

LE DROIT FINANCIER

ENTRE VOLONTÉS ET INFORMATIONS

par Marie-Anne FRISON-ROCHE

Michel Jeantin avait élaboré dans une monographie d'esquisse, jusqu'ici inédite et reproduite ici, *Le droit financier des biens*. Il cherche à y voir, avec la sagacité, la clarté du style, l'audace et la liberté de la pensée qui le caractérisent, dans quelle mesure les biens objets du marché financier sont affectés par cette structure marchande sur laquelle ils circulent. Il y conclut que « tout se passe, en définitive, comme si les atteintes aux conceptions traditionnelles du droit des biens étaient essentiellement conditionnées par l'influence du marché ».

En filigrane, son jugement est plus radical encore sur le sort réservé au droit des contrats puisqu'il affirme, à propos des cessions des titres cotés que leur « nature conventionnelle a été absorbée par la mécanique du marché ». Dès lors, la perspective se déplace vers une définition du marché, sans laquelle « il est vain de rechercher une solution d'ensemble cohérente ». Il convient donc de repartir de là ; quel plaisir de reprendre ainsi le dialogue.

Le marché financier est une organisation. Il n'est pas nécessairement localisé géographiquement, ne prend pas toujours une forme matérialisée, la globalisation financière favorisant la constitution de places virtuelles. Mais, en tant qu'organisation, le marché financier est ce qui offre des garanties suffisantes de transparence, d'intégrité, d'efficience, pour que les opérateurs – émetteurs de titre, acquéreurs et intermédiaires – choisissent de se placer dans ce cadre plutôt que dans le gré à gré. Même ce que l'on désigne parfois comme le « marché de gré à gré » est un

marché organisé, qui peut ne se distinguer d'un marché réglementé que par l'absence d'inscription sur la liste tenue par le Ministre de l'économie et des finances, tant il a vocation à développer des processus de garantie de bonne fin analogues à celles d'un marché réglementé.

Cette structure du système financier diverge fortement de l'organisation juridique classique, dans la mesure où le droit est le plus souvent lié à des personnes, émettrices de droits et d'obligations et dont les actions concrétisent le droit objectif. Qu'il s'agisse de rattacher le droit à l'État ou à la personne, on s'accorde à penser le droit à travers la notion de sujet souverain, lequel va puiser dans sa liberté pour dominer juridiquement les objets, ou contraindre les autres sujets, dans une mesure alors beaucoup plus relative puisque ceux-ci sont eux-mêmes souverains. Dans ce cas, soit leurs souverainetés se hiérarchisent, notamment par les ordres que l'État est en droit d'émettre à destination d'assujettis qui ne peuvent se prévaloir d'une souveraineté aussi radicale, soit leurs souverainetés se neutralisent par l'aliénation contractuelle.

Avec le mécanisme de marché et le droit financier qui lui correspond, il semble que nous ayons à faire à des règles juridiques nées directement de l'objet. Elles s'apparentent alors paradoxalement à un nouveau droit naturel, dans la mesure où ce sont les exigences de l'objet lui-même que le droit doit servir et contre lequel il serait insensé d'aller, dans la mesure où l'objet malmené pourrait en quelque sorte s'enfuir et se placer hors du périmètre de puissance d'un droit qui lui serait contraire, par le phénomène de la délocalisation et de la virtualité.

Cette figure d'un droit puisé directement dans l'objet et non pas issu des volontés repose sur l'hypothèse que le marché financier répondrait aux critères des systèmes auto-organisés, c'est-à-dire qu'il serait apte, par un phénomène d'auto-observation, à engendrer de nouvelles règles en réaction à des agressions extérieures dont il a traité l'information et qui lui fournissent le sens de sa propre évolution et de son dynamisme¹. Le droit participe alors pleinement à ce processus d'auto-observation, notamment à travers les activités juridiques des autorités de marché².

Cette capacité de l'objet à engendrer la règle qui lui sera adéquate, cette puissance d'adaptation qui permet au marché financier

1. D. Terré, *L'hypothèse autopoïétique du droit à l'épreuve des marchés financiers*, à paraître.

2. Laboratoire de sociologie juridique, Université Paris II, *Sociologie comparée des autorités de marché*.

efficient de tirer profit de perturbations qui pourtant auraient pu affecter sa pérennité, explique que le marché financier, contrairement à la société globale³, ne semble pas souffrir d'anomie.

Dès lors, le marché financier, plus encore que le marché des biens et des services, est indifférent à la notion de personne et hostile à la notion de volonté. Cette indifférence à la personne met en difficulté le droit des sociétés ; cette hostilité à la volonté met en danger le droit des obligations.

Quelle est l'ampleur et la nature de cette distance que l'on commence à mesurer ? La question de principe qui lui est sous-jacente, interrogation maintes fois posée désormais⁴, est de savoir si le droit financier constitue ou non une branche autonome du droit. Le droit des marchés financiers prolonge-t-il, avec l'adaptation requise, notamment l'emprunt à plusieurs techniques anciennes mais nouvellement mêlées, les branches du droit antérieurement constituées ou bien fait-il sécession avec la conception classique des règles du droit et de leur méthode d'élaboration ?

Certes, pour répondre à cette question résurgente dès que les techniques juridiques s'implantent dans un nouveau domaine, il pourrait suffire de dresser le catalogue des règles conservées et des règles nouvelles, façon de mesurer au poids l'innovation. C'est souvent par l'effet d'accroissement des exceptions et des dérogations spécifiques que, par basculement, une nouvelle branche du droit se constitue. Mais ici des ambiguïtés rendraient cette mesure très incertaine.

Pour en prendre un exemple en revenant encore à la monographie essentielle de Michel Jeantin, le principe de négociabilité des titres sur le marché, qui paraît n'être que le prolongement de la règle propre aux actions, dans le cadre respecté du droit des sociétés anonymes, peut être aussi analysée comme la traduction juridique directe de l'exigence financière de liquidité du marché. Or, les deux n'équivalent pas car si la liquidité est une exigence du marché et non un effet importé d'un droit qui lui est extérieur, alors le droit va intervenir de nouveau et émettre de nouvelles règles, telle celle qui concrétiserait au bénéfice du minoritaire un droit à

3. Ch. Roig, « Globalisation, compétition, coopération : anomies sociétales aléatoires ? Une approche compréhensive des phénomènes contemporains de mondialisation », *Revue européenne des sciences sociales*, 1997, p. 75 et s.

4. V., en dernier lieu, A. Couret, « De quelques apports conceptuels du droit financier contemporain », *Mélanges Claude Champaud*, Dalloz, 1997, p. 195 et s., spéc. p. 214 et s.

la liquidité, justifiant notamment l'organisation de droit de sortie dans les sociétés cotées.

L'enjeu décisif de savoir si le droit financier est le prolongement du droit classique ou s'il s'est placé hors de son champ, tient dans l'alternative d'une simple nécessité d'adapter, de raffiner, les règles communes pour les ajuster aux titres cotés ou, seconde branche, d'un impératif de soustraction du droit financier au droit commun, notamment le droit des sociétés, voire le droit des obligations. S'il devait en être ainsi, dans la mesure où tout droit spécial, à le supposer constitué, a encore besoin d'un droit commun, celui-ci pourrait alors être fourni par le droit des biens, tel que Michel Jeantin l'avait pressenti.

Dans la théorie du marché des biens et des services, on considère que la fixation du prix des échanges résulte du marché lui-même, dans sa fonction d'ajustement de l'offre et de la demande, en raison de la rationalité des agents économiques, rationalité réduite à la portion congrue du calcul de l'intérêt personnel⁵. La théorie des marchés financiers est plus animiste encore puisque c'est le marché lui-même qui recherche les informations, les traite et impose sa rationalité anticipatrice. Ainsi, la personne, en tant qu'être de volonté, était indifférente au marché des biens et des services ; elle est récusée dans la théorie des marchés financiers, qui semblent fonctionner tous seuls. C'est pourquoi la globalisation financière fait apparaître un monde désert, porté par sa seule virtualité, dans lequel l'homme semble ne plus pouvoir s'insérer comme personne⁶.

Dans ces conditions et pour en rester à la question des branches du droit, le droit des sociétés est remis violemment en question. En effet, le marché financier admet des agents qui le fonctionnent et on connaît l'importance désormais de l'intermédiation que le droit cherche à saisir par la déontologie ou la responsabilité. Mais la société émettrice elle-même n'est plus prise en tant que personne juridique : elle apparaît simplement en tant qu'élément d'information, en tant que source d'information bref en tant que fait. Cela est particulièrement net lorsqu'il s'agit de produits financiers dérivés, sur lesquels la société émettrice, qui n'en est pas la source, n'a pas de prise directe.

5. Sur les présupposés de la théorie, v. P. Demeulnaere, *Homo æconomicus. Enquête sur la constitution d'un paradigme*, PUF, coll. « Sociologies », 1996.

6. Ph. Engelhard, *L'homme mondial. Les sociétés humaines peuvent-elles survivre ?*, Arléa, 1996.

Plus encore, l'importation par la loi du 31 décembre 1993 de la technique anglo-saxonne du *squeeze out*, permettant à l'actionnaire majoritaire à plus de 95 % d'une société cotée de transférer à son profit la propriété des titres restants, sans avoir besoin pour cela de solliciter le consentement des actionnaires minoritaires, a contraint la jurisprudence à apprécier cette technique juridique. À première vue, elle paraît contraire au pouvoir de la personne de n'être pas expropriée par une autre puissance que celle de l'État à travers l'évocation d'un intérêt public. Les juges n'ont pu sortir de ce mauvais pas qu'en qualifiant le procédé du retrait obligatoire, contrariant ce principe de libre volonté du propriétaire, de technique de marché boursier⁷. Par ce rattachement, les principes juridiques ont été évités, comme on le fait d'un obstacle.

Le heurt conceptuel est violent dans la mesure où le droit français des sociétés reste fondamentalement un droit des personnes, garde ses distances à l'égard de l'entreprise et notamment de ses salariés, et consacre toutes ses forces à organiser la façon dont la volonté de l'être moral se manifeste à travers la machinerie des organes sociaux. Mais sur le marché, ce sont des informations, plus encore que des titres, que la société émet. Cela vaut aussi pour les sources naguère souveraines du droit, tel l'État, réduit à convaincre les opérateurs dans l'espace essentiellement rhétorique des marchés financiers, la globalisation donnant une nouvelle portée à la notion perelmanienne d'auditoire universel.

Le droit des sociétés est donc pris à revers par le droit financier et le droit des sociétés cotées change de nature : il ne s'agit plus d'aménager la façon dont la volonté des êtres moraux s'exprime mais d'organiser la bonne circulation d'informations dans un marché qui les consomme, la société étant un nid et un émetteur de nouvelles comme d'autres. S'il doit en être ainsi, sans doute le lien entre droit des sociétés et droit du marché financier doit être révisé car il est plus artificiel qu'il n'y paraît⁸.

De la même façon, le droit des obligations ne peut rester indemne dans le marché financier. En effet, il faut renoncer à définir le contrat comme un accord de volontés, parce que le marché est allergique à la volonté, laquelle, du fait de sa souveraineté, ne peut que le troubler dans son fonctionnement mécaniste et entièrement causé. Cela est vrai pour le marché des biens et des services qui récuse l'intervention d'une volonté qui, exprimant sa

7. Com., 27 avr. 1997, *Sogénal*, D. 1998, sous presse.

8. M.-A. Frison-Roche, « La distinction des sociétés cotées et des sociétés non-cotées », *Mélanges AEDBF-France*, Banque Éditeur, 1997, p. 189 et s.

souveraineté et remplaçant la loi du marché par la sienne, notamment en s'autorisant à peser sur la fixation des prix, n'engendre qu'un comportement anticoncurrentiel sanctionné par le droit. Les volontés des opérateurs ne peuvent donc que consentir dès le départ à la loi du marché en décidant d'entrer sur celui-ci et doivent se résigner à lui confier leur consentement qui y circulent⁹.

Le marché financier est plus radical encore dans la mesure où il ne supporte ni la souveraineté de la volonté ni même son individualité, bref son autonomie : il met, comme le souligne Michel Jeantin, tous les consentements exprimés, ceux des demandeurs, ceux des offreurs, en masse pour opérer une compensation globale, dont les difficultés résultant d'un manque de liquidité sont résolus maladroitement dans la loi du 31 décembre 1993 par une résolution du transfert de propriété¹⁰. Ainsi, le marché financier méconnaît la personne, comme expression de volonté et comme expression d'individualité. Il ne comprend que l'attraction qui fait circuler les titres par le jeu des désirs de spéculation, c'est-à-dire le désir des richesses.

C'est pourquoi le droit du marché financier doit orchestrer cette circulation des richesses, doit réguler les espoirs de fortune, déçus ou abusés, doit veiller à l'équilibre des puissances, en neutralisant les rapports de force par un partage égal de l'information, laquelle est à la fois richesse ultime et richesse commune. Dès lors, la protection des actionnaires minoritaires s'appuie sur un nouveau fondement et a vocation à prendre une autre forme : il s'agit de permettre aux investisseurs d'accéder à ce bien commun de l'information. Ainsi, le marché financier peut jouer sa fonction de neutralisation des puissances, par l'attribution de droits aux associés minoritaires en compensation du pouvoir que le principe majoritaire attribue aux associés majoritaires¹¹.

À travers la protection des minoritaires, c'est le marché lui-même qui protège sa nature, son pouvoir et son bien essentiel constitué par l'information. Le droit du marché financier relève ainsi essentiellement du droit des biens. Michel Jeantin nous a offert les linéaments du droit des biens spécial qui lui correspond.

9. M.-A. Frison-Roche, « Remarques sur la distinction entre la volonté et le consentement en droit des contrats », *RTD civ.*, 1995.573 et s.

10. Conseil national du crédit et du titre, « Les effets juridiques de la dématérialisation des titres », La Documentation française, 1997.

11. « La finalité du pouvoir dans les sociétés cotées », *JCP*, éd. E, 1996, *Cahier de l'entreprise* 4/1996, p.19 et s.