

# Le droit renouvelé par le marché financier

**L'étude attentive du fonctionnement des marchés financiers montre l'importance désormais première du droit dans leur développement. Des marchés financiers construits et tenus par le droit. Mais le phénomène n'est pas à sens unique : si le droit a fondu sur les marchés financiers, les marchés financiers ont aussi révolutionné le droit, nous explique Marie-Anne Frison-Roche, Professeur de droit économique et Directeur de la Chaire Régulation à Sciences-Po.**

◆ Le droit peut se décrire et s'appréhender abstraitement. On l'abordera alors par ses sources (la loi, la jurisprudence, le contrat, les pratiques) ou par ses principes de fonctionnement (l'application des normes dans le temps, les droits de la défense, etc), voire par ses buts (la sécurité, l'ordre, l'équilibre des intérêts, etc). Par ailleurs, le droit porte sur des objets concrets, non seulement des situations diverses, mais encore des types de situation, la séparation d'un couple, une cession d'un bien, etc. Les branches du droit se cristallisent soit autour d'un type d'instruments juridiques, comme le droit des contrats, soit autour d'un type d'objet, comme le droit des biens, soit autour d'un type d'activité, comme le droit administratif, soit autour d'un type de situation, comme le droit de la famille. L'objet sur lequel porte le droit influence bien sûr celui-ci, soit parce qu'on veut accorder de l'importance à l'objet dans le regard que l'on jette sur le droit, perspective de sociologie juridique, soit parce que le droit lui-même intègre de plus en plus la technicité de l'objet sur lequel il porte. La relation est à la fois moins simple et plus forte entre le droit et les marchés financiers.

## *L'intérêt que porte le droit au fonctionnement du marché*

Les marchés financiers sont des lieux sur lesquels s'échangent des instruments financiers, émis par des auteurs autorisés, aussi bien les sociétés (actions, obligations, titres complexes) que par les Etats (bons du trésor, etc), que des investisseurs achètent et revendent dans la perspective d'un remboursement à terme mais aussi pour se protéger des risques de variations de valeur des biens (marchés des options, produits dérivés) ou dans l'espoir de les vendre plus cher qu'ils ne les ont acquis, la spéculation étant de la nature des marchés financiers. Ces marchés financiers sont plus ou moins organisés, notamment en raison de l'existence ou non d'une chambre de compensation qui garantit contre le risque de contrepartie (un vendeur étant toujours assuré de dénouer l'opération avec un acheteur, et vice-versa) et sont aujourd'hui d'une extrême diversité et d'une importance vitale pour l'économie. En effet, l'économie s'est "financiarisée", c'est-à-dire que l'économie dite "réelle" des biens et des services est tenue et dépend en grande partie des capitaux qui sont

injectés sur ces marchés financiers. En outre, ces marchés financiers sont aussi globalisés, instables, en évolution et en risque constant. Or, cette sorte de dynamite précieuse que constituent aujourd'hui les marchés financiers est déposée en grande partie dans le pouvoir du droit. Cadeau empoisonné, nouvelle puissance.

En est-il alors comme dans les autres objets du droit, avec éventuellement la création d'une nouvelle branche ou sous-branche du droit, le "droit des marchés financiers" ? Non, car même si l'on prend le nouveau Code monétaire et financier, on observe que la monnaie, qui ne peut se confondre avec les titres, y est visée, de la même façon que les sociétés cotées, qui alimentent les marchés financiers pour les titres émis, demeurent régies en partie par des dispositions qui demeurent dans le Code de commerce. Les marchés financiers auraient-ils donc si peu d'importance que le droit ne leur accorde pas même la grâce d'une subdivision dans son système ? Tout au contraire, le souci de protection et de déploiement des marchés financiers, la logique de leur fonctionnement et les théories financières sont si prégnants en droit que celui-ci en est aujourd'hui fondamentalement bouleversé, bien au-

delà des règles juridiques d'organisation des marchés.

Pour décrire cette révolution, il faut repartir de la part du droit dans la régulation des marchés financiers et de la façon dont celui-ci se transforme pour construire un marché financier européen intégré. Le mouvement montre l'importance désormais première du droit dans le développement des marchés financiers, construits et tenus par le droit. Il ne s'agit pourtant pas d'une mainmise du droit qui ferait désormais danser les marchés et les soumettrait à ses propres catégories. Tout au contraire, le droit est repensé à travers des théories financières, comme la théorie de l'agence, et des exigences, notamment la transparence et l'évitement des

conflits d'intérêt, ce qui remet en cause ses propres principes et fait voler en éclat sa construction même. Le droit a fondu sur les marchés financiers, les marchés financiers ont révolutionné le droit.

### **La montée en puissance du droit corollaire de la libéralisation des marchés financiers**

Les marchés financiers furent longtemps des espaces offerts et tenus par les Etats, lesquels contrôlaient non seulement la monnaie, les changes et la circulation des titres, mais encore exerçaient leur volonté politique à travers des banques publiques. Le droit n'était alors que la forme juridique que prenait l'exercice de ce pouvoir. La suppression du contrôle des changes, l'ouverture des marchés, la privatisation des banques, plus encore la création de

la monnaie fiduciaire par les banques privées à travers les crédits accordés, leur rôle crucial dans la gestion des portefeuilles et l'intermédiation financière, ainsi que la dépendance des Etats endettés qui quémandent auprès des investisseurs, rendent cette organisation révolue. Le droit des marchés financiers est né de cet abandon. Contrairement aux autres branches du droit économique, comme le droit de la concurrence conçu en Europe en 1950 ou plus encore comme l'ancestral droit de la faillite, le droit des marchés financiers est récent parce

**« Le droit des marchés financiers est récent parce qu'il ne pouvait se développer qu'à partir de cette sortie des marchés de la sphère régalienne »**

qu'il ne pouvait se développer qu'à partir de cette sortie de marchés financiers de la sphère régalienne. Ainsi la COB (Commission des Opérations de Bourse) fut créée en 1967, les OPA (Opérations Publiques d'Achat) organisées en 1989, la sécurité financière renforcée en 2003.

L'évènement majeur tient dans l'institution d'un régulateur, aujourd'hui l'Autorité des Marchés Financiers. Pour asseoir la confiance des investisseurs et sur le modèle du Grand Frère qu'est la *Securities and Exchange Commission* (SEC) nord-américaine, ce régulateur est fondamentalement indépendant du gouvernement. Personne morale de droit public, l'AMF n'appartient pas à la hiérarchie de l'exécutif et ne rend pas de compte au Gouvernement. Le régulateur financier garantit la transparence du marché, organise les procédures d'offre, et contrôle la fiabilité des informations dont se nourrit le marché, notamment les informations financières fournies par les sociétés émettrices de titres à l'occasion de la publication de leurs comptes. Non seulement, le

régulateur financier vise à protéger et accroître l'efficacité des marchés financiers mais encore à prévenir les risques systémiques qui sont la rançon du dynamisme spéculatif. Autant dire que le régulateur est le personnage central des marchés financiers.

A travers lui, le droit s'est développé de deux façons. Tout d'abord, le fonctionnement du régulateur s'est juridictionnalisé, avec les principes associés, notamment les droits de la défense, il suffit d'y observer la fréquentation que les avocats en font désormais. En effet, pour assurer le bon fonctionnement du marché, le régulateur est doté depuis 1989 d'un pouvoir de sanction. En conséquence et par application de la Convention Européenne des droits de l'Homme, le régulateur fonctionne comme un tribunal répressif. D'une façon plus générale, l'Etat de droit requiert que les décisions du régulateur puissent être contestées devant un juge. Le plus souvent, il s'agira de la Cour d'appel de Paris, parfois du Conseil d'Etat lorsque le régulateur exerce son pouvoir disciplinaire sur certains professionnels. Les juges ont fait leur entrée et tiennent parfois entre leurs mains le sort des prises de contrôle d'une société cotée. Les marchés financiers ont quitté l'Etat de finance pour se soumettre à l'Etat de justice.

### **La mise en difficulté du droit par la globalisation des marchés financiers**

Mais au moment même où le droit se déploie, les conditions de son application aisée s'évanouissent ! En effet, le droit a ses aises dans un territoire juridiquement intégré, l'Etat ou bien l'Europe, mais les marchés financiers sont globalisés, les titres et l'argent circulant en un instant et sans coût, grâce à l'informatique, dans toutes les places financières du monde. Comment le droit sur- →

→ POUR ALLER PLUS LOIN

**Association d'économie financière**

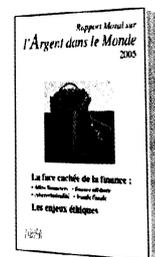
Revue d'économie financière

*Sécurité et régulation financières, 2000 ; La Gouvernance financière mondiale, 2003*

*Rapport moral sur l'argent dans le monde (rapports annuels)*

*La crise financière et ses suites, 2002 ; La finance pour quoi faire ?, 2003-2004 ; La face cachée de la finance : les enjeux éthiques, 2005*

[www.aef.asso.fr](http://www.aef.asso.fr)



monte-t-il cette globalisation des marchés financiers, qui, rompant les amarres avec le territoire privé le droit de sa légitimité et de ses moyens ?

Tout d'abord, toutes les places et tous les droits ne sont pas égaux : les Etats-Unis et la S.E.C. (Stock and Exchange Commission) sont non seulement les plus puissants mais encore ce sont eux qui conçoivent, peut-être qui gouvernent, pour le reste du monde. Ainsi, les règles adoptées par la S.E.C. ont reproduites, dupliquées, l'américanisation du droit est ici incontestable. Plus encore, ce qui arrive aux Etats-Unis arrive au monde. Ainsi, le droit des marchés financiers progresse non seulement à travers des réflexions nouvelles mais encore à travers divers scandales : il s'agit d'un droit par réaction. L'affaire Enron, qui a montré avec quelle aisance l'on pouvait tromper les investisseurs, circonvenir les conseils d'administration, manipuler les comptes, pervertir les audits, a engendré en 2002 la loi nord-américaine Sarbanes-Oxley. Non seulement celle-ci s'applique à toutes sociétés qui proposent des titres sur un marché nord-américain, autant dire qu'elle est universelle, mais encore la loi française de sécurité financière de 2003 s'en inspire directement. Le droit nord-américain est au cœur du droit globalisé qui gouverne les marchés financiers.

Les Etats n'étant plus des acteurs pertinents, deux phénomènes en découlent. Tout d'abord, les régulateurs financiers du monde entier ont constitué une association, l'O.I.C.V. (Organisation Internationale des Commissions de valeurs), par laquelle ils adoptent des normes communes. Plus encore, le droit efficace n'est plus tant celui adopté par des sources traditionnelles, à travers des lois nationales notamment, mais celui de sortes de discours juridiques, des lignes directrices, des communications, bref cette *soft Law*

par laquelle le droit fonctionne comme une sorte d'échange accrédité de paroles, sorte de retour à la rhétorique de l'antique Grèce.

Le modèle a ses limites. Tout d'abord, la légitimité de l'Etat manque parfois dans des systèmes souvent capturés par les intermédiaires financiers.

L'affaire Enron a révélé le rôle ici délétère joué par les analystes financiers, les auditeurs, les banques d'affaire, et a fait douter de la consistance des déontologies affichées. Plus encore, le *hard Law* est parfois requis, notamment pour lutter contre la criminalité financière, aussi globalisée que les espaces sur lesquels elle se meut.

### Le droit, nouveau matériau d'un marché financier européen intégré

L'Europe s'est construite sur l'idée politique de marché, forme de relations politiques pacifiées entre les Etats et les peuples. Pendant des décennies, il s'est agi du marché des biens, s'ouvrant aussi sur le marché des services. Depuis 2000, la volonté se tourne vers la construction d'un marché financier européen intégré, pour soutenir le marché des biens et services et financer les entreprises européennes, mais aussi pour faire pièce à la puissance du marché nord-américain et pour contourner les obstacles rencontrés dans une démarche plus ouvertement politique dont l'adoption d'une constitution était la forme la plus avouée. Pour cela, l'efficacité, maître mot du droit économique, a requis de nouvelles façons de faire le droit, pour construire rapidement les règles nécessaires. Ainsi, les directives

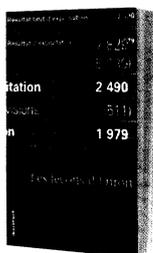


Paul Sarbanes (à gauche) auteur de la loi américaine de réforme du fonctionnement des entreprises et du marché après le scandale Enron (ici en discussion avec le Président de la Banque Fédérale américaine).

organisant la répression des abus de marché, régissant les OPA transfrontalières, précisant les informations que les opérateurs doivent présenter, organisant le fonctionnement des entreprises de marché et des entreprises d'investissement, ont été adoptées dans un temps très court, parfois 18 mois à peine. Le "plan d'action" adopté en 2000 pour construire un droit financier européen a réussi.

Cette sorte de miracle dans le processus communautaire vient de l'adoption du "processus Lamfalussy", du nom du président du groupe de travail en charge de mettre au point une nouvelle méthode d'adoption du droit. Ce mécanisme permet aux régulateurs européens fonctionnant ensemble de participer si activement à la mise en forme et à la mise en œuvre des principes arrêtés par les institutions européennes classiques, qu'ils en sont les principaux ouvriers. Ce processus est le gage de succès de cette construction européenne nouvelle. Son efficacité permettra sans doute de ne pas se lancer dans l'institution d'un régulateur financier européen, comme on dut le faire pour la Banque Centrale. La difficulté est là encore de nature démocratique, puisque les sources traditionnelles du droit, notamment les parlements nationaux, sont quasiment mises entre parenthèses.

Au-delà de cette dispute entre →



#### → BIBLIO

M.-A. Frison-Roche,  
Les leçons d'Enron,  
autour du rapport  
du Sénat américain,  
collection  
"Découvertes",  
éd. Autrement,  
2003

## Amicales, hostiles, d'échange ou d'acquisition : les opérations de capitalisation boursières dans la vie des entreprises.



En octobre 1998, Usinor emmené par Francis Mer lance une OPA sur Cockerill.

Le 14 janvier 2001, Schneider lance une OPA amicale sur Legrand.

Le 21 janvier 2004, Jean Delbecq PDG de Sanofi, annonce la fusion de son groupe avec Aventis.

C'est en Savoie que Bernard Mariette, président de Quiksilver a annoncé la prise de contrôle du Français Rossignol le 22 mars dernier.

droit politique et droit technocratique, l'enjeu à venir est plutôt dans les contours que doit prendre cette régulation des marchés financiers par le droit. En effet, le temps où l'on distinguait la finance, la banque et l'assurance (avec la séparation conséquente entre le droit financier, le droit bancaire et le droit de l'assurance) est révolu. De nombreux pays, dont la Grande-Bretagne, ont

fusionné les compétences dans un seul régulateur. Ainsi, la *Financial Services Authority* régit aussi bien le secteur bancaire que les marchés financiers. Le processus Lamfalussy a d'ailleurs été étendu à l'élaboration européenne du nouveau droit bancaire et de l'assurance. Voilà un premier exemple de la remise en cause des branches du droit par les marchés financiers. Elle est plus forte encore concernant le droit des sociétés.

ment le droit concevait l'organisation d'un espace, le marché financier, par un droit public préservant l'utilité publique. D'un autre côté, les entreprises voulant recourir au financement par le marché financier demandaient l'admission de leurs titres à la cotation mais restaient rattachées au droit ordinaire du droit des sociétés. Plus rien aujourd'hui ne ressemble à cela. Tout d'abord, le droit des marchés financiers est le droit des "instruments financiers", c'est-à-dire des biens qu'on crée, qu'on achète et qu'on vend : le droit financier est avant tout un droit des biens, pensé par les financiers comme décalque de la théorie générale des marchés, dont le marché financier est l'expression la plus pure. L'unité de ces biens, ce qui fait à la fois leur valeur et leur risque, c'est l'information qu'ils contiennent sur leur émetteur, ou sur leur sous-jacent dans le cas des produits financiers dérivés, la valeur future qu'ils représentent pour l'investisseur. Le droit des marchés financiers repose donc sur l'information, la tâche première du régulateur est de surveiller la qualité de celle-ci.

Si l'on conclut que le droit est ce par quoi la qualité de l'information est assurée, ce qui assure la prospérité du marché, le financement des émetteurs et la protection des investisseurs, alors le droit va se saisir de tout ce qui constitue une information pertinente. Le marché financier pénètre au cœur du droit des sociétés, mais devient légitime aussi à réguler toutes les professions dont le rôle est d'émettre une information pertinente ou de garantir celle-ci. Ces professions, c'est-à-dire les banquiers, les analystes, les auditeurs mais aussi les agences de notation ou les journalistes, sont alors régies par un droit unifié autour de la protection de l'information, la lutte contre les conflits d'intérêt et la promotion de la transparence. Le droit des sociétés cotées est ainsi devenu d'une tout autre nature que



### → BIBLIO

*La mondialisation entre illusion et utopie*, Archives de philosophie du droit, n°47, Dalloz, 2003

*« La difficulté est là encore de nature démocratique, puisque les sources traditionnelles du droit, notamment les parlements nationaux, sont quasiment mises entre parenthèses »*

### **Le droit pensé à travers les théories financières et la culture juridique nord-américaine sous jacente**

Reprenons la façon dont le droit traditionnel classe, qualifie et régit à travers ses propres catégories, les marchés financiers. Fondamentale-

le droit des sociétés non-cotées. Au passage, la base même du droit des sociétés traditionnelles a été détruite, la théorie financière de "l'agence" recouvrant le droit. En effet, le droit traditionnel des sociétés organise la façon dont les sociétés, personnes juridiques, prennent des décisions à travers des procédures suivies au sein des organes sociétaires, assemblée d'actionnaires, conseil d'administration, etc. Les délibérations ainsi adoptées sont imputées à la personne morale, la société qui porte dans le commerce juridique ce qui est donc réputée être sa volonté. Le droit des sociétés est donc un mélange de personnalité, de volonté et de procédure. D'un tout autre côté, la théorie de l'agence a été conçue par les professeurs de finance nord-américains, sans se soucier de ce schéma. Le point de départ est le souci de la protection de l'investisseur sur un marché financier, alors qu'il n'est pas les moyens, ni le désir, de participer activement aux décisions prises par les sociétés et leurs organes sociétaires. L'enjeu est alors de permettre à l'investisseur de contrôler l'exercice du pouvoir par les dirigeants, lesquels sont ses mandataires (le terme *agency* renvoie à la notion de mandat). Cette dissociation entre le pouvoir (par les dirigeants sociaux) et le contrôle (au bénéfice des investisseurs) fait peser tous les soupçons sur les dirigeants des sociétés car ils sont titulaires des informations qui permettent leur propre censure et qu'ils n'ont pas tendance à donner naturellement. Ils sont donc aisément en conflits d'intérêt. Pour organiser ce transfert forcé d'information, pour rendre effectif ce contrôle, la théo-

« Ces théories, basées sur la transparence, l'information, la protection du minoritaire, passent enfin par la montée en puissance du juge »

rie de l'agence est le berceau de la *corporate governance*. Celle-ci n'a pas été pensée à partir du droit des sociétés mais à partir des théories des marchés financiers, parce que la protection des investisseurs et l'organisation de l'information sont synonymes de bon fonctionnement des marchés financiers. Les organes communaux ont commencé à construire ce qui serait un droit des sociétés refondé sur cette *corporate governance*, sur les bases des théories financières précitées. Les consultations sont en cours mais les références de base sont acquises. Au passage, c'est le droit traditionnel des sociétés qui disparaît : au droit organique et procédural, se substitue un droit de contrôle de l'information et des mandataires. Le résultat de cette tendance fondamentale est la perte de cette distinction perçue pendant longtemps comme naturelle, *summa divisio* s'il en est, entre l'intérieur et l'extérieur. En effet, le droit des sociétés révisait la société de l'intérieur, tandis que l'espace extérieur à la société, ce marché financier, était gouverné par d'autres organes, essentiellement le régulateur. Mais l'investisseur, personnage de l'extérieur, et l'actionnaire, personnage de l'intérieur, sont en réalité le même ! Le fonctionnement des organes sociétaires, parce que l'information y est centrale, est désormais tourné vers l'extérieur ! Donc, le marché financier a entièrement pénétré les sociétés, poreuses aux exigences de celui-ci portées par le régulateur financier. Cela explique notamment que celui-ci contrôle désormais le fonctionnement des sociétés, exerce son pouvoir de sanction sur les dirigeants

sociaux, partage avec les organismes professionnels des commissaires aux comptes la surveillance de ceux-ci. Le régulateur financier gouverne les sociétés cotées. Ces théories, basées sur la transparence, l'information, la protection du minoritaire, passent enfin par la montée en puissance du juge. Celui-ci était déjà entré à la suite du régulateur, dont il contrôle les décisions. Il revient encore parce que la protection de l'actionnaire minoritaire, c'est-à-dire la protection de l'investissement et du marché financier lui-même, prend la forme de droits dont le juge est le protecteur. Si le droit français importe le mécanisme de *class action*, ce moyen d'action très puissant conçu pour défendre les actionnaires, c'est tout le paysage juridictionnel qui en serait bouleversé. La *class action* est le symbole même du droit des Etats-Unis : le marché financier l'emporte dans ses bagages. Les théories sous-jacentes au marché financier, conçues par des auteurs nord-américains imprégnés du système juridique dans lequel ils vivent, renouvellent le droit français, bien au-delà de l'organisation des marchés financiers. On peut le déplorer, au-delà du désordre qu'entraîne toute mutation, notamment parce que le modèle nord-américain du droit s'y est ainsi glissé, parce que le droit est l'instrument de conceptions conçues dans le cadre normatif de la finance, parce que l'Etat et les instruments de droit politique y sont dépassés. On peut aussi prendre acte que les droits des personnes y sont renforcées, ce qui est une forme de justice, que les puissants doivent rendre les comptes, les dirigeants sociaux comme les régulateurs financiers, ce qui est une forme de droit politique, et que sur ce terrain là l'intégration européenne avance, ce qui est un baume au cœur. Ainsi par les marchés financiers, le droit a un futur.

Marie-Anne Frison-Roche

→ POUR ALLER PLUS LOIN

M.-A. FRISON-ROCHE (dir.),

Collection Droit et économie de la régulation, Presses de Sciences-Po et éditions Dalloz :  
 -Les régulations économiques : légitimité et efficacité, 2004 ;  
 -Règles et pouvoirs dans les systèmes de régulation, 2004 ;  
 -Les risques de régulation, 2005

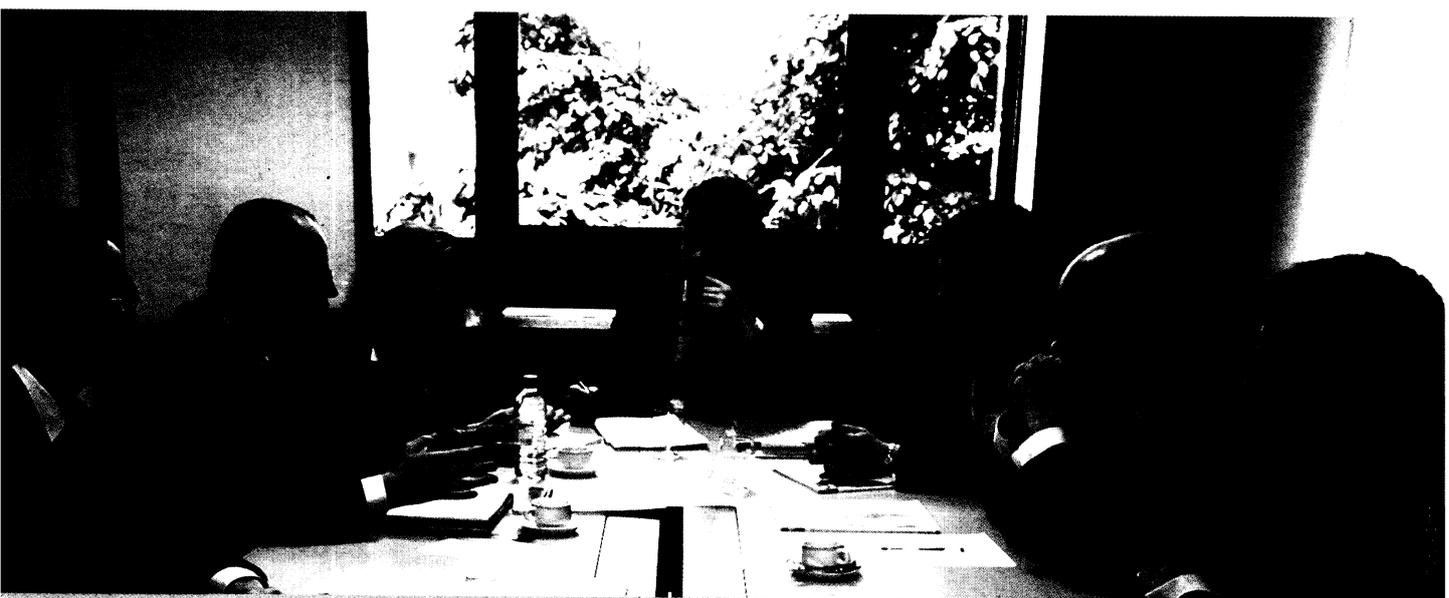


Chaire de la régulation et conférences du Forum de la régulation  
[www.sciences-po.fr/entreprises/chaire\\_regulation/](http://www.sciences-po.fr/entreprises/chaire_regulation/)

# ALTERNEXT :

## Priorité aux PME de la zone Euro

Le 17 mai dernier, Euronext lançait le marché régulé Alternext. Des professionnels des marchés boursiers réunis conjointement par notre magazine et Euronext s'exprimaient quelques jours plus tôt sur le lancement à Paris de cette nouvelle plate-forme financière dédiées aux PME, entre enthousiasme et prudence.



De gauche à droite : Thierry Frémont, Jean-Michel Picaud, Yasmina Galle, Harold Epineuse, Valérie Chenet, Johann Lissowski et Silvestre Tandeau de Marsac

◆ Près d'un mois seulement après son lancement à Paris, Alternext, le marché d'Euronext totalement conçu pour les petites et moyennes entreprises de la zone euro compte déjà six introductions issues de secteurs d'activités très divers : Adomos, CBO Territoria, Harvest, Meilleurs-Taux, MG International et Poweo... Ainsi d'ici à la mi-juillet une dizaine de sociétés devraient être cotées sur Alternext. Cette réussite est d'abord liée à la demande importante des

PME/PMI européennes qui voulaient un outil capable de financer leur croissance et assurer leur développement. Tout en les faisant bénéficier de l'accès au marché boursier, Alternext offre aux PME des modalités d'admission et de cotation assouplies, adaptées à leur taille et à leurs enjeux, tout en étant doté de règles propres à assurer une bonne information des investisseurs. Mais un marché qui vise le million de PME européennes, dont près de 30 % dans la zone Euronext

(société liant les bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles et Lisbonne), qui emploient 32 millions de personnes représentant 38% de la valeur ajoutée globale, peut-il se structurer et répondre aux exigences d'éthique indispensables à la confiance de tous les acteurs : émetteurs, investisseurs, consommateurs ?

Dès l'ouverture de la table ronde, Yasmina Galle, directrice adjointe du listing chez Euronext, pose les objectifs de financement et de