste cotation » pour que les échanges reprennent et que le marché redevienne liquide
- L'autorégulation doit fonctionner
- L'absence de transaction peut être un signe de mauvaise information : « intégrité du marché »

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

1. Le principe libéral constitutionnel de la « liberté contractuelle »

- L'Ordonnance du 10 février 2016 réformant le Droit des contrats est une « réforme classique », veillant à ne pas « révolutionner » le Droit.
- Article 1102 nouveau du Code civil : «**Chacun est libre de contracter ou de ne pas contracter**, de choisir son cocontractant et de déterminer le contenu et la forme du contrat dans les limites fixées par la loi. La liberté contractuelle ne permet pas de déroger aux règles qui intéressent l'ordre public. ».
- Miroir entre le Droit civil et le Droit constitutionnel et le Droit de la Régulation

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

2. Le renforcement de la force des volontés par l'Ordonnance du 10 février 2016

- On a pu soutenir que l'actionnaire minoritaire « bloqué » dans une société
 - Parce que la « gouvernance » ne lui plaît pas et que la société n'est pas cotée et que ses associés ne veulent pas lui acheter ses titres
 - Parce que, bien que cotée, il n'y a pas d'acheteur (illiquidité du titre) au prix « équitable »

Avait un « **droit de sortie** »

Non.

- Car supposerait une « obligation d'acheter ».
- Or : liberté constitutionnelle, relayée par le Code civil, de ne pas contracter
- Supposerait un « intérêt général » et une « atteinte proportionnelle »

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

3. L'impossible « droit de sortie » de l'actionnaire

Réfléchir sur cette hypothèse ...

- Celui qui donne à autrui la gestion d'un portefeuille de titres
 - Aurait pu vendre ou acheter lui-même les titres, ne pas vendre, ne pas acheter
 - A fait « confiance » au gestionnaire

Jurisprudence sévère à l'égard du gestionnaire de portefeuille :

- Prise en considération du caractère « averti » ou « profane » du client
- Prise en considération du choix de « prise de risque » ou non « entrée dans le « champs contractuel » du fait du client.

La responsabilité contractuelle complète les contrat.

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

A. LA LIBERTÉ FONDAMENTALE DE NE PAS VENDRE ET DE NE PAS ACHETER

4. La responsabilité corrélative des gestionnaires de portefeuilles de titres

- Technique américaine de « squeeze out »
- Importation par la loi de 1993 du « Retrait obligatoire »
- Suppose qu'une société soit contrôlée à 95%
- Le contrôlaire peut alors décider unilatéralement de déclencher à son profit le transfert de propriété des titres des minoritaires pour les 5% du capital restant
- Mais il ne pourra le faire qu'après avoir proposé plus amicalement l'achat des titres par une « offre de retrait »

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

B. L'EXCEPTION DES « TITRES ILLIQUIDES » : L'OBLIGATION DU MINORITAIRE DE VENDRE, À LA VOLONTÉ DU CONTRÔLAIRE

1. La technique juridique du « retrait obligatoire »

- Réflexe de qualification juridique
- Le retrait obligatoire n'est pas une vente puisque la volonté n'est pas requise
- C'est donc une expropriation ?
- Expropriation déclenchée à la volonté d'un propriétaire privé ?
- Problème de constitutionnalité et protocole 1 de la CEDH ...
- *Ratio Legis*

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

B. L'EXCEPTION DES « TITRES ILLIQUIDES » : L'OBLIGATION DU MINORITAIRE DE VENDRE, À LA VOLONTÉ DU CONTRÔLAIRE

2. Le « retrait obligatoire », une technique de régulation financière maniée par un agent de légalité et non un droit subjectif

Ratio Legis

- Il faut « nettoyer » le marché des titres illiquides qui l'abîment
- = le Droit ne garantit pas la liquidité mais il organise la réaction au dommage causé au marché (comme le Droit de la concurrence)
- Cette finalité explique toutes les règles techniques (facilités d'un droit « téléologique ») :

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

B. L'EXCEPTION DES « TITRES ILLIQUIDES » : L'OBLIGATION DU MINORITAIRE DE VENDRE, À LA VOLONTÉ DU CONTRÔLAIRE

2. Le « retrait obligatoire », une technique de régulation financière maniée par un agent de légalité et non un droit subjectif

Cette finalité explique toutes les règles techniques (facilités d'un droit « téléologique ») :

- Le retrait obligatoire ne concerne que les sociétés cotées
- Ne peut être « activé » qu'au titre d'une OPA/OPE ou d'une offre de retrait
- Peuvent être « retirés » tous les titres de capital et tous les titres donnant accès au capital
- Le titulaire du droit agit comme « agent de légalité » : le minoritaire peut donc aussi demander à l'AMF
- L'AMF peut refuser un retrait demandé par un minoritaire si le titre est « liquide » : c'est le marché qui est protégé, pas le minoritaire

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

B. L'EXCEPTION DES « TITRES ILLIQUIDES » : L'OBLIGATION DU MINORITAIRE DE VENDRE, À LA VOLONTÉ DU CONTRÔLAIRE

2. Le « retrait obligatoire », une technique de régulation financière maniée par un agent de légalité et non un droit subjectif

Retour sur l'Ordonnance du 10 février 2016

- Si les parties ont contracté, c'est que leur intérêt est satisfait, sinon elles auraient usé de leur liberté première de ne pas contracter
- Le prix est le triple résultat en miroir de la liberté contractuelle, de la liberté d'entreprendre et de l'information : cristallisé dans la cotation
- Le Droit ne contrôle pas le montant
- S'il y a transfert de propriété sans préalable de la liberté négative de ne pas contracter, il n'y a pas de prix, il y a « compensation »
- Le Droit doit organiser le rapport d'équivalence dans l'échange ...

I. L'IMPOSSIBILITÉ POUR LE DROIT D'ASSURER PAR PRINCIPE LA LIQUIDITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

C. L'ENFER DE LA FIXATION DU MONTANT LORSQU'IL A OBLIGATION DE CONTRACTER

1. Le maintien du principe de l'absence de « contrôle des prix » par le Droit

Summa divisio entre les marchés financiers boursiers et les autres marchés financiers : les marchés financiers donnent accès à l'exercice du pouvoir politique sociétair

Les acheteurs d'un titre peuvent accéder à deux « valeurs » : la valeur financière et la valeur politique : le « pouvoir » (qui lui-même a une valeur économique et financière)

Ils peuvent rechercher les deux, ne rechercher que la première, que rechercher la seconde

S'ils ne recherchent que la seconde, il suffit du titre qui fait basculer le « contrôle » qui le procure. D'une façon certaine : 66%

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE SUR LES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHATS DES TITRES FINANCIERS

A. LES MARCHÉS BOURSIERS, MARCHÉS DE POUVOIRS SOCIÉTAIRES

1. Marchés financiers et marchés boursiers

La finance ne relève pas d'un « Droit spécial »
C'est ici un mixte entre « Droit des contrats » et « droit des sociétés »

Anticipation du principe « catégorique » du droit des sociétés de capitaux : la « Loi de la majorité »
il suffit d'un seul titre de capital de plus que les autres pour avoir le pouvoir

Ensuite, il suffit de pratiquer le droit de la vente : offrir à tous d'acheter (« pollicitation »)
ce qui correspond à la liberté de contracter
Et de fixer un seuil au-delà duquel on cesse d'acheter
ce qui correspond à la liberté de ne pas contracter

Par anticipation des règles du Droit des sociétés, parce que l'on ne recherche que le pouvoir, on dépose une offre publique d'achat à 66%.

Question : a-t-on le droit de le faire dans le silence des textes ?

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE SUR LES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHATS DES TITRES FINANCIERS

A. LES MARCHÉS BOURSIERS, MARCHÉS DE POUVOIRS SOCIÉTAIRES

1. Marchés financiers et marchés boursiers

Le cas *Galerias Lafayette*



- L'action se déroule en juin 1991
- Enjeu : 1,5 milliard de Francs
- La société *Galeries Lafayette* veut prendre le contrôle de la société *Les nouvelles galeries*
- Pour cela, il suffit qu'elle acquiert 66% du capital et non 100%.
- Mais encore faut-il qu'elle relève de la **catégorie juridique** pertinente pour relever de ce régime.
- Or, elle a passé un « accord » avec la banque CCF, par lequel la banque s'engage à reclasser des titres en accordant un droit de préemption à la société *Galeries Lafayette*, tandis que celle-ci garantit le prix de cession des titres par la banque
- Le Régulateur financier (*Conseil des Bourses de Valeurs – CBV*) qualifie cet accord d'**action de concert**. Cela conduit à additionner leur pouvoir conféré par leur capital

- En outre, les titres de capital détenus par la société *Galeries Lafayette* et *CCF* vont produire **mécaniquement dans 2 ans des droits de vote** double pour les titulaires.
- Si l'on additionne les deux actionnaires et si l'on active immédiatement la potentialité, le seuil de 50% est franchi et l'OPA à 66% ne fonctionne plus :
- En effet, dans ce cas, il y a obligation à « garantie de cours »
- Tout dépend de la qualification de l'accord « politique » ? « financier » ? ;
- Tout dépend du voyage dans le temps des avantages des titres ...
- **Paris, 24 juin 1991, *Galeries Lafayette*** : c'est bien une « action de concert » mais l'on ne peut aller au-delà de l'addition des détentions présentes. Pas de garantie de cours.
- Solution avantageuse pour l'acheteur. Mauvaise pour le minoritaire.

En « réaction », adoption du principe comme quoi celui qui veut le pouvoir doit acheter tout le capital

Réaction contre la jurisprudence *Galleries Lafayette*, tandis que la Loi de Régulation bancaire et financière du 22 octobre 2011 étend la définition de l'action de concert à l'accord qui a pour fin la « prise de contrôle » et non pas seulement la « mise en œuvre d'une politique commune »

Renvoie à une question de définition : qu'est-ce qu'une « politique » (dernière leçon...)

= principe exceptionnel d'une obligation d'achat de tous les titres présentés

Principe contraire à la liberté fondamentale de ne pas acheter si on ne l'a pas soi-même proposé

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE SUR LES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHATS DES TITRES FINANCIERS

A. LES MARCHÉS BOURSIERS, MARCHÉS DE POUVOIRS SOCIÉTAIRES

2. Adoption du principe selon lequel celui qui veut le pouvoir a l'obligation d'acheter tout le capital

Porosité entre le Droit des sociétés et le Droit de la Régulation des Marchés financiers

Principe « politique » de la société anonyme » : les associés sont « citoyens » et gouvernent directement et à travers leurs « représentants » : administrateurs et membres du Conseil de surveillance

Principe « politique » non pas décliné mais différent dans la société en commandite : le pouvoir politique est chez et entre les associés commandités (« comme » dans une société de personnes) et les associés commanditaires attendent le retour sur investissement

Passer du premier au second est :

- un changement « structurel
- une dégradation de statut

Article L.433-4 CMF : obligation de déposer une offre publique de retrait = droit subjectif potestatif du minoritaire

- = compensation de sa perte
- + compensation de sa « déconvenue »

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE SUR LES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHATS DES TITRES FINANCIERS

B. LE CHANGEMENT STRUCTUREL D'UNE SOCIÉTÉ COTÉE

1. La transformation d'une société anonyme cotée en société en commandite par actions cotée

Cas prévus par le Règlement général de l'AMF, puis repris par la Loi.

- Modification des conditions de cession des titres
- Fusion-absorption de la société
- Apport des actifs ou des branches d'activités à une autre société
- Réorientation de l'activité

Il s'agit ici d'une protection financière et politique des actionnaires qui n'ont pas de pouvoir politique, avec restitution par la Loi du seul pouvoir politique : s'en aller

Points de contact Régulation – Gouvernance

Calcul du montant de la compensation.....

II. L'EXCEPTION GÉNÉRALE SUR LES MARCHÉS BOURSIERS : L'OBLIGATION D'ACHATS DES TITRES FINANCIERS

B. LE CHANGEMENT STRUCTUREL D'UNE SOCIÉTÉ COTÉE

**2. Changements structurels
fondamentaux ou absence de toute
distribution ou rémunération des
investisseurs pendant plusieurs
exercices**

Montre les limites du Droit