

***DROIT BANCAIRE  
ET FINANCIER***

Mélanges AEDBF – France

IV

---

ASSOCIATION EUROPEENNE  
POUR LE DROIT BANCAIRE  
ET FINANCIER

pp.165-180

REVUE  
BANQUE  
EDITION

Les contours de l'Autorité  
des marchés financiers

**Marie-Anne Frison-Roche**

Professeur des Universités à Sciences-Po  
Directeur de la Chaire Régulation

---

**1** Deux parents, la Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers, ont engendré l'Autorité des marchés financiers<sup>1</sup>. Un moment prématurément annoncée par des amendements sénatoriaux finalement non retenus au sein de la loi sur les nouvelles régulations économiques du 15 mai 2001, la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 sur la sécurité financière, respectant davantage le calendrier gouvernemental, opéra la fusion des deux organismes précédents. Cela montre néanmoins que cette perspective de fusion couvait depuis longtemps dans l'évolution du droit positif français. Elle n'est pas donc la conséquence directe des grandes affaires qui ont révélé les défaillances des régulations internes et externes de l'information financière, comme le sont les autres dispositions de la loi de 2003.

**2.** C'est pourquoi, même si ce changement institutionnel fut souvent présenté comme une grande affaire<sup>2</sup>, cette appréciation est davantage pertinente dans l'ordre des faits que dans l'ordre des concepts. En effet, si l'engendrement se passe mal dans la mise en oeuvre, notamment parce que les équipes respectivement reprises ne s'intègrent pas les unes dans les autres, risque premier de toute fusion, alors, le temps que ces réajustements s'opèrent, le régulateur, absorbé par ses propres difficultés d'organisation, peut perdre de vue les marchés financiers. Ce risque est sérieux dans la mesure où la réactivité nécessaire de la régulation, le

1. Dans laquelle s'est aussi fondu l'ami de la famille, le Conseil de discipline de la gestion financière.

2. S. THOMASSET-PIERRE, Création de l'Autorité des marchés financiers. « Commentaire de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », D. 2003, chron., p. 2951 et s.

comportement naturellement très stratégique des opérateurs régulés dans un système financier auto-observé transforme des difficultés de mise en place en véritables failles de régulation.

3. En l'espèce, on exprimait la crainte que, la COB étant de culture plutôt administrative et le CMF plutôt de culture professionnelle, l'unification s'avère factice et que les deux mondes demeurent séparés au sein de l'AMF, ou s'épuisent pour se dominer respectivement, le régulateur se dévorant lui-même. Les préparatifs législatifs avaient pu le faire craindre, chacun anticipant dans telle ou telle suggestion de rédaction que l'un prenne déjà le pas sur l'autre, dans quelque couloir, sous la feuille de quelque amendement.

4. Ces analyses étaient sans doute exagérées car la vision d'un monde financier dans lequel culture administrative et culture professionnelle s'opposent ne rend pas justice d'un fonctionnement des élites dont la sociologie a montré depuis longtemps quelles se cristallisaient au-delà de cette ligne de partage<sup>3</sup>. Ceux qui dirigent les entreprises financières et ceux qui exercent des fonctions dans la haute administration arrivent à des positions de responsabilités au même âge, ont reçu des éducations analogues, voire communes, passent de l'un à l'autre. Dès lors, s'il fallait exprimer un souci, il faudrait le formuler à travers la crainte inverse, c'est-à-dire non pas tant celle de l'incompréhension et de la guerre de tranchées que celle de la possible capture.

5. Si l'analyse demeure simplement juridique, nous sommes alors loin de la révolution, telle que la Grande-Bretagne l'a connue à travers l'avènement de la *Financial Services Authority*. L'Autorité des marchés financiers est dans la droite ligne des deux institutions précédentes, cette continuité résolvant d'ailleurs le risque précité de faille que la nécessité d'une adaptation ou d'un apprentissage trop long aurait fait courir au système. La persistance des personnes à la tête de l'institution est un autre signe selon lequel on a préféré la continuité au changement. Les marchés ont besoin d'un régulateur stable. Un changement plus radical

3. Sur la notion d'auto-observation, telle qu'elle peut être relayée, voire organisée, par le droit, v. A.-J. ARNAUD et P. GUIBENTIF, Luhman, auto-observateur du droit *un* recueil organisé, coll. « Droit et société », LGDJ, 1993 ; G. TEUBNER, Droit et réflexivité. L'auto-référence en droit et dans l'organisation, coll. « La pensée juridique moderne », Bruylant/LGDJ, 1994, spéc. « L'hypercycle en droit et dans l'organisation : le rapport entre auto-observation, auto-constitution et autopoïèse », pp. 235-265 ; J. CLAM, Trajectoire de l'immatériel. Contribution à une théorie de la valeur et de sa dématérialisation, coll. « CNRS Sociologie », éd. du CNRS, 2003.

4. Distinction qualifiée d'« artificielle », par Gérard RAMEIX (« L'Autorité des marchés financiers », in La loi de sécurité financière, n° spéc., Petites Affiches, 14 nov. 2003, pp. 12-14, p. 12).

est toujours un risque pour la régulation, dont on soutient souvent qu'elle doit plutôt progresser par décisions particulières, règles à la fois précises et flexibles, plutôt que par schisme dans l'organisation même. C'est pourquoi on évoque la mise en place de l'Autorité des marchés financiers davantage en terme de « fusion » que de « création », les caractères des deux institutions disparues perdurant fortement dans l'enfant. Il s'agit d'une nouvelle génération d'autorité, le modèle suivant de la même gamme, plutôt que d'une nouvelle sorte de régulateur.

6. Beaucoup de bruit pour rien ? Il ne faut pas exagérer dans le sens contraire, suggérant que sous la nouvelle appellation l'ancien perdure tel quel. Il est vrai que l'Autorité des marchés financiers correspond mieux à la mission dont le régulateur est chargé. L'idée d'une adéquation la plus forte possible entre la forme institutionnelle et la mission du régulateur est classique : Jean Donnedieu de Vabres soulignait en 1980 que la COB était une « administration de mission »<sup>5</sup>. Cela justifie que les contours mêmes de l'organe soient conçus au regard de la mission qui lui a été assignée. D'une façon plus générale, la détermination de la « mission » de service public est désormais primordiale par rapport à l'organisation, non seulement seconde par rapport à elle<sup>6</sup> mais encore engendrée par elle.

7. Si l'on sort de l'obédience du droit public, l'idée demeure. Le droit de la régulation, notamment de la régulation financière, est un droit entièrement tiré vers ses fins, un droit systématiquement téléologique'. Ce qui vaut pour les règles et les décisions vaut aussi pour les organisations : l'organisation adéquate est celle qui permet le plus efficacement que soient satisfaites les finalités assignées à la régulation<sup>8</sup>.

8. On mesure à la fois la simplicité et la difficulté. La simplicité tient dans le fait que l'institution doit avoir des contours, une nature, un statut, en reflet de la mission qu'on lui assigne. Le meilleur exemple, fourni par l'Autorité des marchés financiers, est l'attribution de la personnalité

5. « La COB : une administration de mission Revue Administrative, 1980, pp. 237-241. L'auteur définit le terme d'« administration de mission » comme un esprit plus qu'une typologie, esprit répondant au « souci d'adapter entièrement à la nature de l'objectif poursuivi la structure juridique (p. 237).

6. R. DENOIX-DE-SAINTE-MARC, Le service public, rapport au Premier Ministre, La Documentation Française, 1996.

7. V. par ex. M. A. FRISON-ROCHE, « Le droit de la régulation », D. 2001, chron., pp. 610-616.

8. Sur ce fonctionnalisme, v. not. « La régulation, objet d'une branche du droit », in Droit de la régulation : questions d'actualité, n° spéc., Petites Affiches, 3 juin 2002, pp. 3-7, et « Conclusion »,

p<sup>h</sup> 85-87

morale, l'argument principal étant que cela lui était utile<sup>9</sup>. La difficulté est tout aussi intrinsèque à la règle : il faut donc préalablement déterminer la mission du régulateur pour pouvoir lui attribuer ses justes contours.

**9.** Le législateur l'a fait, dans la continuité des textes précédents, et dès le deuxième article de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003. Illustrant lui-même le lien entre définition et mission, le législateur pose : « *L'Autorité des marchés financiers, autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale, veuille 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 européen et international* ». Les innovations, et en premier lieu la fusion, viennent donc d'un façonnage de l'institution par rapport à sa mission de régulation, soit qu'elle en soit maîtresse à l'échelle nationale, soit qu'elle y contribue au-delà des frontières géographiques et normatives du droit. Mais si le législateur a précisément si peu innové au fond, c'est qu'il a conservé la conception traditionnelle de la régulation financière, dans l'image d'un secteur qui serait encore fermé sur lui-même.

**10.** Son audace aurait été plus grande s'il avait pris en compte non seulement la mise en place d'un système financier international, voire intégré, mais encore la porosité des activités et des risques entre la finance, la banque et l'assurance, ou bien encore l'interaction, voire l'intimité, grandissante entre prudentiel et « régulateur ». La méthode selon laquelle les contours institutionnels du régulateur doivent être façonnés par l'adéquation détermination de sa mission aurait pu conduire le législateur à une rupture institutionnelle plus grande. Pour s'en tenir au droit déjà acquis, au droit tout frais encore, la suppression de la dualité d'organisme régulant le marché financier fut accueillie presque comme une évidence. Commençons donc par elle, l'évidence méritant toujours être mise en balance si l'on se soucie de la balance des intérêts<sup>10</sup>.

9. V. *infra* n° 29 s.

10. Qu'il s'agisse de craindre que le régulateur unique succombe au risque d'excessive puissance au détriment des opérateurs, à travers une « pensée unique » (F. PELTIER, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargne dans la fusion COB-CMF », RDBF, 2003, pp. 184-185), qu'il perde l'effet bénéfique de l'émulation de type concurrentiel entre institutions (P.-H. CONAC, La fusion de la COB et du CMF », in Mélanges AEDBF, 2001, p. 59 et s.) ou qu'il constitue un risque de capture plus aisée du régulateur par ces opérateurs (M.-A. FRISON-ROCHE, « La réforme de l'autorité de régulation boursière », Petites Affiches, 11 décembre 2000).

## I. Un régulateur financier unique

**11.** Une multitude de justifications ont conduit le législateur à substituer l'Autorité des marchés financiers à la Commission des opérations de bourse et au Conseil des marchés financiers. Mais la sagesse incline à ne jamais croire que tout converge et qu'il existe des solutions indiscutables.

**12.** Une première raison avancée était le modernisme, c'est-à-dire la mise en valeur des hasards de l'histoire qui avaient conduit à l'organisation précédente, le hasard étant l'opposé du sensé. La rationalité moderne consiste alors à se défaire de ce poids inutile, d'un passé dont l'encre demeure encore sur les pages des lois. En l'espèce, la Commission des opérations de bourse a été créée par imitation de la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis dans l'ordonnance de 1967, alors que le Conseil des marchés financiers était l'épigone de la Chambre des agents de change. L'étanchéité des histoires constitutives a créé de toutes pièces deux organismes, dont la séparation n'avait donc pas été pensée, ce qui la rendait disponible à la destruction.

**13.** Mais l'argument historique peut se retourner sur lui-même. Il peut arriver que le hasard produise des effets heureux et les effets pervers sont parfois moins grands quand les institutions sont la décantation des temps. Les ajustements, par compromis ou par mimétismes, se sont depuis longtemps mis en place. Par exemple, à lire les textes, les compétences spécifiques du CMF pour déclarer recevable une offre publique au regard des informations transmises par l'initiateur étaient en conflit potentiel avec la compétence générale de la COB d'apposer son visa sur les documents d'information accompagnant un appel public à l'épargne, mais, à l'expérience, cela engendra davantage une confluence de compétences, un épaulement d'une institution par l'autre, qu'une opposition sur un même territoire.

**14.** Une autre raison évoquée non seulement fréquemment, mais encore fortement tient dans l'impératif de simplicité, à l'aune duquel toute simplification est par définition bienvenue<sup>11</sup>. Un est plus simple que deux. La simplicité est une qualité des systèmes de régulation, un ajout concurrentiel entre eux, autant que la technicité et la flexibilité des règles le supportent, en ce que la plus grande simplicité possible rend la régulation à

11. V. par ex. G. RAMEIX, « L'Autorité des marchés financiers », préc., p. 12.

la fois plus compréhensible<sup>12</sup>, plus prévisible et moins coûteuse. La simplicité n'est pourtant pas un but atteignable en soi car les régulations économiques ne peuvent être que pointilleuses, changeantes, techniques. On ne peut que prétendre à une sorte de charge de preuves dans l'art de concevoir les systèmes, selon laquelle toute complexité doit être justifiée, la simplicité devant s'infiltrer partout où elle le peut. Cela justifierait notamment l'adoption d'une loi-cadre relative aux autorités de régulation qui, par des principes communs, pourrait apporter quelque simplicité<sup>13</sup>.

**15.** Quand la simplicité prend une forme institutionnelle, elle aboutit à la réduction de la pluralité, ainsi de la dualité à l'unicité. L'argument est si souvent utilisé pour critiquer la dualité française des ordres de juridiction... Ici, c'est non pas tant l'incertitude entre les deux compétences que le poids de celles-ci, les opérateurs devant pour une même opération se tournant vers les deux institutions, suivent le moment technique de l'opération. Dès lors, la fusion a davantage pour origine le désir d'un « guichet unique » qu'un attachement plus profond à l'unicité institutionnelle.

**16.** La théorie du guichet unique correspond à une revendication des opérateurs qui agissent sur les marchés régulés, notamment lorsque des autorisations et agréments sont requis. On la retrouve formulée dans des termes analogues qu'il s'agisse du contrôle des concentrations en droit de la concurrence ou des mises sur le marché d'instruments financiers. Plus encore, ce n'est pas tant les entreprises émettrices que les intermédiaires qui ont avancé cette revendication et ce sont les entreprises d'investissements qui ont marqué le plus nettement leur approbation de la réforme.

**17.** Cela ouvre une question plus générale : de quoi la satisfaction ou la récrimination des opérateurs est-elle l'indice en matière de régulation, qu'il s'agisse de normes générales, d'organisation institutionnelle ou de décisions particulières du régulateur ? Plus on penche vers les conceptions d'autorégulation et plus on voit dans l'approbation des régulés un indice de bon fonctionnement. Mais si l'on adhère moins à l'idée que les opérateurs, et plus particulièrement les intermédiaires, ont intérêt à un régulateur clairvoyant, réactif, efficace, c'est davantage leur courroux qui indique que le système est sur les bonnes pistes. Par exemple, le fonctionnement du *New*

*York Stock Exchange* était donné comme exemplaire en ce qu'il rencontrait la pleine satisfaction du conseil d'administration composé de représentant des intermédiaires<sup>14</sup>, avant que des conflits d'intérêts n'éclatent au grand jour. A l'inverse, les récentes décisions du nouveau président de la S.E.C. concernant les fonctionnements des conseils des sociétés cotées, ont déclenché la fureur de celles-ci, ce qui a plutôt conforté le régulateur dans la pertinence de ses exigences.

**18.** Il faut donc conserver en balance les arguments. Il est certes plus efficace d'avoir un seul interlocuteur, mais celui-ci devient plus aisé à capturer. La pluralité de régulateurs rend ces stratégies plus complexes à mener, et plus les régulateurs en jeu en même temps ont des cultures différentes, et plus cela est difficile, ce qui protège ainsi le système. Au moment même où on loue le droit français qui a fait du commissariat aux comptes un métier distinct de celui des experts-comptables, dualité qui pourtant résulte elle aussi des hasards de l'histoire<sup>15</sup>, dualité qui a rendu les professionnels moins dépendants que leurs homologues nord-américains, il est étonnant que cet effet heureux de la dualité ne soit pas relevé pour le régulateur.

**19.** L'argument le plus solide s'avère être le plus prospectif : pour construire un marché financier européen unifié, il faut que préalablement chaque pays soit doté d'un régulateur financier indépendant, ce qui signifie qu'il doit en avoir un mais qu'il ne doit y en avoir qu'un. L'unicité institutionnelle favorise l'intégration des marchés financiers<sup>16</sup>. Qu'il s'agisse de préparer une étape ultérieure de « subsomption » des régulateurs nationaux dans un régulateur européen<sup>17</sup> ou de permettre à la Commission européenne de faire fonctionner autour d'elle un réseau de régulateurs, ajustant au mieux des règles communes et fonctionnant en outre comme des capteurs d'informations<sup>18</sup>, il faut qu'un seul organisme réponde nationalement au regard du projet communautaire.

14. Pour une analyse juridique de l'affaire Grasso, sur le thème de l'indépendance de l'entreprise de marché par rapport à ses opérateurs, v. M : A. FRISON-ROCHE, « Le contrôle des organes de régulation (l'exemple du NYSE) », Recueil Dalloz, 20 novembre 2003.

15. Sur cet argument, v. *supra* n° 12 s.

16. Dans ce sens, M.-L. COQUELET, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des marchés financiers », *préc.*, p. 6.

17. Hypothèse peu probable, même si c'est un des modes les plus efficace d'intégration européenne (v. d'une façon générale, Ch. STOFFAËS, « Vers une régulation européenne des réseaux », Rapport au ministre des Affaires Européennes, 2003).

18. Facilitant en outre l'élaboration normative, notamment à travers le processus Lamfalussy (v. F. DEMARIGNY, « Régulateurs et régulés dans la construction des normes financières européennes », in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, *préc.*, pp. 22-24).

12. Sur cette « lisibilité » d'organisations institutionnelles en compétition à travers les différentes places financières, v. M.-L. COQUELET, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'Autorité des marchés financiers », in *La loi de sécurité financière*, *préc.*, pp. 6-11, spéc. p. 6.

13. Sur cette opportunité, v. M.-A. FRISON-ROCHE, « L'art législatif requis par les nouvelles régulations économiques », in *Règles et pouvoirs dans les régulations économiques*, coll. « Droit et Économie de la Régulation », Presses de Sciences Po-Dalloz, 2004, pp. 154-170, spéc. n° 23 et s., p. 163 et s.

## II. Un régulateur financier, autorité publique

**20.** L'Autorité des marchés financiers est une autorité publique, ce qui rappelle la pleine appartenance du régulateur à l'État. Là encore, la qualification est-elle véritablement en rupture avec le droit précédent ? Certes, la loi du 1<sup>er</sup> août 2003, contrairement à la loi du 2 juillet 1996, n'a pas repris la qualification d'« autorité administrative indépendante », la notion d'autorité publique étant présentée comme plus accueillante à l'idée de personnalité morale. C'est davantage affaire de délicatesse à l'égard de la doctrine, notamment celle du Conseil d'État, que changement véritable<sup>19</sup>. L'essentiel est plutôt de souligner qu'il ne s'agit pas d'une autorité privée et que la perspective d'autorégulation s'éloigne nettement.

**21.** L'affirmation est ici à mettre non pas au regard de la Commission des opérations de Bourse, dont la nature administrative a toujours été acquise<sup>20</sup>, mais plutôt au regard du Conseil des marchés financiers. Mais même celui-ci, alors que la Cour d'appel de Paris, en rappelant qu'il n'était qu'un organisme privé, avait affirmé qu'il n'était pas même en charge d'un service public,<sup>21</sup> avait lui-même revendiqué qu'en raison de sa mission, il devait être considéré comme partie de l'État<sup>22</sup>. Plus encore, le rapport du Conseil d'État relatif aux Autorités administratives indépendantes, dans la liste élaborée de ces autorités administratives, à laquelle on se réfère souvent faute de disposer d'une définition substantielle<sup>23</sup>, a qualifié cette association d'autorité administrative.

**22.** De toutes les façons, suivre de trop près une ligne de partage entre le droit public et le droit privé, est une trace de rigidité de part et d'autre, cette distinction n'étant plus apte à rendre compte du fonctionnement des marchés financiers, dont l'évolution se caractérise par une montée conjointe et des libertés des opérateurs et des marques de puissance publique. Ce double mouvement, vers plus de liberté et plus de

19. N. DECOOPMAN souligne que la fusion ne doit pas occulter d'autres innovations, qui vont au-delà de cette simplification de structure, par addition des attributions (« La nouvelle architecture des autorités financières. Le volet institutionnel de la loi de sécurité financière », JCP, 2003, I, 169).

20. Cons. Const., 28 juillet 1989, JO 1-août 1989, p. 9676.

21. Pais, 11 juin 1997, RDBB, 1997, p. 167, obs. M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE.

22. J.-F. LEPETIT, « État, juge et régulateur », in Les régulations économiques : légitimité et efficacité, coll. « Droit et Économie de la Régulation », vol. 1, Presses de Sciences Po-Dalloz, 2004, pp. 118-127.

23. V., par ex., O. STORCH, « Les conditions et modalités budgétaires de l'indépendance du régulateur », *ibidem*, pp. 65-71.

puissance publique, relègue la vieille opposition : l'organisation de l'Autorité des marchés financiers illustre un tel mixte de privé et de public que la distinction en perd sa pertinence.

**23.** En effet, la surveillance des intermédiations ou la régulation des opérations de marché sont d'intérêt public, qualifiées comme telles par la jurisprudence<sup>24</sup>, et confiées un temps à une personne de droit privé<sup>25</sup> mais l'institutionnalisation du Conseil des marchés financiers et de ses décisions suffirait pour ne pas y voir un mode prononcé d'autorégulation. À l'inverse, dans le même temps que l'Autorité des marchés financiers est présentée comme une personne de droit public, le texte lui confère des pouvoirs de gestion, notamment quant à son personnel, dont la flexibilité est celle du droit privé. De la même façon, un commissaire du Gouvernement, placé « auprès de l'Autorité »<sup>26</sup>, exprime l'opinion des pouvoirs publics<sup>27</sup> auprès du régulateur tandis que la composition même du collège montre la large place faite aux professionnels.

**24.** On peut encore relever que le président de l'Autorité des marchés financiers est nommé par décret<sup>28</sup> tandis que son secrétaire général, doté de pouvoirs d'action autonome<sup>29</sup>, est nommé par le président après consultation du collège<sup>30</sup>. Mais l'exemple le plus net est dans la source des finances de l'Autorité. C'est presque en termes de rémunération qu'il faut parler et non plus tant de dotation budgétaire, puisque l'Autorité bénéficie de droits fixes et de contributions proportionnelles versées par les

24. À propos du retrait obligatoire, Corn. 29 avril 1997, D. 1988, p.334 et s., note M.-A. FRISON-ROCHE et M. NUSSENBAUM.

25. Hypothèse qui ne pose pas de difficulté dans la théorie du service public, v. R. DENOIX-DE-SAINTE-MARC, « Le service public », préc.

26. Article L.621-3 du Code monétaire et financier.

27. Même s'il est difficile de dire, comme on peut le faire pour le Conseil d'État, qu'il est partie intégrante de l'institution. Il s'agit plutôt d'une façon pour l'État, dont les intérêts peuvent être à la fois plus larges et plus particuliers que ceux dont le régulateur a la charge, d'exprimer ceux-ci pour que le régulateur les prenne éventuellement en considération. Ce rôle, identique à celui du commissaire du Gouvernement auprès de la Commission de régulation de l'énergie, ne signifie pas le déclin de l'indépendance du régulateur par rapport au Gouvernement, mais le fait que le Gouvernement peut, comme les autres, faire valoir ses arguments et ses intérêts auprès du régulateur (pour l'opinion selon laquelle même cela est une atteinte à l'indépendance du régulateur, v. S. THOMASSET-PIERRE, « Création de l'Autorité des marchés financiers. Commentaire de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », préc., p. 2953).

28. Article L.621-2.11 du Code monétaire et financier.

29. Par exemple le pouvoir de demander au président du tribunal de grande instance d'organiser des visites et perquisitions (article L.621-12 du Code monétaire et financier).

30. Article L.621-5-1 du Code monétaire et financier.

opérateurs à l'occasion des prestations que le régulateur est amené à faire sur les opérations de marché<sup>31</sup>. Tout à la fois, le régulateur est ainsi protégé de mouvements d'humeur de l'État dans la gestion budgétaire, et de mouvements de capture de la part des opérateurs régulés, comme l'aventure du NYSE en a montré l'exemple, puisqu'il s'agit de droits fixés par la loi et ayant une nature fiscale.

**25.** Dès lors, l'autorité de régulation est construite sur une telle articulation de mécanismes de droit privé et de mécanismes de droit public que sa nature publique ne la prive pas plus de la souplesse que l'on prête au droit privé, que la nature juridique de droit privé du Conseil des marchés financiers ne le priva pas d'exercer des prérogatives de puissance publique<sup>32</sup>.

**26.** S'il fallait chercher une opposition, elle serait davantage au regard des nouvelles lignes de partage européennes entre administration et juridiction. En effet, dans le creuset de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme, la Cour européenne des droits de l'homme a posé qu'un même organisme pouvait avoir des natures changeantes, suivant le kaléidoscope de ses activités. Dès l'instant que les qualifications ne viennent plus de la forme institutionnelle mais des activités, forme pragmatique du raisonnement<sup>33</sup>, le régulateur financier continuant d'être démuné du pouvoir de règlement des différends<sup>34</sup>, ses décisions sont soit normatives soit de sanction.

**27.** L'unicité de l'Autorité se retourne alors contre elle puisque si sa nature peut ainsi changer au fil de ses activités, en revanche la Cour européenne considère quelle conserve la mémoire de ces actes, et de l'état d'esprit que ceux-ci traduisent. Ainsi, lorsque le régulateur exprimait publiquement ses craintes quant à une opération, voire quant à un opérateur, il entravait la possibilité ultérieure de sanctionner en révélant son opinion soupçonneuse avant même d'agir.

31. Article L.621-5-3 du Code monétaire et financier.

32. Sur notamment la possibilité pour des organismes de droit privé d'exercer une activité réglementaire, v. la démonstration générale de Philippe NEAU-LEDUC, *La réglementation de droit privé*, coll. Bibliothèque de droit de l'entreprise », Litec, 1998.

33. Que l'on voit particulièrement à l'oeuvre lorsqu'il s'agit de définir une juridiction, ce qui passe désormais par la définition de l'acte juridictionnel, la forme n'étant plus qu'un indice parmi d'autres, et plutôt parmi les derniers, pour aboutir à la qualification. Cela explique que les régulateurs aient été si aisément qualifiés de tribunaux lorsqu'ils prononcent des sanctions, alors même que le droit français n'en avait visé l'hypothèse que pour la Commission bancaire (v. not. C.E., 29 novembre 1999, Sté Rivoli Exchange, RDBF, 2000, n° 35, p. 32).

34. V. *infra*

**28.** La jurisprudence sur l'exigence d'impartialité du régulateur<sup>35</sup>, qui avait pour but d'accroître la légitimité de l'exercice par celui-ci de sa puissance de punir, a entravé de fait l'exercice des autres pouvoirs, de crainte de faire apparaître des préjugés. L'édition d'une Commission des sanctions au sein de l'Autorité des marchés financiers<sup>36</sup>, a réintroduit le principe de dualité, cette fois-ci à l'intérieur de l'organisme<sup>37</sup>. La forme institutionnelle se divise, l'Autorité des marchés financiers par son collège prenant des actes administratifs, l'Autorité des marchés financiers par sa commission des sanctions prenant des actes juridictionnels répressifs. La fin de l'unicité fonctionnelle interne permet alors d'assumer au régulateur pleinement ses deux natures<sup>38</sup>, puisqu'elles ont trouvé une cristallisation institutionnelle distincte, sans plus qu'on ait à recourir à des qualifications ambiguës de « quasi-juridiction ».

### III. Un régulateur financier, personne morale

**29.** Puisque les contours de l'autorité de régulation doivent être conçus par rapport à la mission de régulation dont elle a la charge, c'est en ces termes qu'il faut appréhender – et de ce fait approuver – la personnalité morale dont le législateur a doté l'Autorité des marchés financiers. L'orthodoxie de la mesure est certes douteuse car il est difficile de concevoir en droit public une personne juridique dotée de la personnalité morale, qui ne soit pourtant pas un établissement public au sens où celui-ci est structurellement inséré dans la hiérarchie du pouvoir exécutif

35. Pour une description de la jurisprudence judiciaire, notamment l'arrêt de la Cour de cassation du 5 février 1999, Oury, concernant la COB (RDBB, 1999, p.33, n°4), et du Conseil d'État du 3 décembre 1999, Didier, concernant le CMF (RFD adm., 2000, p. 584 et s., cond. A. SEBAN), insérée dans une étude plus générale du principe d'impartialité, v. P. CROCQ « Le droit à un tribunal impartial », *in Libertés et droits fondamentaux*, 9<sup>e</sup> éd., Dalloz, 2003, pp. 413-455, spéc. n° 613 et s., p. 440 et s.

36. Article L.621-2.IV du Code monétaire et financier, qui dispose notamment que « Les fonctions de membre de la commission des sanctions sont incompatibles avec celles de membre du collège ».

37. V. par ex. J. RIFFAULT-SILK, « Le projet de loi «Sécurité Financière» », *Rev. Sc. Crim.*, 2003, p. 580 et s.

38. D'une façon générale, Main SEBAN a montré que l'usage même du terme de « autorité » conduit à penser celle-ci analogiquement à l'autre type d'autorité que connaît notre système constitutionnel, l'autorité judiciaire (« Les formes institutionnelles impliquées par le droit de la régulation », *in Actualités du droit de la régulation*, n° spéc., Petites Affiches, 3 juin 2002, pp.

63-69).

**30.** L'évolution juridique de la notion d'établissement public s'opère donc à marche forcée<sup>39</sup>, mais cette personnalité juridique était utile, et même si l'efficacité ne peut suffire à conférer légitimité<sup>40</sup>, l'innovation n'est pas reprochable dès l'instant qu'un principe de l'État de droit n'est pas froissé. Elle l'est d'autant moins que la personnalité morale est par nature un moyen d'action, puisqu'elle est synonyme de titularité de droits et d'obligations et permet au sujet de droit d'entrer librement dans le commerce juridique. Tout d'abord, la personnalité juridique assoit et accroît l'indépendance de l'organisme, puisqu'il peut agir sans avoir à se mettre sous couvert de la personnalité juridique d'un autre. Cela justifia que la Banque de France, par le seul pouvoir de la jurisprudence, ait été dotée de cette puissance<sup>41</sup>.

**31.** Il est vrai qu'à cet égard la situation du régulateur financier fut toujours mystérieuse, puisque les textes antérieurs à la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 confiaient déjà au président de la COB le soin de saisir les juridictions, les conventions internationales de coopération étaient signées par l'organisme comme s'il en avait eu le pouvoir juridique formel, et la jurisprudence admettait expressément son pouvoir d'action en justice propre devant le juge administratif, certes en matière fiscale<sup>42</sup>. Bref la personnalité morale de la COB couvrait. La jurisprudence judiciaire adhérant plus généralement à la thèse de la réalité de la personne morale et la maturation du système auraient peut-être produit une reconnaissance par le juge d'une personnalité réellement exercée, et donc implicitement conférée. Le législateur a raccourci le mouvement.

**32.** Cette personnalité juridique permet une amélioration très nette du maniement de la répression par l'Autorité des marchés financiers. En effet, les nouvelles dispositions permettent à celle-ci soit d'utiliser son droit d'action en justice pour se constituer partie civile<sup>43</sup>, soit d'entamer en quelque sorte pour son propre compte une procédure répressive, le pouvoir d'auto-

39. F. MELLERAY, « Une nouvelle crise de la notion d'établissement public : la reconnaissance d'autres personnes publiques », AJDA, 2003, p. 711 et s.

40. M.-A. FRISON-ROCHE, « Réversibilité entre légitimité et efficacité dans les systèmes de régulation », in Les régulations économiques : légitimité et efficacité, préc.

41. Tribunal des Conflits, 16 juin 1997, RFDA, 1997, p. 823, tond. ARRIGHI DE CASANOVA.

42. CAA, ch.2A, 1<sup>er</sup> décembre 1998, COB (RDBF, 2000, n° 83, p. 98), évoluant ainsi par rapport à la jurisprudence judiciaire qui avait posé que, faute de personnalité morale, la COB ne pouvait prétendre être partie dans l'instance au cours de laquelle sa décision est contestée (Com., 15 mars 1994, Lezeau, Bull. civ., IV, n°107).

43. Article L.621-16-1 du Code monétaire et financier.

saisine étant une arme nécessaire des régulateurs<sup>44</sup>. La personnalité juridique est gage de pouvoir mais aussi d'obligation de rendre compte. Historiquement, c'est pour obliger des groupements à répondre de leurs agissements que la thèse de la réalité de la personne morale a été adoptée. Dès lors, la responsabilité de l'Autorité des marchés financiers pourra être engagée en tant que telle. Cela ouvre d'une nouvelle façon la question de la responsabilité de l'État du fait de son régulateur, responsabilité qui va moins de soi en raison de cette autonomie renforcée, mais qui offre pourtant une plus ample et plus directe capacité d'indemniser les victimes<sup>45</sup>.

**33.** Ces évolutions institutionnelles, en creux quant à la suppression de la dualité des régulateurs financiers, en contours pleins quant à la qualification du régulateur comme *personne publique indépendante dotée de la personnalité morale*, concourent effectivement vers la mission du régulateur, suffisamment puissant et indépendant pour tenter de réguler le flot des informations requises pour le bon fonctionnement du marché, suffisamment unifié pour faciliter la construction d'un marché financier européen. Mais ces évolutions ne sont que de la petite monnaie par rapport à ce qu'aurait pu faire le législateur français, s'il avait eu plus de temps pour en mesurer les conséquences, s'il n'avait pas été pris à la gorge par les problèmes cruciaux de fiabilité et de contrôle des comptes.

## IV Un régulateur financier en devenir

**34.** Reprenons la méthode simple selon laquelle les contours institutionnels d'un régulateur doivent être conçus par rapport à la mission qui est confiée à celui-ci<sup>46</sup>. Comme la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 le reprend, la tâche du régulateur financier est de protéger l'épargne, de veiller à l'information des

44. Pour sa possible remise en cause par la Cour d'appel de Paris, v. l'arrêt KPMG du 7 mars 2000 ; pour sa conformation, dès l'instant que l'acte d'aurosaisine ne scelle pas déjà le sort de la personne poursuivie, C.E., 20 octobre 2000, Habib Bank (Petites Affiches, 23 octobre 2000, p. 3). Sur l'approbation de ce pouvoir spécifique, v. C.ADAM, M. BAZEX et S. BLAZY, « Le point sur la saisine d'office des autorités administratives indépendantes » (LDPA, déc. 2000, p. 2), pour sa critique, v. M. COLLET, « De la consécration à la légitimation. Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation », in Les régulations économiques : légitimité et efficacité, préc., pp. 41-57.

45. Sur la question déjà ouverte concernant les banques centrales indépendantes dotées de la personnalité morale, v. The Accountability of National and Supranational Regulators, British Institute of International and Comparative Law, sous presse.

46. V. *supra* n° 7 s.

investisseurs et au bon fonctionnement des marchés financiers. Ces trois efforts convergent vers l'efficacité des marchés financiers, notamment la capacité des cours à refléter la valeur économique et financière des émetteurs et à mesurer les risques<sup>47</sup>. La qualité de l'information alimente à la fois la liquidité et la sécurité des marchés d'instruments financiers.

**35.** Dès lors, la mission principale du régulateur financier n'est pas, contrairement aux régulateurs d'industrie de réseaux et alors même que la structuration économique n'est pas si différente entre ces marchés<sup>48</sup>, de faire pénétrer de la concurrence, mais plutôt de veiller à la qualité de l'information sur les produits offerts et à éviter l'avènement ou la propagation de crises. Dans ces conditions, l'information comme le risque circulent en porosité entre les secteurs financiers, bancaires et assurantielles. C'est pourquoi la *Financial Services Authority* anglaise étend son pouvoir de régulation sur ces trois secteurs. La porosité entre banque et finance, du point de vue des activités, des produits, des risques, voire des types d'investisseurs, démetteurs et d'intermédiaires, justifie ce réajustement des contours de l'autorité par rapport à sa mission, ici principalement la prévention du risque systémique. De nombreux pays, non seulement l'Angleterre, mais encore l'Allemagne ou la Suède et la Norvège, ont confié au régulateur financier le pouvoir de réguler ces trois secteurs. Si l'on affirme par ailleurs que la simplicité serait une valeur en soi, pourquoi reculer devant celle-ci ?<sup>49</sup>.

**36.** Plus conceptuellement, l'idée n'est pas de démultiplier les activités du régulateur, il s'agit au contraire de le concentrer sur la mission de gestion de risque, qui suppose que les contours de l'autorité suivent la géographie même de la naissance et de la propagation des informations et des dangers, de la banque à la finance, de l'assurance à la finance. Cette force centripète du secteur financier sur les autres explique que la fusion se soit opérée au profit du régulateur financier, désormais *princeps*. La loi française s'est contentée d'organiser des coopérations entre des régula-

47. M. NUSSENBAUM, « La formation des cours de bourse », in *L'évolution du droit boursier*, n° spéc., Revue de Jurisprudence Commerciale, nov. 2003.

48. Ch. de BOISSIEU, « Comparabilité économique entre système concurrentiel de biens et services et système boursier et financier », in *Droit boursier et droit de la concurrence*, n° spéc., Petites Affiches, 21 juillet 1999, p. 5 et s.

49. En faveur de ce type de fusion, v. J.-J. DAIGRE, qui se prononce pour la fusion concernant le contrôle prudentiel et déontologique mais demeure réticent concernant le pouvoir de prévention des risques systémiques bancaires (« De l'Autorité des marchés financiers à une Autorité financière unique », RDBF, 2003, p. 347-349).

teurs demeurés sectoriels<sup>50</sup>, laissant mûrir l'idée d'un régulateur plus intégré<sup>51</sup>. L'informel est donc préféré, sous la forme du Conseil consultatif du secteur financier<sup>52</sup> et du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financière, qui formule des avis sur l'organisation des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et les entreprises d'investissements<sup>53</sup>, ou à travers l'espérance d'une « bonne entente » entre régulateurs financier et bancaire<sup>54</sup>.

**37.** De la même façon, les différents scandales financiers ont montré toute la porosité existant entre le fonctionnement que l'on croyait encore interne des sociétés et les mécanismes que l'on disait externes sur les marchés financiers. Lorsque la société émet des instruments financiers, cette distinction disparaît quasiment, ce qui renouvelle les mécanismes de contrôle et leurs institutions. Ainsi, la régulation des marchés financiers doit se faire de plus en plus à travers les contrôles internes, voire des moyens de contrainte plus nets, visant à s'assurer de la solidité financière des acteurs cruciaux, montrant ici l'interférence entre les normes de solidité financière et les normes d'information financière.

**38.** Ainsi, non seulement le fonctionnement des sociétés et la régulation convergent<sup>55</sup>, mais encore le prudentiel et le « régulateur » sont en train de se rejoindre, notamment parce que le prudentiel quitte une définition technique limitée aux établissements de crédit ou d'assurance pour s'étendre à toutes les entreprises de référence d'un secteur en ce que toute défaillance d'une entreprise de référence cause un choc de

50. Sur l'approbation plus générale de systèmes de régulations construits sur l'institution de régulateurs sectoriels dont les complémentarités sont renforcées, v. J. DE GUILLENCHMIDT, « Le sectoriel et le général dans le droit de la régulation », in *Droit de la régulation : questions d'actualité*, préc. pp. 58-62, spéc. p. 61 et s.

51. N. DECOOPMAN, « La nouvelle architecture des autorités financières. Le volet institutionnel de la loi de sécurité financière », préc., n° 6 et s., p. 1819 et s.

52. L'article L.614-1 du Code monétaire et financier, qui charge expressément l'organisme « d'étudier les questions liées aux relations entre, d'une part, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les entreprises d'assurances et, d'autre part, leurs clientèles respectives, et de proposer toutes mesures appropriées dans ce domaine, notamment sous forme d'avis ou de recommandations d'ordre général ».

53. Art. L.614-2 du Code monétaire et financier (pour un exemple lors de l'élaboration de règlement, v. art. L.611-3 du Code monétaire et financier).

54. V., par ex., A. PEZARD, *Code monétaire et financier commenté*, Litec, n° 1106, p. 421.

55. D. SCHMIDT, « Le droit des sociétés a-t-il été intégré par la loi NRE dans la logique de la régulation ? », in *Droit de la régulation : questions d'actualité*, préc. pp. 26-28. V. aussi M.-A. FRISON-ROCHE, « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », in *Mélanges Dominique Schmidt*, Joly éd., à paraître.



confiance, cette confiance que le législateur français a voulu restaurer d'une façon générale à l'égard des marchés financiers. Ainsi, l'argument réservé jusqu'ici aux établissements de crédit, justifiant la nasse prudentielle dans laquelle ils sont insérés parce que leur défaillance est un enjeu de confiance<sup>56</sup>, peut désormais s'étendre à tout acteur significatif des marchés financiers<sup>57</sup>.

**39.** Le régulateur financier français ne fait donc que commencer sa mue.

56. Ch. LEGUEVAGUES, Droit des défaillances bancaires, coll. « Pratique du droit », Economica, 2002.

57. V. not. D. ROBINE, La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives, coll. « Bibliothèque de droit privé », LGDJ, 2003.