

VERS UNE NOUVELLE AUTORITÉ DE RÉGULATION BOURSIÈRE ?

ENTRETIEN

MARIE-ANNE FRISON-ROCHE, PROFESSEUR À L'UNIVERSITÉ
PARIS IX-DAUPHINE

BOURSE

Le 11 octobre dernier (1), Laurent Fabius annonçait sa volonté de créer un pôle de marchés issu de la fusion de la Commission des opérations de bourse, du Conseil des marchés financiers et du Conseil de discipline de la gestion financière. Le ministre des Finances avait décidé d'inscrire cette réforme dans le cadre d'un projet de loi spécifique. Mais le Sénat l'a devancé le 17 octobre lors de l'examen du projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques, en introduisant par voie d'amendement une proposition de fusion des autorités de régulation destinée à donner naissance à l'Autorité de régulation des marchés financiers (A.R.M.F.). La réforme du système actuel de régulation boursière semble donc bel et bien amorcée, même si les projets du gouvernement et du Sénat divergent quelque peu. D'une manière générale, il semble que l'on s'oriente vers la création d'une autorité de régulation unique dont le pouvoir de sanction serait transféré à l'autorité judiciaire. Le consensus relatif qui semble entourer ce projet laisse pourtant la place à quelques voix dissidentes. Opposée à la fusion des régulateurs, le professeur Marie-Anne Frison-Roche nous explique les risques qu'elle perçoit dans ce projet et propose de lui substituer un mécanisme d'inter-régulation.

Petites Affiches — Lors de la discussion du projet de loi sur les nouvelles régulations économiques, le Sénat a introduit par voie d'amendement la fusion de la C.O.B. et du C.M.F. qui devrait donner naissance à l'Autorité de régulation des marchés financiers (A.R.M.F.). Quelles réflexions vous inspire un tel projet ?

Marie-Anne Frison-Roche — Même si la réforme ne prend pas cette forme là, on peut penser qu'elle aboutit, à travers ce projet de loi ou un autre, à la dissolution de l'autorité de régulation telle qu'on la connaît aujourd'hui. Ce serait au profit d'un organisme composé en majorité de professionnels, sans doute désormais démunis du pouvoir de sanction administrative, doté d'un seul pouvoir disciplinaire sur les intermédiaires financiers. Cela s'accompagnerait d'un transfert du pouvoir répressif au pouvoir judiciaire. Mais comment les tribunaux correctionnels vont-ils pouvoir assurer ce surcroît de travail et sont-ils constitués pour manier ainsi le droit pénal en vue de réguler le marché ? Pour ma part, je suis opposée à ces perspectives parce qu'elles impliquent une diminution du pouvoir de l'Autorité de régulation du marché financier. Or, pour être efficaces, ces autorités régulatrices doivent cumuler tous les pouvoirs, législatif, exécutif et quasi-judiciaires. Cela n'est certes pas conforme à la tradition française de répartition de ces pouvoirs à travers des institutions distinctes, mais ces autorités de régulation sont en asymétrie d'information par rapport aux opérateurs dont il s'agit de réguler le comportement et qu'il est difficile d'impressionner. Un marché financier qui fonctionne bien, c'est un marché où l'information est captée par le marché et partagée, où les personnes ont intériorisé des normes de bon comportement et où il existe une autorité de régulation crédible, sûre, prévisible et sévère.

P.A. — Certains, dont les avocats, considèrent que le pouvoir de sanction des autorités de régulation doit être transféré à l'autorité judiciaire afin de garantir les droits de la défense...

M.-A. F.-R. — S'il ne s'agit que de cela, il faut mais il suffit que les droits de la défense soient renforcés dans les procédures devant les autorités de marché. Un abandon du pouvoir de sanction à ce titre ne serait pas justifié. S'il faut que l'autorité de marché conserve son pouvoir répressif, c'est qu'il lui a été confié à d'autres fins que celles poursuivies par les juges. En effet, l'office du juge pénal est de sanctionner des violations volontaires de la loi mais il n'entre pas dans sa mission de protéger les systèmes, notamment pas le système financier, ce qu'ils ne peuvent faire par leurs seuls moyens. En revanche, l'autorité de marché financier est un organisme qui doit tout à la fois être impartial et informé, et dont la mission est de faire en sorte que l'efficience et les grands équilibres du marché soient préservés. Le juge n'a pas cette

(1) Discours au Club de la Bourse, disponible sur internet : www.finances.gouv.fr/discours/

mission, le parquet non plus, ni même les diverses professions, les banques ou les commissaires aux comptes. Certes, ils y participent, mais le cœur de la régulation, c'est l'autorité qui le détient et son pouvoir de sanction lui est indispensable pour remplir son office. Qu'on se souvienne de l'importance de la C.O.B. avant que la loi du 2 août 1989 lui confère un pouvoir de sanction. Si on revient à cet état antérieur sous prétexte de mettre fin au cumul des sanctions et de simplifier le système, on risque d'aboutir à la disparition du principal, c'est-à-dire de la régulation effective du marché.

P.A. — Ne serait-il pas plus simple malgré tout de transférer le pouvoir de sanction aux tribunaux au lieu d'essayer d'étendre toujours plus les garanties offertes par le système judiciaire ? Les sanctions prononcées par la C.O.B. n'affectent pas seulement des personnes morales, elles s'appliquent également à des personnes physiques et leur effet est assimilable à une peine pénale...

M.-A. F.-R. — En effet, mais ces personnes physiques seront sanctionnées en tant qu'acteur du marché ayant commis un manquement aux règles, et non pas, comme en matière pénale, en tant qu'êtres rationnels et moraux, qui ont commis un acte volontaire par un acte de discernement éthique. C'est la raison pour laquelle la notion de manquement est plus appropriée que la notion de faute pour exprimer la mission de régulation prenant la forme de sa sanction. Ainsi, d'un côté, le droit édicte des règles de comportements justes dont la violation appelle la sanction des personnes qui ont choisi de faire mal. Cela correspond au droit pénal. D'un autre côté, le droit protège les systèmes, aujourd'hui plus qu'hier, et sanctionne objectivement les manquements qui détériorent et compromettent le système. Ce droit répressif, utilitariste et systémique, prend généralement la forme de sanctions administratives, qui doivent rester dans la main de l'autorité de régulation de marché, puisque celle-ci a pour mission la surveillance générale du système. Cela est complémentaire, même si on aboutit dans les faits à un cumul de sanctions sur une même personne. Ce n'est pas au même titre.

P.A. — Vous êtes donc favorable au cumul des sanctions en ce qui concerne la régulation financière ?

M.-A. F.-R. — Tout à fait. La sanction administrative est la sanction régulatoire par excellence puisque c'est elle qui protège le marché en réprimant les manquements aux règlements. Ensuite, viennent les sanctions purement disciplinaires et pénales qui sanctionnent les comportements des intervenants en tant qu'êtres moraux qui ont choisi de faire des choses interdites. Enfin, il y a les sanctions déontologiques prononcées par les ordres professionnels qui se réfèrent à l'idée d'un bon comportement professionnel. Toutes ces sanctions jouent leur rôle les unes par rapport aux autres. Il faut d'ailleurs essayer d'améliorer cette articulation non seulement entre les sanctions de divers types mais encore entre les sanctions de même types. Ainsi, à l'heure actuelle, les déontologies des différents acteurs — la déontologie bancaire, la déontologie des avocats, la déontologie des commissaires aux comptes pour ne prendre que ces exemples — ne communiquent guère entre elles. Cela s'explique par le fait que, par définition, une déontologie appartient à une profession, elle est donc fermée sur celle-ci. Pourtant, il faudrait aujourd'hui faire en sorte que ces déontologies s'articulent les unes par rapport aux autres, ce qui les rendrait plus efficaces.

P.A. — À votre connaissance, quelles sont les raisons qui expliquent la volonté actuelle de fusionner la C.O.B. et le C.M.F. ?

M.-A. F.-R. — Pour ce que l'on en sait, les partisans de la réforme évoquent leur volonté de simplifier le système en luttant contre cette exception française qui consiste à avoir une autorité administrative et une autorité professionnelle pour veiller sur le marché. Selon eux, une telle dualité, qui n'existe pas dans les autres pays, produit mécaniquement et inutilement de la complexité. La répartition des tâches entre la C.O.B. et le C.M.F. est incertaine et injustifiée. On comprend mal par exemple pourquoi lors d'une O.P.A., il faut s'adresser à l'une plutôt qu'à l'autre. Par conséquent, la répartition des pouvoirs est perçue comme totalement aléatoire. À cela s'ajoute le fait qu'il risque d'y avoir des contradictions lorsque les deux autorités

ENTRETIEN

sont appelées à se prononcer sur la même opération. De fait, cela produit des failles systémiques, soit des lacunes, soit des antinomies. En résumé, ceux qui soutiennent la fusion considèrent que le système actuel ne se justifie pas, qu'il produit des effets négatifs et doit donc être réformé. Personnellement, je ne suis pas convaincue par l'argument de la simplification. La finance est une matière dont il faut admettre la complexité, y compris dans la régulation. D'ailleurs, les exigences des régulateurs français sont bien faibles par rapport à celles de la S.E.C. et j'entends peu de récriminations contre le système américain.

P.A. — Les partisans de la simplification n'y voient-ils pas un intérêt en terme d'accroissement de la transparence ?

M.-A. F.-R. — Transparence et complexité ne s'opposent pas. Ce sont deux choses distinctes. Certes, un système simple est transparent en ce que sa simplicité le rend naturellement compréhensible, mais un système peut parfaitement être complexe tout en étant transparent. L'essentiel, c'est que le secteur concerné comprenne les normes et les sanctions prises par l'autorité de régulation. On pourrait bien entendu « faire simple », mais ce serait à mon avis une solution qui n'est pas nécessaire car la régulation concerne un marché qui est composé d'experts. C'est pourquoi il faut admettre que la finance est complexe et qu'en conséquence, le droit qui est à l'image de son objet, est également complexe. Dès l'instant où les compétences de compréhension sont dans la place, je ne vois pas en quoi cela soulève des difficultés, puisque cette complexité est maîtrisée par les opérateurs, servis par le principe de transparence. S'agissant maintenant de la dualité, n'y voyons pas que des inconvénients. J'ai tendance à penser que ce jeu de ping-pong entre l'autorité administrative et l'autorité professionnelle oblige les opérateurs à se justifier deux fois, à chaque fois sous un angle et à travers une culture différente, ce qui n'est pas si mal. Plus encore, dans un système où il est indispensable d'éviter l'asymétrie d'information et la capture, cela me paraît être un avantage certain. En outre, on dit parfois que la C.O.B. et le C.M.F. ne s'entendent pas très bien. Même si cela était vrai, ce ne serait pas nécessairement une faille car c'est une façon de créer une émulation. Là encore, il s'agit d'instaurer une interrégulation entre les différentes autorités appelées à surveiller le marché. Un élément de complexité donc, mais nous venons de voir qu'en finance, la complexité n'est pas nécessairement un vice. Si l'on refuse cette complexité et cette concurrence institutionnelle plane, on risque d'aboutir, sous prétexte de simplifier les choses, soit à la mise en place d'un système hiérarchique, ce qui équivaudrait tout simplement à reconstituer une hiérarchie administrative qui ne sied pas aux marchés financiers, soit à l'instauration d'une autorité professionnelle dont on peut toujours craindre la capture par le secteur. Ne vaut-il mieux pas instituer des techniques procédurales incitatives, de sorte que ces autorités de régulation, qui exercent leurs pouvoirs chacune pour ce qui les concerne, tiennent compte par ailleurs les unes des autres ? C'est tout l'intérêt de l'interrégulation.

P.A. — L'attribution d'un pouvoir de sanction à la C.O.B. est justifié par des raisons d'efficacité. Pourtant, ses procédures sont parfois plus lentes que celles de la justice....

M.-A. F.-R. — Le temps est certes un élément majeur de l'efficacité, et c'est particulièrement vrai en matière financière. Mais le temps peut être télescopé par le biais de la faculté d'anticipation du marché. Ainsi, l'information n'a pas pour point de départ la condamnation elle-même. Le marché anticipe, et nous savons bien que dès l'instant où l'on publie un communiqué informant de l'ouverture d'une procédure, le marché enregistre cela comme une possible sanction, traitée à travers le mécanisme des probabilités. Le prononcé effectif de la sanction n'est plus alors qu'une ratification, ou plutôt un ajustement par rapport aux anticipations. La difficulté n'est que procédurale : l'autorité doit néanmoins faire en sorte que la présomption d'innocence n'en sorte pas broyée. Ainsi, pour en revenir au pouvoir de sanction et à son efficacité, celui-ci peut être efficace même s'il reste sous sa forme virtuelle. La seule perspective crédible de sa mise en jeu suffit. Plus l'autorité est crédible et moins l'efficacité de son pouvoir de sanction passe par l'exercice effectif de celui-ci. Ainsi, le président de la C.O.B. n'a que très peu usé de son pouvoir de solliciter le tribunal de grande instance pour faire cesser des comportements irréguliers mettant en danger le marché financier. Cela ne signifie

pas nécessairement l'impuissance de la C.O.B., au contraire, cela démontre que dans la très grande majorité des cas, les simples observations formulées par la C.O.B. ont suffi pour que les comportements cessent, la C.O.B. remplissant ainsi efficacement son office par l'absence d'exercice de son pouvoir.

P.A. — Les procédures de la C.O.B. sont régulièrement remises en cause devant l'autorité judiciaire sur le fondement de l'article 6 de la C.E.D.H. Cela a permis une nette avancée des droits de la défense. Pensez-vous qu'il faille aller plus loin ?

M.-A. F.-R. — Les jurisprudences Oury (2) puis K.P.M.G. (3) ont fait leur office. L'essentiel est fait et l'adaptation a trouvé son point d'orgue par les décrets du 1^{er} août 2000. Il est vrai que dans les faits, les droits de la défense ont posé problème devant les autorités de régulation parce que, dit-on, les avocats avaient si peu d'informations qu'ils ignoraient contre quoi ils devaient défendre leurs clients. Premièrement, je crois que la situation s'est considérablement améliorée parce que les avocats sont aujourd'hui spécialisés, ils ont développé une culture juridico-financière et ils connaissent parfaitement le fonctionnement de la C.O.B. Deuxièmement, il faut rappeler que, sur certains points, le droit administratif répressif est plus protecteur que le droit pénal : le principe de la proportionnalité de la sanction en est un exemple.

P.A. — Pensez-vous que certaines sanctions de la C.O.B., qui s'apparentent au pilori, soient effectivement proportionnées ?

M.-A. F.-R. — Il est difficile de répondre d'une façon générale à cette question car la proportionnalité, par définition, s'apprécie au cas par cas. Mais sur le principe, ce type de sanctions est adapté, approprié à l'office rempli par l'autorité de régulation du marché financier. En effet, dans un système où tout est information et message, je ne vois pas pourquoi la C.O.B. ne désignerait pas du doigt. Pour en revenir au principe de proportionnalité des sanctions proprement dit, la C.O.B. doit à chaque fois démontrer élément par élément en quoi sa sanction est proportionnée. Les personnes condamnées par un tribunal correctionnel n'ont pas une semblable protection, puisqu'en droit pénal, la sanction doit certes s'inscrire à l'intérieur d'une fourchette, mais dès lors que le juge ne prononce par une peine supérieure au maximum légal, il a toute latitude dans l'évaluation de la peine. À travers ce principe de proportionnalité propre à la répression économique, on voit qu'efficacité et respect des droits de la défense ne sont pas antinomiques : la personne est mieux assurée de l'adéquation de la sanction et le marché est informé des différents critères d'appréciation des sanctions.

P.A. — Les régulateurs posent en France le problème de la nature des autorités administratives indépendantes...

M.-A. F.-R. — Dans notre conception classique, la légitimité des pouvoirs qui s'exercent dans la sphère publique est liée à l'élection. Ainsi, le gouvernement étant issu du choix démocratique des électeurs, tout ce qui s'inscrit ensuite dans la lignée hiérarchique de l'exécutif lui emprunte sa légitimité administrative et démocratique. Donc, toute autorité administrative est légitime à exercer un pouvoir sur le citoyen dès lors que cette autorité est elle-même soumise au gouvernement, lui-même soumis à une responsabilité politique et, au final, au vote des citoyens. Notre problème ici, c'est qu'il s'agit d'autorités de régulation qui doivent nécessairement être autonomes du gouvernement. En effet, ce dernier est lui-même un acteur sur le marché ; or, l'autorité de régulation ne peut pas dépendre de l'un des opérateurs. Donc, l'autorité de régulation ne peut être qu'indépendante de l'exécutif. Mais cela apparaît comme une quadrature du cercle : en effet, si l'autorité de régulation est indépendante du gouvernement, elle ne bénéficie plus d'une légitimité de type classique. Certains ont pu trouver une consolation dans le fait qu'il s'agissait d'une autorité administrative, et qu'ainsi, elle appartenait en quelque sorte à l'État, qu'il restait une trace de service public... Personnellement, je

(2) Cass. Ass. plén., 5 février 1999, Bull. civ., n° 1.

(3) Paris, 7 mars 2000, Petites Affiches n° 65 du 31 mars 2000.

ENTRETIEN

crois que la nature administrative ou non de ces autorités n'a guère d'incidence sur leur légitimité, dès l'instant qu'elles ont perdu leur lien fondateur avec l'élection. On peut très bien trouver dans un organisme de droit privé un sens du travail bien fait, un esprit moral et déontologique très fort, autrement dit un équivalent du sens du service public, lequel en revanche peut ne pas exister chez certains fonctionnaires. Le statut de droit public ou de droit privé de l'autorité de régulation n'a donc pas grande pertinence.

P.A. — Quel fondement trouver alors pour asseoir la légitimité des autorités de régulation ?

M.-A. F.-R. — Puisque la légitimité par la source est inapplicable en l'espèce, il faut en rechercher une autre, qui pourrait être la légitimation du pouvoir par ce que l'on en fait. Dans un tel système, la composition et l'organe de rattachement ne sont pas pris en compte. Seul compte son mode de fonctionnement. Le régulateur va être lui-même contrôlé dans la manière dont il exerce son pouvoir. Et ce contrôle pourra être exercé par tous : le secteur lui-même, les organismes professionnels, les médias, les investisseurs, le Parlement, et même le gouvernement s'il le souhaite. Le gouvernement n'est pas exclu du jeu, il peut faire des observations, à condition de ne pas tenter de reprendre en mains l'autorité. Simplement, il n'est plus la source première et ultime des pouvoirs, il participe des observations que chacun peut faire en son nom propre. Un tel système impose que le régulateur soit totalement transparent et procéduralement décomposé, en application des décisions Oury et K.P.M.G. Il s'agit moins d'une question de respect des droits de la défense que de légitimité. En outre, lorsque l'autorité de régulation prend une décision, elle doit s'y tenir, sauf à expliciter clairement les raisons qui l'incitent à changer sa position. D'une manière générale, elle doit toujours expliciter tout ce qu'elle fait, se faire comprendre par des gens qui sont à même de comprendre. De sorte que si elle use mal de son pouvoir, alors elle perdra sa légitimité. On voit bien d'ailleurs l'effet de déflagration qui a suivi l'annonce d'un délit d'initié au sein de la C.O.B. Si un magistrat se tient mal, il ne remet pas en cause pour autant la crédibilité du système judiciaire. En revanche, les fautes dont sont accusés les membres du personnel de la C.O.B. ont créé un véritable séisme parce que le régulateur a ainsi donné l'impression qu'il n'était pas fiable, qu'il n'avait pas de distance par rapport au marché. Il est intéressant de constater à ce sujet que lorsque l'autorité de régulation perd sa distance, le régulé proteste. La place financière aurait très bien pu se féliciter de voir que le régulateur était capturable. Au contraire, elle a immédiatement réclamé sa tête. Autrement dit, les régulés eux-mêmes exigent distance et impartialité de la part de leur autorité de régulation. Il me semble que c'est ainsi que le système de régulation est le plus apte à fonctionner.

P.A. — Dans l'un de vos articles, vous faites allusion aux réflexions de Chaïm Perelman...

M.-A. F.-R. — Cet auteur s'est en effet interrogé sur la légitimité du juge. D'où vient-elle et comment peut-on s'assurer qu'il juge bien ? La seconde guerre mondiale lui avait montré que la seule source légitime du pouvoir n'était pas une garantie suffisante de la légitimité de l'usage qui en est fait. Cet auteur a donc consacré son œuvre à essayer de concevoir une logique juridique qui serait apte, d'une façon ordinaire mais aussi ultime, à préserver substantiellement les valeurs. Pour lui et dès lors, la meilleure façon de s'assurer que le juge est légitime, c'est que le jugement soit public de sorte qu'une multiplicité d'auditoires en cercles concentriques puissent exprimer leur opinion. Et l'enchâssement des cercles concentriques permet de penser que si chacun adhère, alors c'est que le raisonnement est bon. La théorie est particulièrement adaptée au secteur de la finance dans lequel on trouve des groupes de professionnels ou d'intérêts qui observent ce que fait l'autorité de régulation, chacun pour ce qui le concerne. Si tout le monde est à peu près satisfait, alors on peut raisonnablement penser que la régulation est substantiellement bonne. Certes, Chaïm Perelman n'évoque pas ce cas de figure, mais à l'époque de ses réflexions, les marchés financiers ne gouvernaient pas encore le monde.

Propos recueillis par Olivia DUFOUR