

Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers

Réflexions générales



Marie-Anne Frison-Roche

Professeure à Paris-Dauphine (Paris IX)
Institut de droit économique, fiscal et social

1. Naguère, on pouvait étudier le droit tranquillement, protégé par les postulats et les opinions arrêtées ; avec la même assurance juridique, on pouvait se pencher sur le droit commercial, pourtant déjà réputé comme dangereux, parce que mouvant et parce que mercenaire, mais finalement branche ordinaire du droit, simplement un peu plus compromise dans l'argent que le droit civil.

Ainsi, pour le droit des marchés financiers, deux postulats étaient posés, avant qu'on ne laisse s'ébattre des règles spécifiques, teintées de particularismes certes, infléchis par la structure du marché, mais enfin des règles reconnaissables malgré les déformations. Tout d'abord, il était acquis que les marchés financiers sont naturellement un objet de réglementation et que cette réglementation est de nature juridique. L'intervention des règles juridiques paraissait toute naturelle, puisque le droit recèle par excellence la normativité requise. En outre, les marchés financiers étaient perçus comme localisés territorialement. Ainsi, conclusion du syllogisme, le droit français régit naturellement les marchés financiers français.

2. Que de déconvenues ensuite pour le juriste ordinaire – c'est-à-dire formé classiquement – que je suis. Ce trouble a essentiellement deux sources. Tout d'abord, l'existence des marchés financiers n'appelle pas nécessairement une réglementation extérieure normative. Ainsi, des marchés financiers spontanés, de gré à gré, se développent, sans autorité de marché lorsqu'ils sont organisés et sans règles d'organisation extérieurement posées s'ils sont de gré à gré ; et puisqu'ils existent, il faut bien les concevoir. Ce fût l'un des thèmes majeurs des entretiens de la Cob de 1994. Mais un marché non réglementé n'est pas nécessairement un marché non régulé. On peut imaginer qu'une régulation s'opère par les lois objectives du marché, rapprochant le marché financier de la théorie générale du marché, ou qu'une régulation subjective se mette en place, par le jeu de l'autonomie de la volonté des partenaires, rapprochant le marché financier de la théorie générale des contrats, qu'il s'agisse en la matière de la théorie juridique classique des obligations ou de la théorie économique des conventions.

3. Si l'on en revient à supposer une régulation qui ne soit pas spontanée, une réglementation au sens général du terme, pourquoi la règle de droit s'imposerait-elle comme instrument approprié pour cela ? Des concurrents normatifs, ou infra-normatifs, viennent sur les rangs pour régir le marché, notamment la déontologie.

Et même si l'on retient l'hypothèse d'une régulation juridique, de normes réglementaires, d'autorités de marché chargées de la mission de service public de veiller à leur effectivité, se pose alors nécessairement la question de savoir quelle est la fonction assignée à cette organisation juridique. En effet, une conception instrumentalisée de la norme juridique, telle que l'accueille, voire l'exige, le droit financier, ne peut trouver fondement et stabilité que dans une finalité bien définie ; on ne peut tout à la fois concevoir le droit comme instrument et se dispenser de déterminer le but qu'il doit servir.

4. Dès lors, première alternative : le droit doit-il favoriser les mécanismes objectifs du marché financier, comme le droit de la concurrence le fait pour le marché des biens et services, ou doit-il entraver cette belle mécanique ? Dans une seconde branche de l'alternative, une nouvelle interrogation apparaît : le droit devrait-il légitimement entraver la loi du marché libéral pour imposer la vertu de transparence, dont on admet aujourd'hui qu'il est naturellement démuné ? Ou bien encore le droit a-t-il pour mission supérieure d'imposer une certaine justice sociale, à travers notamment la protection de l'épargnant, version consumériste de l'investisseur ? Ou bien enfin le droit a-t-il pour ambition de moraliser le marché, notamment par des interdictions pénales, telles que la répression du délit d'initié ?

5. Tout cela ne semble pas aujourd'hui fixé. Ça l'est d'autant moins qu'une autre source de perplexité apparaît. En effet, les marchés financiers ne sont plus des espaces clos et géographiquement bornés. Ils communiquent entre eux et sont même aptes à s'entre-dévorner par la concurrence exercée. Les échanges transnationaux sont si intenses qu'ils finissent par former une sorte de tissu financier dont la texture, de plus en plus serrée et régulière dans l'entrecroisement,

évoque l'idée d'un marché financier mondial. Il s'agit là d'un effet du libéralisme qui, désormais, semble la chose la mieux partagée du monde. Mais cela vient aussi de deux phénomènes techniques, à savoir l'aptitude à transporter la chose vendue à l'autre bout du monde, en un instant et sans coût significatif. Cette extraordinaire volatilité des échanges financiers vient aussi du fait que les objets échangés, essentiellement les valeurs mobilières, n'ont plus toujours de matérialité. Cela entraîne des incertitudes nouvelles, notamment quant à leur aptitude à faire l'objet d'un dépôt, ce dont doute nettement Trevor Brown et Richard Parolai (1). Ainsi, le droit financier devient le droit le plus abstrait qui soit puisqu'il porte sur des objets sans consistance et d'une mobilité absolue. Dès lors, comment un droit techniquement relié à un territoire et conçu par les choses corporelles, sans même remonter aux abeilles et aux pigeons du code civil, pourrait-il même survivre à de pareils changements ?

6. Mais rien n'est jamais vraiment nouveau et donc jamais aussi effrayant qu'on peut le présenter de prime abord. Ainsi, Max Weber, dans son ouvrage posthume d'histoire économique, paru en 1923, ouvrage qu'il sous-titrait «Esquisse d'une histoire universelle de l'économie et de la société», s'inquiétait de la mondialisation des échanges économiques et se demandait comment on parviendrait à régir de tels mouvements, dans leur ampleur, leur masse et leur rapidité.

Mais on peut remonter plus loin encore. Ainsi, le pré-socratique Héraclite affirmait, dans la querelle philosophique de l'être et du devenir, qu'il n'existe que du devenir dans le monde et qu'il est dénué d'être stable et permanent. Pour se faire comprendre, il a évoqué l'image célèbre du fleuve qui coule et qui n'est jamais le même lorsqu'on s'y plonge. Tout change, tout passe, rien ne se ressemble et aucune règle stable ne peut venir imposer une quelconque stabilité. Jean Carbonnier soutient, dans son livre de sociologie juridique, que c'est bien Héraclite qui, par là et même s'il ne pensait pas précisément au droit, a défini le mieux ce dernier, ou plutôt la difficulté inhérente à la règle de droit : elle prétend donner une règle générale et fixe dans le temps, alors que le fleuve coule entre ses doigts. Pièdre normativité. Et cette image convient fort bien aux flux financiers qui se déversent dans les places boursières : comment le droit songerait-il à les retenir ? Il ne peut être qu'emporté. Certes, l'analogie du cours d'eau a ses limites, car l'homme a su aussi construire des barrages, comme cadres des courants. Mais la marée financière qui recouvre le monde entier et les criques où s'installent les bourses privées laissent tout de même le droit classique bien démuni. En effet, comment, dans les conditions précédemment décrites, peut-il y avoir un cadre juridique à des marchés financiers mondialisés et privés ? Mais d'abord, pourquoi le faudrait-il ?

I - Pourquoi faut-il un cadre juridique à la mondialisation des marchés financiers ?

7. Le juriste, en cordonnier bien chaussé, a tendance à présumer que le droit doit être partout, qu'il est indispensable et qu'il est le recours contre tout désordre. Il est vrai que la juridicisation de nos sociétés tend à donner raison à un

tel appétit. Mais l'aptitude du droit à constituer le cadre de la mondialisation des marchés financiers, voire sa légitimité à le faire, ne s'impose pourtant pas d'elle-même. Tout d'abord, parce que cette mondialisation se traduit par une attraction extraordinaire du modèle concurrentiel qui se dispense de cadre juridique. Ensuite, parce que si la nécessité s'impose d'une régulation extérieure à la loi du marché, il n'est pas dit qu'elle doive être de caractère juridique.

A. Marchés financiers mondialisés et modèle concurrentiel

8. Voici encore une distinction naguère simple : il existe, d'une part, des marchés concurrentiels de biens et de services, organisés spontanément, le droit assurant l'effectivité de leur bon fonctionnement en réprimant les comportements anticoncurrentiels et, d'autre part, des marchés financiers réglementés par des normes imposées par des autorités de marché. Pas de confusion des genres. Mais aujourd'hui le premier modèle concurrentiel prend pied dans l'organisation des marchés financiers, du fait de leur mondialisation. Il convient donc de mesurer la puissance de cette attraction avant d'en observer les freins.

• L'attraction des marchés financiers vers un modèle universel de marché concurrentiel

9. Il y a tout d'abord un lien naturel entre marchés financiers et marchés concurrentiels des biens et des services, dans la mesure où la bonne santé de l'entreprise, dans son activité sur les seconds, se traduit par la valeur élevée des titres qu'elle émet et qui circulent sur les premiers. Le relâchement de cette corrélation, voire de cette causalité, entraîne le phénomène de «bulle financière» dont on dénonce les méfaits, notamment en ce qu'elle fragilise considérablement le marché financier et accroît les risques systémiques.

En outre, Pierre Clauzel (2) a montré que la cotation d'une valeur, notamment sur une place étrangère, pouvait être, à titre principal, un moyen de pénétration du marché de biens et services territorialement rattaché.

10. Mais l'attraction du modèle concurrentiel va beaucoup plus loin. Tout d'abord, les marchés financiers qui ne sont pas réglementés, qui ne sont pas même organisés, ces bourses privées qui prospèrent et se multiplient dans le monde anglo-saxon, qui apparaissent en filigrane dans la fin prochaine du monopole des sociétés de bourse en France, ne sont pas régies par d'autres lois que l'ajustement de l'offre et de la demande, le prix se dégageant spontanément de cette confrontation. Et la transparence n'est pas intrinsèque au mécanisme. Il s'agit donc bien d'un marché concurrentiel et autosuffisant, apte à récuser la nécessité d'une régulation extérieure pour son bon fonctionnement. Ces bourses privées constituent donc des îlots concurrentiels dans la géographie des marchés réglementés ou organisés.

11. Mais la concurrence intervient aussi entre marchés. Elle intervient ainsi entre places financières, comme l'a montré Hubert de Vauplane (3), la directive sur les services d'investissement ayant en quelque sorte supprimé les barrières à l'entrée. La concurrence s'instaure également entre les différentes sortes de marchés financiers, réglementés, organisés ou

(1) L'analyse juridique de l'activité de conservation globale, p. 27.

(2) Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, p. 18.

(3) Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières, p. 36.

de gré à gré. Pierre Clauzel (4) a ainsi montré le caractère multiforme de la globalisation des marchés financiers.

12. Or, cela entraîne une véritable neutralisation de la règle de droit, selon ces deux axes concurrentiels précités. En effet et en premier lieu, la règle de droit subit elle-même la concurrence entre places financières. Si la règle de droit est défavorable à un acteur financier, qu'il soit l'émetteur, l'investisseur, bientôt l'intermédiaire, il ira faire l'opération sur une autre place. Ainsi, la vitalité d'une place financière est dépendante du caractère attractif de sa réglementation, et la prééminence de la place de Londres tient aussi de cela. Dès lors, le droit devient un instrument concurrentiel majeur, les dispositions juridiques étant mises en concurrence. On peut même dire que la règle de droit est, au sens large, un instrument financier. Cette neutralisation qui dissuade le pouvoir normatif de prendre des règles juridiques non attractives, voire répulsives, peut avoir bien des effets pervers. L'admission, sur la place de Paris, de modification des prix en cas de cession de bloc, afin de ne plus subir la fuite des opérations de ce type sur la place de Londres, alors que le mécanisme conforme à cette dernière est directement contraire à la structure de la bourse française, en est un exemple récent et marquant.

13. Mais s'opère aussi la concurrence entre types de marchés. Ainsi, plus on va contraindre normativement le marché réglementé et plus les bourses privées vont prospérer, comme le principe des vases communicants. La directive elle-même ne concerne que les marchés réglementés et les autorités de marché y ont place décisive. Il en résultera une liquidité comparée accrue des bourses privées. Si le marché réglementé ne veut pas perdre ses «parts de marché», il devra mesurer à cette aune aussi sa régulation.

Ainsi, l'attraction du modèle concurrentiel est telle que la régulation juridique ne semble avoir ni l'autorité requise, ni l'efficacité indispensable pour encadrer la globalisation des marchés financiers. Paradoxalement, c'est sans doute en tant que frein à sa constitution que l'instrument juridique peut retrouver une légitimité.

• Le frein à l'attraction du modèle concurrentiel

14. En effet, le droit des marchés financiers conserve sa légitimité à en former le cadre contraignant, en se démarquant du modèle concurrentiel. Tout d'abord, la régulation doit intervenir pour protéger l'épargnant, ainsi que l'a montré Hubert de Vauplane (5). Et non pas tant l'investisseur que l'épargnant. En effet, l'épargnant correspond à la figure économique du petit investisseur, version boursière du consommateur. Le pauvre profane, égaré dans la jungle financière où le guettent de multiples carnassiers, avertis... Or, un marché auto-régulé ne peut le protéger, et on rappellera que le droit de la concurrence qui sert un marché de ce type n'a pas pour objectif, quant à lui, de protéger le faible.

15. C'est pourquoi le droit financier puise dans une volonté de protéger l'épargnant de sa légitimité à réglementer. Or, sont particulièrement préoccupants les vices qu'Hervé Synvet (6) a si bien épinglés, à la façon d'un entomologiste, dans la

(4) Préc. p. 18.

(5) Préc. p. 36.

(6) Les limites du couple harmonisation-reconnaissance mutuelle, à paraître prochainement dans *Banque & Droit*.

(7) Préc. p. 36.

législation relative à la sollicitation du public. Le rapport d'étude du Sénat sur la mise en place du marché unique des services financiers insiste lui aussi sur l'insuffisance de la législation communautaire et interne en matière de démarchage et Hubert de Vauplane (7) y est revenu également.

Certes, cette distinction entre petit et gros investisseurs, pour lesquels le couple évoqué par Pierre Clauzel (8) du profit escompté et du risqué assumé n'est pas le même, peut précisément servir de guide à une régulation globale. En effet, la réglementation par segment de clientèle, esquissée par la directive sur les services d'investissements, évoquée aux entretiens de la Cob, est une des perspectives les plus raisonnables, cohérentes et prometteuses (9).

Le droit est alors pris non plus comme un instrument de l'organisation financière, mais comme le fer de lance d'une certaine justice sociale dans cette dernière, nouvelle pièce du grand débat sur la possibilité et la place de la justice distributive dans une société concurrentielle.

16. En outre, le droit doit intervenir pour moraliser les marchés financiers car, comme le marché concurrentiel et malgré l'anthropomorphisme courant de la description des marchés (10) celui-ci ne connaît pas la distinction du bien et du mal. La question de la coordination internationale en matière de délit d'initié avait été examinée lors du précédent colloque de l'AEDBF (11). Cette préoccupation montre également que la loyauté est un principe juridique à part entière, devenu tout à la fois majeur et autonome dans le droit des contrats.

17. Cela aboutit à l'observation élémentaire – mais l'élémentaire s'aperçoit souvent en fin de ligne – que ce sont bien des contrats qui permettent le fonctionnement des marchés financiers. On en revient alors au droit le plus classique qui soit. Ainsi, Trevor Brown et Richard Parolai (12) a bien montré l'importance de la qualification juridique des rapports entre acteurs financiers, notamment pour déterminer le jeu des responsabilités.

Il est donc avéré qu'une régulation extérieure doit s'opérer et qu'on ne peut laisser sans cadre la mondialisation des marchés. Mais pourquoi faudrait-il qu'il s'agisse d'un cadre juridique ? A première vue, le droit paraît en effet l'instrument le plus inadéquat qui soit.

B. Les difficultés d'une régulation de type juridique

18. Une régulation de type juridique est difficilement concevable en raison de l'origine ordinairement étatique de la règle de droit. On est pourtant contraint de revenir vers le droit en raison des déficiences concrètes des autres sources concevables de régulation. S'opère alors un mouvement dialectique conduisant naturellement à repenser la question des sources du droit.

• L'impossibilité d'un droit d'origine étatique

19. Depuis des décennies, depuis les ravages de ce que l'on appelle le positivisme étatique, on affirme que le droit a sa source dans l'État. Il en est l'instrument et exprime sa puis-

(8) Préc. p. 18.

(9) P. Clauzel, p. 18.

(10) H. Synvet, préc. (6).

(11) *Bull. Joly*, Bourse et produits financiers, n° spéc. avril 1994, pp. 71 s.

(12) Préc. p. 27.

sance et sa souveraineté. Mais l'État lui-même est lié aux notions de territoire et de nation. Il a beau vouloir étendre sa puissance au-delà de ceux-ci, et Hervé Synvet (13) a montré la tendance expansionniste du droit national que l'on rencontre en droit financier comme ailleurs, l'État ne peut dominer les autres États en imposant une régulation globale. Si le marché est internationalisé, ou plus encore s'il perd toute localisation, le droit ne peut plus s'appliquer. Il y a ainsi une impossibilité politique d'une régulation juridique des marchés financiers mondialisés.

20. On comprend dès lors que l'idée d'un régulateur supranational soit, d'une façon quasiment intuitive, rejetée (14). Il faudrait en effet une sorte de «super-législateur», à travers ce que Bruno Oppetit a dénoncé comme le «mythe du législateur suprême», et un «super-État» qui le constitue. Or, d'une façon politique, l'abandon de souveraineté n'est pas concevable et, d'une façon théorique, l'affaiblissement des théories de l'État interdit une telle évolution. Cela explique aussi, en partie, pourquoi l'idée d'une cotation européenne peut être qualifiée d'arlésienne par Hubert de Vauplane (15). Ainsi, tant qu'on lie droit, souveraineté et État, une régulation juridique globale est inconcevable. C'est pourquoi d'autres modèles de régulation se proposent. Il ne vont pas sans difficulté.

• Les difficultés d'une régulation a-juridique

21. Une première idée serait de laisser le marché financier aux financiers eux-mêmes et aux autorités professionnelles, sans que le droit normatif vienne entraver les usages, les pratiques, les normes techniques, élaborés ainsi en vase clos. La justification d'un tel système est d'ordre technique mais aussi d'ordre sociologique. En effet, les sociétés occidentales mettent, aujourd'hui, au premier plan la performance technique des machines et la compétence technique des hommes qui les conçoivent et les manient. Dès lors, doit avoir le pouvoir de décider et de régir les techniques dont il s'agit, celui qui est le plus compétent techniquement : l'expert. C'est ce que l'on appelle la société «expertale». Or, en matière de finance (16) ce sont les financiers qui maîtrisent les processus et ce serait donc à eux d'en forger le cadre adéquat, le droit étant beaucoup trop grossier pour le faire.

22. L'inconvénient est qu'il y aura alors ce que l'on peut appeler la «dérive financière des marchés financiers», selon laquelle le droit n'est rien, ou plutôt rien d'autre qu'un obstacle qu'il convient d'ignorer ou de contourner au plus vite. Cette culture financière a-juridique, voire anti-juridique, ne fût d'ailleurs pas sans quelques concrétisations par le passé. Mais ce mouvement se retourne comme la piqûre du scorpion lorsque le droit reprend ses droits, notamment sous la forme pénale ou par les principes du droit des obligations naturellement appliqués par les juges lors des contentieux ultérieurs. En outre, le droit doit veiller à ce que le petit investisseur ne soit pas happé et englouti par tant de compétences et de sophistications.

23. La seconde régulation a-juridique possible se réfère à un fondement éthique des comportements, à travers notamment les règles déontologiques. Ainsi, lorsque la directive sur les services d'investissement fait référence, au titre des normes de comportement que le pays d'accueil impose, à

l'équité, notamment lorsqu'il y a conflit d'intérêts entre les clients de l'intermédiaire financier, est-ce précisément à cette dimension qu'elle en appelle ? Or, on sait que l'équité est souvent le contraire, ou à tout le moins, le substitut du droit et l'esprit révolutionnaire français avait appris à s'en méfier comme la marque première de l'arbitraire.

24. Cette sorte d'accord de base sur ce qu'il convient de faire constitue cet «esprit de club» auquel se réfère Jean-Pierre Mattout (17). L'importance de la culture anglo-saxonne en droit financier n'est d'ailleurs pas indifférente au phénomène. Est symptomatique à ce titre l'observation d'Hervé Synvet (18) qui, relevant que la directive sur les services d'investissement était loin de tout aborder, remarque que pour le reste «on se fait crédit». Dès lors, ce qui compte, c'est la bonne tenue de l'intermédiation boursière et lors des précédents travaux de l'association, il était affirmé que des règles de conduite étaient spontanément suivies, car sinon l'acteur financier était exclu de fait du monde de la finance (19).

Ainsi, la déontologie suffirait principalement à régir les comportements, ce qui permettrait un allègement de l'encadrement réglementaire, rendant ainsi inutiles des mécanismes administrativement trop lourds, comme des séparations institutionnelles des activités et des comptes auxquelles se réfère Béatrice Taevernier (20), non sans réserve d'ailleurs.

25. Mais alors, on retrouve la célèbre problématique de la *lex mercatoria* et ses assises incertaines. En outre, la dérégulation, les évolutions techniques, les marchés émergents remettent en cause ce phénomène sociologique de club. Enfin, la globalisation des marchés financiers n'a été possible qu'en raison des réseaux d'infrastructures électroniques dont le coût est par ailleurs très important. Or, joue en sens inverse ce que l'on appelle, en théorie économique, «l'effet de club». Cela signifie que la participation d'un acteur à un réseau technique voit son utilité croître avec l'expansion du réseau à d'autres partenaires : ainsi, la multiplicité des abonnés du téléphone augmente l'intérêt de s'inscrire dans le réseau. De la même façon, la mise en place de connexions électroniques entre marchés tend nécessairement à solliciter de nouveaux partenaires et à intégrer de nouvelles places financières, même si leur déontologie n'est pas à niveau égal. Ainsi, se développe une opposition paradoxale entre l'esprit de club, au sens sociologique du terme, et l'effet de club, au sens technologique du terme.

26. Enfin, la question d'un encadrement de la mondialisation des marchés financiers ne peut laisser de côté la question des autorités de marchés. Elle ne peut donc se résoudre qu'en termes de droit. Certes, mais nous voilà au milieu du gué. Comment, en effet, mettre en place un tel dispositif ?

II - Comment peut-on élaborer le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers ?

27. La voie la plus raisonnable semble bien, ici comme ailleurs et selon le processus communautaire, l'adaptation et

(19) Ch. Clark, «La préparation et la diffusion des informations. Responsabilités des banquiers et juristes», *Bull. Joly*, avril 1994, n° spéc. préc., pp. 21 s., spéc., p. 26.

(20) Internationalisation des marchés des produits, et des intermédiaires dans le cadre européen p. 21.

(13) H. Synvet (6).

(14) P. Clauzel p. 18.

(15) Préc. p. 36.

(16) L'activité de *global custodian*, voir introduction II-2.

(17) Présentation générale des travaux.

(18) Préc. (6).

le rapprochement des droits existants. Mais les embûches que ce mouvement rencontre incite à réfléchir sur une nouvelle conception de la règle de droit susceptible de trouver application en matière financière.

A. L'adaptation et le rapprochement des droits existants

28. Chacun s'accorde à saluer les progrès opérés quant aux acteurs et aux autorités de marchés, notamment par l'adoption de la directive sur les services d'investissement. Mais on retrouve la même unanimité lorsqu'il s'agit de constater l'inertie juridique quant à la perspective d'un rapprochement des règles substantielles d'organisation des marchés financiers.

• Les progrès quant aux acteurs et aux autorités du marché

29. Béatrice Taevernier (21) a montré la richesse de la directive sur les services d'investissements et le «big-bang» qu'elle est appelée à opérer lorsqu'elle rentrera en application. La subtile répartition des tâches et des pouvoirs entre État d'origine et État d'accueil des services d'investissement est un instrument d'établissement du marché intérieur. Mais le rapprochement peut être plus spontané. En effet, l'internationalisation de fait des marchés, l'importance significative des titres étrangers dans les portefeuilles et la prévision de son accroissement ont constitué différemment les marchés domestiques. Or, cette nouvelle configuration de l'organe a fait naître une nouvelle fonction, cette activité de *global custodian* que Marguerite Yates (22) a détaillée. Selon la dialectique bien connue, faute d'ailleurs d'être bien maîtrisée de l'organe et de la fonction, l'apparition récente de cette nouvelle fonction permettra à son tour d'améliorer l'organe et de réguler, par l'aptitude accrue des acteurs, la globalisation des marchés financiers.

30. Mais si l'on se fie aux auteurs eux-mêmes, d'une façon imposée ou en laissant s'opérer des adaptations plus naturelles, il faut alors laisser des libertés, notamment aux intermédiaires financiers. Cela pose alors la question, traitée par Trevor Brown et Richard Parolai (23), de la responsabilité de l'intermédiaire dans son activité de conservateur globale. Dans la mesure où la responsabilité est le fondement de la liberté, il convient de mesurer l'une à l'aune de l'autre, notamment selon qu'il s'agira d'un *trust* actif ou passif.

31. Quant aux autorités de marchés, elles progressent dans la collaboration qu'elles établissent entre elles. On mesure le progrès de l'assistance administrative qui double aujourd'hui l'assistance strictement judiciaire et répressive. Dès lors, les connexions entre les autorités sont tout à la fois le corollaire et le décalque des connexions technologiques et financières, formalisées ou non, entre les marchés. Ces liens dispensent sans doute d'une régulation supranationale.

32. Cette puissance des autorités de marchés et des règles juridiques vient du fait que le contrôle des marchés financiers est une activité de service public. Certes, ce terme n'a pas été ici utilisé par les intervenants et la directive ne s'y réfère bien sûr pas – car on connaît les difficultés d'acclimatation de la notion en droit communautaire –. Mais sans doute l'intérêt général, visé par exception par la directive et analysé par

(21) Préc. p. 20.

(22) Voir introduction II-2.

(23) Préc. p. 27.

(24) Préc. p. 20.

(25) Préc. p. 36.

Béatrice Taevernier (24) et Hubert de Vauplane (25) n'est pas sans rapport avec cette idée. Hubert de Vauplane (26) se réfère pour cela à l'article 36 du traité de Rome et l'on peut faire aussi référence à l'article 90-2 du traité de Rome concernant le marché des biens et services en ce qu'il vise les services d'intérêt économique général et permet alors aux autorités de l'État membre d'imposer des normes dans cette perspective.

33. Dès lors, les bourses privées peuvent-elles être régulées par les autorités de marchés, lesquelles sont par définition l'apanage des marchés réglementés, mais semblent ambitionner des positions de terrain plus avancées ? Si l'on devait répondre négativement, il y aura fuite des capitaux du marché réglementé sur ce marché plus sauvage, et échec de l'encadrement juridique. Il s'agit là d'un enjeu majeur pour lequel les réponses ne sont encore qu'esquissées, le contrôle pouvant notamment se faire à travers l'encadrement de l'appel public à l'épargne, permettant alors de dépasser la contradiction précitée. Mais peut-on se contenter d'une régulation par les acteurs ?

• L'inertie quant au fonctionnement du marché

34. Hervé Synvet (27) a montré les difficultés d'harmonisation et de reconnaissance mutuelle, et les différences de conception suivant les cadres dans lesquels les rapprochements sont opérés. Il a ainsi montré les différences de mouvements entre les relations communautaires et les relations internationales extra-communautaires. Dans ces dernières, il s'agit d'un mécanisme de type contractuel, où chacun cherche à donner le moins possible et à obtenir le plus possible. Il n'y a pas alors d'harmonisation véritable et à la liberté de prestation n'est pas associée la liberté d'établissement.

35. Si le droit communautaire procède différemment, cela paraît certes pour des raisons contingentes et techniques, mais cela procède aussi d'une raison fondamentale. En effet, l'Europe n'est pas de nature contractuelle : elle est un programme, appelée à se concrétiser autour d'axes fondamentaux préétablis. L'Europe procède d'une idée qui se réalise dans l'histoire, selon un schéma de type hégélien et il n'est pas indifférent d'observer qu'un traducteur fameux de Hegel, Alexandre Kojève, décidant de mettre en pratique la théorie tant de fois scrutée, abandonna l'Université pour devenir fonctionnaire européen. C'est pourquoi on assiste, notamment en matière de marchés financiers, à une sorte de déroulement de menu et Béatrice Taevernier (28) montre à quel point des directives sont des points d'attente et se répondent les unes aux autres. Ici, il s'agit d'une machine qui s'est mise en marche, qu'on ne peut guère arrêter, et qui n'a rien à voir avec des accords internationaux. Une harmonisation mondiale ne peut alors être conçue puisque les modèles ne sont pas les mêmes.

36. En outre, même entre les interstices du bulldozer européen, existent des résistances à un rapprochement des structures des marchés financiers, dues aux différences économiques et culturelles des différents pays. En effet la finance et l'argent sont des phénomènes culturels à part entière qu'il est difficile, de ce fait, de contraindre normativement. Trevor Brown (29) a ainsi souligné les différences culturelles importantes existant entre l'Angleterre et la France, notamment

(26) Préc. p. 36.

(27) Préc. (6).

(28) Préc. p. 20.

(29) Préc. p. 27.

dans l'opposition entre le principe d'un titre-papier et celui de la dématérialisation.

Puisque le point est fait sur les difficultés d'élaboration du cadre juridique de la globalisation des marchés financiers, plutôt que de l'admettre comme point d'arrêt, cela permet de reprendre sa liberté d'imagination pour se pencher en dernier lieu sur une conception renouvelée du droit qui pourrait s'en dégager.

B. La nécessité d'une nouvelle conception du droit

37. Afin de sortir de l'aporie constituée par le fait que le droit étatique ne peut prétendre régir un phénomène dont la performance technique et l'immatérialité ont permis de couper les liens avec le paramètre territorial (30), il convient de cesser de prendre pour acquis que le droit est nécessairement lié à l'État. Et dès lors, puisque l'imagination peut ainsi s'envoler, pourquoi ne pas renouer avec l'idée, certes aujourd'hui pragmatiquement récusée, d'un droit financier universel ?

• La nécessité d'une rupture conceptuelle entre le droit et l'État

38. Le droit existait avant l'établissement de l'État, lequel en a récupéré la puissance instrumentale. Cela explique notamment la tendance française à imposer une administration réglementaire de l'économie. Mais plus que n'importe quelle autre branche du droit, le droit commercial atteste que des règles générales, abstraites et obligatoires, se sont développées, et précisément pour fournir un cadre aux phénomènes internationaux, tels que la régulation des foires. Certes, il convient de conserver l'extériorité du droit par rapport au phénomène qu'il régit car sinon, on ne peut plus même parler d'«encadrement».

39. Or, le droit peut tout à la fois ne pas être de source étatique et ne pas être à la disposition totale de la volonté de ses destinataires. En effet, on peut considérer que le droit se fonde par les valeurs qu'il exprime, tient en cela sa légitimité par le contenu de son discours, et s'impose à ce titre. Toute la problématique des droits de l'homme tient dans ce défi. Dans cette perspective, un cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers peut tenir, d'une part, dans une rationalité pratique, que l'on appelle ici l'intégrité et l'efficacité des marchés, et d'autre part, dans l'affirmation des droits de l'homme de nature économique, et principalement du droit de propriété. Ce dernier est d'ailleurs expressément visé par la directive sur les services d'investissement, et la protection de l'épargnant est construite sur lui. Ainsi, le cadre juridique se suffit à lui-même, maintient sa puissance sur les acteurs financiers et les contraint, sans que le recours conceptuel et concret à l'État soit nécessaire.

Peut-on encore aller plus loin ?

• La renaissance d'une idée de droit universel

40. On nous dit, et c'est certainement pragmatiquement vrai, qu'un encadrement universel des marchés financiers n'est pas concevable et que la pensée ne doit pas s'y arrêter un instant (31). Volons donc cet instant et suspendons le cours du discours pratique. On observera d'ailleurs que, lors de la 19^e conférence annuelle de l'Organisation internationale des

commissions de valeurs, un encadrement juridique, détaché de la normativité étatique, a été appelé de ses vœux. Et l'on remarque analogiquement que, malgré les guerres entre États, leur menace ou leur reflux, un accord mondial a été trouvé à propos des règles de l'aviation civile, parce qu'il est vital d'organiser l'espace aérien. A un moment où les marchés financiers perdent justement leur attaché avec le sol et constituent une sorte d'espace financier mondial, on peut se demander si de semblables «règles de navigation» ne seraient pas concevables.

Prenons un autre exemple. Un accord sur un code de bonne conduite vient d'être signé à propos de la télévision numérique entre les 145 principaux opérateurs, afin qu'il y ait une possibilité d'accès de n'importe quelle chaîne de télévision à des parcs d'abonnés par un même appareil de décodage. Les marchés financiers sont eux aussi, d'une façon primordiale, un phénomène de performance technologique, une boîte noire, et la concurrence qui s'opère entre eux appelle précisément ce type d'accord.

41. Peut-on alors concevoir, certes durant ce seul instant, qu'un droit universel, construit sur une rationalité pratique qui n'est pas sans rappeler la raison kantienne, voire le projet de ce dernier d'une «paix perpétuelle», puisse être ce vers quoi tendrait ce cadre juridique nécessaire de la mondialisation des marchés financiers ? ■

L'analyse complète de la réforme et de ses implications pratiques

LA RÉFORME DES PROCÉDURES CIVILES D'EXÉCUTION

Son application
aux opérations de banque

Jean-Marc Delfect

Préface de
Jean-Louis Rives-Lange

LA REVUE
BANQUE
ÉDITEUR

LA REVUE
BANQUE
ÉDITEUR

288 p. 250 francs
(+ 25 francs de frais de port)

Mauricette Delbos
☎ (1) 42 47 17 75

(30) V. supra.

(31) P. Clauzel p. 18.