

Préface

En son temps, le général de Gaulle avait affirmé : « *La politique de la France ne se fait pas à la corbeille* »¹, voulant ainsi marquer que l'opinion des milieux financiers, pour importante qu'elle soit, n'avait qu'un rôle mineur sur la vision qu'il se faisait du devenir de la France.

Aujourd'hui, quel dirigeant d'une société cotée pourrait se permettre une telle liberté d'esprit à l'égard des marchés financiers ? *De facto*, l'opinion des gérants professionnels de l'épargne oriente, pour ne pas dire dicte, la politique des entreprises dont le capital est ouvert au public. Les dirigeants des plus grandes sociétés suivent le cours de leur titre comme autrefois un courtisan guettait les humeurs de son roi. C'est à travers ce cours que s'exprime le plaisir ou le déplaisir des nouveaux souverains. Que le cours monte, gloire et fortune arrivent ; que le cours baisse et la disgrâce est proche.

C'est à une analyse de la rationalité de cet état de fait que nous invite M. Bouthinon-Dumas. En effet, si un dirigeant de société suit avec autant d'inquiétude le cours de son titre, c'est qu'il y lit l'opinion que les investisseurs ont de sa société. Lorsque le cours monte, il y lit que les investisseurs pensent que la valeur de société va elle-même augmentant. Et réciproquement. Mais cette attitude n'est rationnelle qu'autant que le cours reflète effectivement la valeur de la société. Et c'est à cette question fondamentale que M. Bouthinon-Dumas se propose de répondre : le cadre juridique dans lequel s'établit le cours de bourse permet-il de considérer rationnellement que le cours d'une action est le reflet de la valeur de la société ?

Bien évidemment, une telle entreprise suppose que l'on s'accorde sur ce qu'est la rationalité. M. Bouthinon-Dumas propose au lecteur de voir dans les sciences économiques le guide de cette rationalité. Son propos est ainsi de relire le régime juridique de l'établissement du cours d'une action à travers le prisme du modèle du marché tel qu'il est établi par les sciences économiques. Dans cette perspective, le modèle du marché doit se comprendre comme la description du

1. Conférence de presse du 28 octobre 1966.

mécanisme qui conduit à la fixation de la valeur d'une chose par l'opinion synthétique que s'en fait une collectivité.

D'emblée, il convient de préciser que l'œuvre de M. Bouthinon-Dumas est une œuvre de juriste et non d'économiste. Elle est une œuvre de juriste car l'objet de son étude est bien le droit positif. Son propos n'est pas de discuter le modèle du marché offert par les sciences économiques. Son modèle du marché est celui de l'analyse économique classique tel qu'il a été exprimé par Walras. C'est en s'appuyant sur ce modèle, qui est ainsi en quelque sorte le donné, qu'il construit son analyse de la réglementation.

En outre, même dans son appréciation de la réglementation, l'auteur s'inscrit dans la tradition juridique. L'objectif de M. Bouthinon-Dumas n'est pas de proposer une analyse du cours de bourse inspirée de la *Law and Economics*. Son propos n'est pas de discuter le caractère efficient ou non de la réglementation existante. Il est de voir si les différents éléments qui constituent le modèle économique du marché peuvent s'exprimer et donc jouer leur rôle, ou si, à l'inverse, les règles juridiques entravent la prise en compte de certains éléments du modèle, faussant dès lors le fonctionnement du marché. Autrement dit, les éléments juridiques conduisant à la formation du cours de bourse reflètent-ils le modèle économique du marché, auquel cas, il est rationnel de considérer que le cours reflète la valeur de la société ; ou bien, au contraire, observe-t-on un écart entre la réglementation et le modèle, auquel cas, le cours de bourse est biaisé et il n'est plus rationnel d'en induire la valeur de la société.

Respectant le cahier des charges qu'il s'est implicitement fixé, l'auteur commence, dans un premier temps, par vérifier si de par ses caractéristiques l'action de la société peut bien être le véhicule de la valeur de la société.

Cette vérification le conduit d'abord à voir si les prérogatives juridiques à l'égard de la société que confère une action sont de nature à refléter sa valeur. En reprenant successivement les prérogatives financières puis politiques de ces titres, l'auteur montre comment les droits que donnent ces titres vont permettre de prendre en compte les éléments, comme l'anticipation des revenus futurs, qui selon le modèle économique du marché, influent sur l'opinion que les investisseurs se font de la société et donc leur permettent d'évaluer la société.

Cette vérification, conduit ensuite l'auteur à voir si les modalités de transfert de l'action permettent de considérer que l'action est un bien au sens que le mot a dans le modèle économique du marché. L'auteur vérifie ainsi si l'action donne bien une exclusivité sur la valeur qu'elle représente et si cette valeur est indifférente à la personne de l'actionnaire autrement dit si la valeur de l'action n'est pas altérée par un transfert.

Ayant vérifié que l'action présente effectivement les qualités pour pouvoir être considérée comme un bien au sens du modèle économique du marché, M. Bouthinon-Dumas entreprend, dans un second temps, de rechercher si le fonctionnement de la bourse est bien celui d'un marché au sens du modèle économique.

La vérification de l'assimilation des conditions de fonctionnement de la bourse à celles d'un marché au sens du modèle économique amène l'auteur, d'abord, à rechercher si les opérateurs du marché boursier agissent dans un contexte d'information suffisant. C'est à travers le régime de la production et de la diffusion de l'information qu'il mène sa vérification.

L'information des acteurs étant établie, l'auteur examine si les modalités de la rencontre de l'offre et de la demande, à travers une infrastructure de négociation, sont assimilables à celles du modèle du marché.

La démonstration se termine enfin par l'observation que le droit utilise le cours comme indicateur de la valeur de la société.

Sans conteste, l'entreprise de M. Bouthinon-Dumas est un défi ambitieux. Suivre le modèle économique du marché développé par Walras et être capable d'en faire la vérification à travers le dédale des règles applicables, tantôt étatiques comme le droit des sociétés ou la législation de l'appel public à l'épargne, tantôt d'une nature plus incertaine comme l'organisation interne des institutions boursières, impliquait une maîtrise rare du domaine. Mais force est de constater que M. Bouthinon-Dumas a su relever avec talent le défi qu'il s'était lancé à lui-même.

Une langue soignée et un art consommé de la pédagogie sont au service d'une démonstration dont la progression paraît irrésistible. Réalisant un pont entre la tradition économique et la tradition juridique, M. Bouthinon-Dumas propose une analyse qui, s'appuyant sur une discipline, permet à l'autre d'avoir une vision globale et donc de donner une cohérence à un phénomène encore mal maîtrisé.

Sans doute, pourrait-on dire, cette rencontre des traditions et la vision qu'elle offre laissent une place pour la discussion. Le recours au modèle walrassien du marché peut sembler faire l'impasse sur les limites de la rationalité que certains économistes contemporains ont mises en lumière. De même, comme le relève l'auteur, la nouvelle architecture des infrastructures de négociation qui résulte de la directive MIF, repose sur des principes d'inspiration étrangère et s'accorde mal avec la vision traditionnelle de la cotation. Sans doute, serait-on tenté de voir là des limites à l'entreprise. Pour autant, ces limites ne sont que la rançon de la mesure et de la sagesse de l'auteur. Loin de vouloir faire œuvre de révolution, M. Bouthinon-Dumas prend les sciences économiques et le droit positif en l'état où le consensus majoritaire des spécialistes les met. C'est ainsi en s'appuyant sur des berges consolidées par la tradition et l'expérience qu'il construit le pont les reliant.

À une époque de mutations, pour ne pas dire de tourbillons, où les entreprises passent de l'ère du capitalisme industriel à l'ère du capital boursier, voire peut-être à l'ère du capitalisme des marchés d'instruments financiers, l'ouvrage de M. Bouthinon-Dumas pose une question simple mais fondamentale. De façon plus méritoire encore, il y apporte une réponse claire.

Philippe DIDIER
Professeur à l'Université René Descartes (Paris V)