

Université Panthéon-Assas

école doctorale de droit privé

Thèse de doctorat en droit privé
soutenue le 17 décembre 2013

Nouvelles formes de régulation et marchés financiers. Étude de droit comparé



Université Panthéon-Assas

Auteur : Lusitania VILLABLANCA ép. Hecker

Sous la direction de Monsieur le Professeur Thierry BONNEAU

Membres du jury :

Monsieur Thierry BONNEAU Professeur à l'Université Paris II, Panthéon-Assas
Monsieur Pierre-Henri CONAC, Professeur à l'Université du Luxembourg
Madame Pauline PAILLER, Professeur à l'Université de Reims
Madame Myriam ROUSSILLE, Professeur à l'Université de Maine

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Remerciements

À ma mère, Carmen Cerda.

Je dois remarquer que mes études de master et les trois premières années de recherche de mon doctorat ont été financées par une bourse octroyée par la Comisión Nacional de Investigación Científica y Tecnológica de Chile et par l'Ambassade de France au Chili.

Résumé :

Les systèmes juridiques d'aujourd'hui diffèrent passablement de ceux en vigueur il y a quarante ans. L'affirmation est applicable notamment aux domaines économiques qui se trouvent sous l'empire de ce qu'on connaît comme régulation.

En effet, un simple regard sur le droit contemporain montre, d'une part, un éclatement d'entités nouvelles qui ont pour mission la création, la surveillance, voire l'application du droit, et, d'une autre part l'existence des aménagements dans la conception et l'application des normes qui régissent une certaine activité ; le développement de la *soft law*, de l'autorégulation, des normes internationales, parmi d'autres exemples, font partie desdits aménagements. Ce phénomène, nommé *nouvelles formes de régulation*, fortement plébiscité par une partie de la doctrine juridique il y a quelques années, est désormais remis en cause.

Même si la régulation constitue un phénomène à vocation universelle, nous avons décidé de mettre les marchés financiers au centre de notre analyse. Cela parce que les secteurs régulés présentent une diversité de situations, de modalités d'action et de fondements qui empêchent une analyse d'ensemble. On a dit dans ce sens, que la légitimité de la régulation et des règles qu'elle pose ne peut pas être envisagée de manière abstraite ; elle doit être appréciée dans les rapports entre ses normes et l'objet régulé. Les marchés financiers sont, dans ce contexte, un laboratoire privilégié concernant l'expérimentation des nouvelles formes de régulation, ils se trouvent aux origines de leur usage et c'est précisément dans ces marchés que la remise en cause des nouvelles formes de régulation s'est posée.

Notre étude concerne l'usage des nouvelles formes de régulation dans l'encadrement des marchés financiers dans six pays : la France, l'Angleterre, les États-Unis et trois pays latino-américains : le Mexique, la Colombie et le Chili. Les raisons de ce choix sont les suivantes. D'abord, il nous semble légitime d'aborder les législations qui se trouvent à l'origine des phénomènes ici analysés. Le modèle américain s'impose, mais aussi le modèle anglais, car il a été, pendant un moment, l'exemple le plus poussé du libéralisme économique, donc, des origines des nouvelles formes de régulation. La France était aussi une référence indispensable. En effet, comme nous voulons le montrer, la France est l'exemple le plus parfait de la quête d'un aboutissement de la logique de la régulation et de la systématisation, même si inachevée, du droit régulateur.

Nous avons choisi le Mexique à cause de la taille de son marché financier, la Colombie, parce qu'elle a entrepris des réformes juridiques remarquables, et le Chili, car il est le pays le plus stable politiquement et économiquement dans le sud de l'Amérique latine.

Descripteurs : Marchés financiers, soft law, autorégulation, régulateurs, autorité administrative indépendante, Superintendencias, code de conduite.

Regulatory systems and financial markets. Study of comparative law

The legal systems of today are different than those that came into force 40 years ago. The assertion is applicable particularly to the economic areas under that a kind of law, known as regulatory systems. Indeed, a simple look at the contemporary law shows first; a rise in new entities which have the power of creation, the monitoring and the application of law and second; the existence of adjustments in the design and implementation of the standards that govern an activity, the development of soft law, self-regulation and standards, among other examples. This phenomenon, named new forms of regulation, which a few years ago was strongly praised by a part of legal doctrine, is now being questioned.

Even if the regulation constitutes a universal phenomenon, we decided to focus in the financial markets. This is because the economic sectors under the regulatory systems have a diverse situations in terms of action and their fundamentals that hinders a comprehensive analysis. In this sense, it has been said that the regulatory systems rules legitimacy cannot be considered abstractly. This must be assessed by the relations between its standards and regulated objects. Financial markets are, in this context, a privileged test case concerning the experimentation of new forms of regulation. In these markets we found the origins of the use of soft law, self-regulation and other new forms of regulation, and it is precisely in the financial markets where that the disputes about the efficacy and the legitimacy arise about new forms of regulation.

Our study concerns the use of new forms of regulation within the framework of the financial markets in six countries: France, England, the United States and three Latin American countries: Mexico, Colombia and Chile. The reasons for this choice are as follows. Firstly, it seems valid to look at the legislation where the new forms of regulation came from. The American model is needed, but also the English model, because it was, for a while, the more thorough example of economic liberalism, therefore a source of new forms of regulation. France is also an indispensable reference. Indeed, as we want to show it, France is the most perfect example of the quest for a culmination of logical regulation and systematization of regulatory law.

We have chosen Mexico because of the size of its financial market; Colombia because it has undertaken remarkable legal reforms linked with the new forms of regulation and Chile, because it is the most stable country both politically and economically in the South of Latin America.

Keywords : Financial markets, soft law, self-regulation, financial authority, non-departmental public bodies, QUANGOS, Superintendencias, code of conducts.

ABREVIATIONS

Aff.	Affaire (s)
Adde	Ajouter
Admin. L. Rev.	Administrative Law Review
AES	Autorités européennes de surveillance
AFG	Association Française de la Gestion Financière
Afep	Association française des entreprises privées
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
AMF	Autorité des marchés financiers
Am. J. Comp. L	American Journal of Comparative Law.
AMAFI	Association française des marchés financiers
AJDA	Actualité juridique, Droit administratif.
ARAF	Autorité de régulation des activités ferroviaires
ARCEP	Autorité de régulation des communications électroniques et des postes
ARJEL	Autorité de régulation des jeux en ligne
Art	Article.
APA	Administrative Procedures Act des Etats-Unis
Ass. plén.	Assemblée plénière
Bull. Civ	Bulletin civil des arrêts de la Cour de cassation.
Bull. Joly	Bulletin mensuel d'information des sociétés.
c.	Contre
Cah.	Cahier (s)
Cass.	Cour de cassation
CBV	Conseil des Bourses de valeurs.
C.Com	Code de commerce.
CERS	Le Comité européen du risque systémique
CESR	The committee of European Regulators
CERVM	Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières
CGR	Contraloría general de la república, Chile.
Chron.	Chronique.
Civ.	Chambre civile de la Cour de cassation
CJCE	Cour de Justice des Communautés Européennes.
CMF	Code monétaire et financier
Com.	Chambre commerciale et financière de la Cour de cassation.
Comp.	Comparez.
COB	Commission des opérations de bourse.
Cons. Const	Conseil constitutionnel.
CRBF	Comité de la réglementation bancaire et financière
Crim.	Chambre criminelle de la Cour de cassation
CSA	Conseil supérieur de l'audiovisuel
D.	Recueil Dalloz.
Dactyl.	Dactylographié
Déc.	Décision.
Duke L. J.	Duke Law Journal.
Dr.	Droit.

Ed.	Edition(s).
et al.	<i>et alli</i> (et autres)
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autorité européenne des marchés financiers)
ex.	exemple
Fasc.	Fascicule
FED	Federal Reserve System,
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FMI	Fonds monétaire international
GP	Gazette du Palais.
HADOPI	Haute autorité pour la diffusion des œuvres et la protection des droits sur internet
LGDJ	Librairie générale de droit et de jurisprudence
JCP E	Semaine juridique, édition entreprise
JCP G	Semaine juridique, édition générale
JO	Journal officiel
JOCE	Journal officiel des Communautés Européennes.
JOUE	Journal officiel de l'Union Européenne (à compter de l'entrée en vigueur du Traité de Nice).
LPA	Les Petites affiches.
MAF	Modernisation activités financières
Medef	Mouvement des entreprises de France
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
N°	Middlenext
obs.	numéro(s).
OPA	Observations.
O.R.D	Offre(s) publique(s) d'acquisition.
p.	organe de règlement des différends
pp.	Page
préc.	Pages
préf.	Précité.
pt.	Préface
Recomm.	Point.
Règl.	Recommandation
Req.	Règlement
Rev.	Requête.
RD. banc. et fin.	Revue.
RJEP	Revue de droit bancaire et financier.
RLC	Revue juridique de l'économie publique
Rev. Lamy dr. aff.	Revue Lamy de la Concurrence
RJC	Revue Lamy droit des affaires
RRJ, Droit prospectif	Revue de jurisprudence commerciale.
RDC	Revue de la recherche juridique.
RDP	Revue des contrats ou FSA Regulatory decisions Committee
Rev. sociétés.	Revue droit public.
RTD Civ.	Revue des sociétés.
RTD Com.	Revue trimestrielle de droit civil.
Riv. dir. civ.	Revue trimestrielle de droit commercial.
RIDC	Rivista di diritto civile
	Revue Internationale de droit comparé

spéc

s.

ss.

RFAP

SESF

V.

spécialement.

suiivante

suiivant(e)s

Revue française d'administration publique

Système européen de surveillance financière

Voyez.

Sommaire

ABREVIATIONS	6
Introduction	16
§1. La notion de régulation	16
A. Régulation, une nouvelle normativité sociale	17
1. Théorie classique de la normativité sociale	18
2. Crise du système	18
B. Deux conceptions en trompe-l'œil	23
1. Différencier la régulation du droit de la concurrence	23
2. Différencier la régulation de la déréglementation	24
§2. La notion de nouvelles formes de régulation	25
A. Contexte des nouvelles formes de régulation	26
1. Critique de l'administration	26
a) Libre marché et nouvelles formes de régulation	27
b) Antécédent : le modèle des commissions de régulation américaines	29
i) Généralités	29
ii) Entre indépendance et contrôle	30
2. Critique des instruments d'intervention	31
B. Phénomènes qui font partie des nouvelles formes de régulation	33
1. Du côté institutionnel : La présence d'un régulateur	33
2. Du côté instrumental : nouvelles sources et instruments	34
a) Aménagement de la norme	34
i) Recours à la flexibilité	34
ii) Usage d'une normativité incertaine	35
iii) Recours aux instruments classiques du droit, contrat et responsabilité, comme instruments de régulation	35
b) Nouvelles sources	35
i) Implication du privé dans le processus de régulation	35
ii) Dépassement de la territorialité	36
Première partie : La perspective institutionnelle de la régulation	39
Titre 1 : L'organisation des régulateurs nationaux	41
Chapitre 1 : Les régulateurs : des entités techniques	41
Section 1 : L'activité régulée	41
§1. L'étendue du domaine des compétences	42
A. Modèle par objectif de régulation ou intégré	43
1. Modèle anglais	43
2. Modèle colombien	45
B. Autorités sectorielles	45
1. Modèle français	45
2. Modèle étasunien	47
C. Autorités régulant deux secteurs économiques	47
1. Modèle mexicain	48
2. Modèle chilien	48
§2. Les missions attribuées	49
A. Prééminence de l'intérêt du marché	50
B. Protection du consommateur financier	54
Section 2 : Des entités professionnelles	57
§1. La prééminence des régulateurs collégiaux	58
A. Composition des régulateurs	58
1. Autorités collégiales	58
2. Retrait du modèle individuel	60
B. Degré de participation des professionnels	61
1. Notion de « professionnel. »	62

2. Appréhension juridique de la professionnalisation _____	63
3. Représentation étatique _____	64
§2. La configuration des services _____	65
A. Régimes existants dans les pays développés _____	67
B. Régimes existants dans les pays latino-américains _____	69
Chapitre 2 : Les régulateurs : des entités indépendantes des pouvoirs politiques _____	71
Section 1 : La quête d'indépendance _____	72
§1. L'indépendance comme impératif _____	72
A. Indépendance et principe de la concurrence _____	73
1. Concurrence et nouvelles formes de régulation _____	73
2. Nécessité d'un régulateur indépendant _____	74
B. Indépendance et la main invisible des marchés _____	75
§2. Les mécanismes destinés à assurer l'indépendance des régulateurs _____	76
A. Investiture et révocation des régulateurs _____	77
1. Encadrement du mode de nomination _____	77
2. Durée du mandat et révocation _____	81
B. Indépendance dans le fonctionnement _____	82
1. Indépendance financière _____	82
2. Personnalité morale _____	85
Section 2 : Les difficultés que pose l'indépendance _____	87
§1. L'indépendance et la responsabilité du régulateur _____	87
A. Délimitation de la responsabilité des régulateurs _____	87
1. Responsabilité politique _____	88
2. Responsabilité juridique _____	90
B. Singularité du contrôle des régulateurs _____	92
1. Premier mécanisme : le contrôle parlementaire _____	92
2. Deuxième mécanisme : le contrôle de la légalité _____	94
3. Autres mécanismes de contrôle _____	95
a) Homologation _____	95
b) Représentation du gouvernement _____	99
§2. Les difficultés posées par la professionnalisation _____	101
A. Professionnalisation en cause _____	101
1. Point sur la controverse autour de la professionnalisation _____	101
2. Décisions juridictionnelles autour de la professionnalisation _____	102
B. Remèdes proposés _____	103
1. Encadrement des conflits d'intérêts et imposition des sanctions _____	103
2. Évincement des membres professionnels _____	105
Titre 2 : Les pouvoirs des régulateurs _____	107
Chapitre 1 : Le reproche : le cumul des pouvoirs _____	107
Section 1 : Le cumul en cause _____	108
§1. Les pouvoirs juridictionnels _____	108
A. Inexistence du pouvoir de prendre des décisions à l'égard des tiers _____	109
1. Règlement des différends et médiation _____	109
2. Résolution des conflits dans le droit comparé _____	113
a) Règlement de différends par un organisme séparé du régulateur _____	113
b) Autorégulation dans la résolution de conflits _____	114
B. Pouvoir de sanction _____	115
1. Contrôles et enquêtes _____	115
a) Domaine de compétence en matière des contrôles et des enquêtes _____	116
b) Moyens de contrôle _____	118
2. Sanctions _____	121
a) Catégories des sanctions _____	121
b) Comparaison du pouvoir de sanction des régulateurs _____	124
§2. Le pouvoir réglementaire _____	126
A. Pouvoir réglementaire proprement dit _____	126
1. Situation dans les pays du Nord _____	126
2. Situation des autorités latino-américaines _____	128
B. Pouvoir d'élaborer une doctrine _____	129
1. Pouvoir généralisé _____	130

2. Pouvoir complexe	131
Section 2 : Les régulateurs analysés sous le regard du droit classique	138
§1. Le bouleversement de la séparation des pouvoirs	138
A. Pouvoir réglementaire et séparation des pouvoirs	139
1. Fondements du pouvoir réglementaire	139
2. Controverse généralisée	139
B. Pouvoir de sanction et séparation des pouvoirs	141
§2. L'encadrement par le droit classique	142
A. Limitation des pouvoirs des régulateurs	143
1. Limitation du pouvoir de sanction	143
2. Limitation de la portée du pouvoir réglementaire	145
B. Réhabilitation du pouvoir réglementaire	148
Section 3 : Les autres pouvoirs	150
§1. Les pouvoirs non controversés	151
A. Décisions individuelles	151
1. Injonctions	151
2. Visas	154
3. Agréments	155
4. Approbation	157
B. Possibilité de se constituer partie civile	159
C. Droit de proposition de lois ou règlements	160
§2. Le cas du pouvoir de transaction	161
A. Origines de ce pouvoir	162
1. Avantages de la transaction	162
2. Transaction aux États-Unis	163
B. Transaction en France	164
Chapitre 2 : Les régulateurs et leur quête de légitimité procédurale et structurelle	169
Section 1 : La juridisation des régulateurs	171
§1. L'aménagement de la structure des régulateurs	171
A. Notion de « tribunal », appliquée aux régulateurs	172
1. Critère organique	172
2. Critère matériel	174
B. Droit d'accès au juge	175
1. Consécration juridique	175
2. Indépendance et impartialité appliquées aux régulateurs	177
§2. La procédure devant les régulateurs	181
A. Régime des recours	183
1. Recours dans les pays du Nord.	184
2. Recours dans les pays latino-américains	186
B. Principes d'une procédure juste et équitable	187
1. Respect d'un délai raisonnable de jugement	188
2. Principe de motivation des jugements	188
3. Principe du contradictoire	189
4. Principe de la publicité	191
a) Publicité des audiences	191
b) Publicité des décisions	192
5. Garanties complémentaires	196
6. Enquêtes et droit à la vie privée	196
§3. L'applicabilité des garanties du droit pénal de fond	197
A. Présomption d'innocence	197
B. Personnalité des peines	199
C. Proportionnalité des peines	200
D. Non bis in idem	203
E. Légalité des délits et des peines	205
Section 2 : Les critiques à l'égard des régulateurs	207
§1. Les mesures plus générales qui s'imposent	207
A. Rattraper des retards	207
1. Retards en Amérique-latine	208
2. Retards au niveau européen	210

B. Améliorations de la procédure _____	211
1. Amélioration du principe du contradictoire _____	211
2. Respect du non bis in idem _____	214
§2. L'impartialité des régulateurs mise en cause _____	217
A. Questionnement sur la présence des professionnels _____	217
B. Alternatives à la professionnalisation classiquement entendue _____	219
1. Évincement des membres professionnels au sein des commissions des sanctions _____	219
2. Transfert de compétence _____	220
3. Réaménagement des normes qui régissent l'autorité _____	222
a) Domaine d'application de l'obligation d'abstention _____	222
b) Amélioration de la procédure de récusation _____	222
Conclusion de la première partie _____	223
Seconde partie : La perspective instrumentale de la régulation _____	226
Titre 1. Les nouvelles sources de l'encadrement normatif _____	230
Chapitre 1 : L'implication des acteurs privés dans l'élaboration des normes _____	231
Section 1 : Les distinctions conceptuelles autour de l'intervention du privé _____	232
§1. La coopération dans la régulation _____	234
A. Corégulation _____	234
1. Mise en œuvre _____	235
2. Consultation, paradigme de la corégulation _____	237
a) À l'initiative du régulateur _____	238
b) Droit de participation _____	238
3. Collaboration dans la surveillance des acteurs _____	240
B. Autorégulation obligatoire _____	242
1. Définition _____	242
2. Mise en œuvre _____	243
a) Entreprises de marché et intermédiaires de valeurs _____	243
b) Codes de gouvernement d'entreprise _____	245
c) Autres domaines _____	246
§2. L'organisation des acteurs privés : l'autorégulation _____	247
A. Un mécanisme ancien soumis à examen _____	248
1. Délimitation _____	248
2. Évolution _____	249
3. Évaluation de la technique _____	250
B. Autorégulation en Amérique latine _____	252
1. Mécanisme ancien _____	253
2. Cas chilien _____	254
Section 2 : Les instruments normatifs incarnant l'intervention du monde privé _____	257
§1. Les codes de conduite _____	257
A. Multiplicité de sources _____	257
1. Régulateurs s'appropriant des codes de conduite _____	258
2. Monde privé en tant qu'auteur _____	259
B. Portée des codes de conduite _____	260
1. Codes de conduite stricto sensu _____	260
a) A priori, le manque de sanction _____	260
b) Codes de conduites approuvés ou homologués _____	262
2. Codes de conduite publics, la nouveauté _____	264
a) Interprétation classique _____	264
b) Questionnement de la technique _____	264
§2. La déontologie _____	266
A. Procédé essentiellement privé _____	266
1. Différentiation avec d'autres implications du privé _____	267
2. Fondements de la déontologie _____	268
B. Évolution de la technique _____	269
§3. La notion de responsabilité sociale de l'entreprise _____	272
A. Entreprises cotées comme des destinataires de la RSE _____	272
B. RSE : une pratique encore marginale _____	274
1. Défaillances de la RSE _____	274

2. Progrès de la RSE _____	276
Section 3 : L'évaluation de l'intervention du privé _____	278
§1. L'évaluation à l'égard des objectifs de la régulation et au-delà _____	278
A. Régulation adaptée aux besoins des régulés _____	279
1. Préférence des privés par les instruments souples _____	279
2. Droit taillé sur mesure ? _____	281
B. Abandon d'autres intérêts légitimes _____	283
1. Mécanismes d'éviction des intérêts autres _____	283
a) Instrumentalisation de l'éthique _____	283
b) Investisseur en tant que seul intérêt légitime _____	285
2. La place de la collectivité dans la régulation _____	286
a) Qui sont les affectés par la privatisation de la régulation ? _____	287
b) Quel est le rôle de l'État dans la régulation ? _____	292
§2. Le potentiel des instruments privés _____	294
A. Instruments éthiques comme vecteurs des changements législatifs _____	294
B. Sanction (éventuelle) des instruments privés _____	296
1. Limite : le monopole étatique de la coercition _____	296
2. Potentiel de la RSE _____	298
Chapitre 2 : L'internationalisation des sources normatives _____	300
Section 1 : La régulation internationale des marchés financiers _____	304
§1. La coopération interétatique _____	304
A. Régimes nationaux organisant la coopération _____	304
1. Régime de coopération des pays développés _____	305
2. Régime de coopération des pays latino-américains _____	307
B. Organisations internationales regroupant des régulateurs _____	309
1. North American Securities Administrators Association (NASAA) _____	310
2. Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) _____	310
3. Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA) _____	310
4. Comité des régulateurs d'Euronext _____	311
§2. La coopération internationale supra-étatique. _____	311
A. Principales organisations régulatrices _____	312
1. L'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) _____	312
2. Conseil de stabilité financière (CSF) _____	314
3. Le groupe d'action financière internationale contre le blanchissement des capitaux (GAFI) _____	316
4. FMI et la Banque mondiale _____	316
B. Obstacles à une régulation efficace _____	317
1. Prééminence d'une régulation centralisée _____	318
a) Le droit américain _____	318
b) Le droit français _____	320
2. Besoin de démocratisation _____	321
a) L'effondrement de la participation _____	321
b) Inefficacité des normes recommandées _____	322
Section 2 : La régulation européenne des marchés financiers _____	323
§1. Les antécédents de la régulation européenne des marchés financiers _____	325
A. Mise en place des normes unifiées _____	325
1. Conditions d'admission des valeurs mobilières à la cotation _____	326
2. Prospectus _____	326
3. Les OPCVM _____	328
4. Information aux investisseurs _____	329
5. Manquements de marché _____	329
6. Entreprises d'investissement et établissements de crédit, surveillance des risques _____	331
8. Autres domaines _____	333
B. Procédure d'harmonisation _____	334
1. Processus Lamfalussy _____	334
2. Critiques formulées _____	335
a) Critiques à l'égard des pouvoirs des autorités _____	336
b) Critiques à l'égard de la comitologie _____	337
§2. Le système européen de surveillance financière (SESF) _____	338

A. Autorités qui intègrent le réseau _____	338
1. Comité européen du risque systémique (CERS) _____	339
2. Autres autorités _____	340
B. Autorité européenne des marchés financiers : un régulateur ? _____	340
1. Indépendance de l'autorité européenne des marchés financiers _____	341
2. Pouvoirs de l'autorité européenne des marchés financiers _____	341
3. Un encadrement approprié ? _____	346
Titre 2. L'aménagement des instruments classiques de régulation _____	349
Chapitre 1 : La transformation des normes juridiques _____	349
Section 1 : Le droit souple et la sanction des normes juridiques _____	350
§1. Les difficultés que pose la notion de droit doux _____	352
A. Diversité au niveau du contenu et des auteurs _____	353
1. Contenu de la soft law _____	353
2. Multiples auteurs de la soft law _____	355
B. Matérialisation du droit souple _____	357
1. Fondement de l'information - transparence comme instrument de régulation _____	358
2. Le principe « se conformer ou s'expliquer » _____	362
§2. L'impact juridique du droit souple _____	367
A. Fonctions non négligeables du droit doux _____	368
1. Droit doux et sa fonction pédagogique _____	369
2. Droit souple : ressource face à la lenteur étatique _____	370
B. Droit doux à l'épreuve _____	373
1. Examen du droit doux à l'égard des crises _____	375
2. Examen du droit doux à l'égard des réactions normatives _____	377
a) Manifestations du droit dur _____	378
b) Relativisation du retour à la réglementation _____	381
3. Le potentiel du droit souple _____	382
a) Paramètre de comparaison _____	382
b) D'autres mécanismes _____	384
Section 2 : Les modifications relatives aux traits classiques des normes juridiques _____	386
§1. Les nouvelles techniques de la régulation et leurs rapports avec le droit classique _____	387
A. Antécédents de la technique des standards et des principes directeurs _____	388
B. Mise en œuvre _____	389
1. Standards _____	389
2. Principes directeurs _____	392
C. Droit matériel et universalité des règles _____	395
D. Pérennité des normes juridiques et lois d'expérimentation _____	396
1. Remise en cause de la pérennité _____	396
2. Lois d'expérimentation _____	397
§2. Les effets produits par les instruments de la régulation sur le droit _____	399
A. Bouleversement de la sécurité juridique _____	399
1. Conditions de la sécurité juridique _____	400
2. Sécurité juridique dans le droit des marchés financiers _____	400
B. Rapports entre les nouvelles formes de régulation et la sécurité juridique _____	403
1. Techniques en question _____	403
2. Relativisation de l'imputation _____	404
Chapitre 2 : Les piliers du droit comme instruments de régulation _____	408
Section 1 : Le contrat comme instrument de régulation _____	408
§1. Les fonctions du contrat dans la régulation _____	409
A. Contrat : source des règles _____	409
1. Contractualisation dans l'élaboration des normes générales _____	409
2. Contractualisation des règles individuelles _____	410
B. Contrat : pour implanter la libre concurrence _____	412
1. Contrat et « concurrence pour le marché » _____	413
a) Contrat et révélation d'information _____	414
b) Contrat, facteur de comparaison _____	415
2. Contrat et « concurrence dans le marché » _____	415
§2. Contrat dans la régulation des marchés financiers _____	416
A. Fonctions du contrat dans les marchés financiers _____	416

B. Instrument de régulation ? _____	418
Section 2 : La responsabilité comme instrument de régulation _____	420
§1. La dimension rétrospective de la responsabilité et son rôle dans la régulation _____	420
A. Complexe de sa mise en œuvre _____	422
1. Complexification de la qualification juridique des opérations _____	422
2. Localisation des opérations _____	426
B. Responsabilité : correcteur des instruments de régulation _____	426
1. Responsabilité et extériorisation de la contrainte _____	427
2. Responsabilité et juridisation des normes souples _____	427
§2. La prééminence de la dimension prospective de la responsabilité dans la régulation _____	428
A. Mise en œuvre de la facette prospective de la responsabilité _____	429
B. Mesures destinées à augmenter l'effet dissuasif de la responsabilité _____	432
Conclusion de la seconde partie _____	436
Conclusion _____	438
BIBLIOGRAPHIE _____	445

Introduction

1. **Un droit nouveau.** Il semble que le droit, ou du moins le regard que la doctrine porte sur le droit ait changé. Les systèmes juridiques d'aujourd'hui diffèrent passablement de ceux en vigueur il y a quarante ans. L'affirmation est applicable notamment aux domaines économiques qui se trouvent sous l'empire de ce qu'on connaît comme régulation.

En effet, un simple regard sur le droit contemporain montre un éclatement d'entités nouvelles qui ont pour mission la création, la surveillance, voire l'application du droit, comme des aménagements dans la conception et l'application des normes qui régissent une certaine activité. Ce phénomène, nommé *nouvelles formes de régulation*, fortement plébiscité par une partie de la doctrine juridique il y a quelques années, est désormais remis en cause.

Derrière ce sujet se trouve la notion de *régulation*¹, un sujet très à la mode, car controversé, dont les phénomènes qui la constituent se trouvent en germe déjà dans la première partie du XXe siècle², voire plus tôt. La doctrine française commence à utiliser la notion de régulation dans la deuxième partie du XXe siècle pour établir une théorie juridique autour d'elle depuis l'année 2000.

Parce qu'elles constituent les repères fondamentaux de notre travail, il faut définir la notion de régulation et les nouvelles formes de régulation. Même si, en France, l'analyse des nouvelles formes de régulation a précédé celui de la notion de régulation³, nous allons suivre l'ordre logique de la question en analysant d'abord la notion de régulation (§1), pour ensuite exposer la définition des nouvelles formes de régulation (§2).

§1. La notion de régulation

2. **Notion débattue.** Malgré les efforts doctrinaux, la notion de régulation continue à être débattue. La démarche n'est pas aisée, puisque cette branche du droit regroupe des secteurs assez nombreux et dispersés qui, à première vue, apparaissent dissemblables. L'analyse,

¹ Pour le droit administratif français cf. Laurence Calandri, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2009, 752 pp.

² V. par exemple, Daniel Mockle, *Recherches sur les pratiques administratives pararéglamentaires*, Paris, LGDJ, 1984.

³ En 1996 fut organisé un colloque dénommé « Après la déréglementation, les nouvelles formes de régulation », Gilles Martin (dir), *Après la déréglementation, les nouvelles formes de régulation: premier bilan*, CNRS/LGDJ, 1996. Ensuite, en 1998, eut lieu un colloque, transposé ensuite dans l'ouvrage dirigé par Gilles Martin, « Les nouvelles formes de la régulation », coll. *Droit et société*, LGDJ, 1998. Ainsi, c'est seulement ensuite, en 2001, que le Professeur Frison-Roche publie un premier article sur le droit de la régulation « Le droit de la régulation », *D.* 2001, Chron., cah. Dr. Aff., pp.610-616. Celui-ci pourrait être considéré comme la base des réflexions postérieures menées par la doctrine juridique.

notamment, des fins poursuivies par la régulation dans chacun de ces secteurs et de ce qui justifie les mesures prises en fonction d'elle ne la rend pas plus facile.

Comme il est précisé par la majorité de la doctrine française, *régulation* est un mot à caractère polysémique⁴, probablement une des plus importantes importations juridiques emmenées d'outre-Atlantique, sans procéder, au préalable, à un examen des particularités des pays importateurs⁵. Les nombreux sens donnés au mot⁶ nous obligent à prendre position.

Une première façon d'expliquer la régulation consiste à reprendre le sens utilisé dans les sciences mécaniques et biologiques, d'où le terme a été emprunté, et le transposer dans le domaine juridique. C'est ce qu'a fait le Professeur Timsit⁷, pour qui la régulation constitue une nouvelle normativité sociale (A). D'autres conceptions ont aussi été soutenues ; nous les considérons comme trompeuses, mais il est important de les évoquer, car elles sont souvent une source de confusion dans l'analyse des nouvelles formes de régulation (B).

A. Régulation, une nouvelle normativité sociale

3. **Plan.** Transposant au monde juridique le sens donné au mot régulation dans les sciences mécaniques et biologiques, on peut concevoir la régulation comme un mécanisme qui permet à un *système* de « maintenir la constance d'une fonction qu'elle aurait à assurer »⁸. Le système qui a été à la base de notre société est dénommé *théorie classique de normativité sociale* (1). Ce système se trouve depuis longtemps en crise ; cette crise engendre une nouvelle normativité sociale appelée *régulation* (2).

⁴ Sur la pertinence de plusieurs définitions, V. Antoine Jeammaud, « Introduction à la sémantique de la régulation juridique. Des concepts en jeu », in Jean Clam, Gilles Martin (dir), *Les transformations de la régulation juridique*, coll. « Droit et société ; recherches et travaux, LGDJ, 1998, 454 pp. spéc. p. 47-72, notamment, p. 53 ; pour d'autres notions V. Marie-Anne Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *Recueil Dalloz* 2004 n°2, Chron. p. 126-129, notamment les notes de bas de page (3) et (4). Pour les rapports avec le terme anglais « Regulation », plus restrictif, V. Marie-Anne Frison-Roche, *idem.*, p. 129.

⁵ Nicolas Véron, « Le modèle de gouvernance d'entreprise sera-t-il américain ?, Document préparatoire de la séance du 7 janvier 2003 », *En temps réel, séminaire Gouvernance du capitalisme*, Téléchargé in <http://en.temps.reel.free.fr/ETR%20Gouvernance.doc>, 4 pp. spéc. p. 2.

⁶ V. Antoine Jeammaud, *préc.*, p. 53. Le *Vocabulaire juridique* (Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, 8^e éd., Puf, 2009, Paris, pp. 792) définit la régulation en général comme l'« équilibrage d'un ensemble mouvant d'initiatives naturellement désordonnées par des interventions normalisatrices, action de régler un phénomène évolutif ». Le même ouvrage, d'un point de vue économique définit la régulation « l'action économique mi-directive mi-corrective d'orientation, d'adaptation et de contrôle exercée par des autorités (dites de régulation) sur un marché donné qui, en corrélation avec le caractère mouvant, divers et complexe de l'ensemble des activités dont l'équilibre est en cause, se caractérise par sa finalité (le bon fonctionnement d'un marché ouvert à la concurrence mais non abandonné à elle), la flexibilité de ses mécanismes et sa position à la jointure de l'économie et du droit en tant qu'action régulatrice elle-même soumise au droit et à un contrôle juridictionnel... »

⁷ Gérard Timsit, « La Régulation, la notion et le phénomène » in *La régulation nouveaux modes, nouveaux territoires ?*, *RFAP*, n° 109, 2004, pp. 5-12, spéc. p. 5.

⁸ *Idem.*

1. *Théorie classique de la normativité sociale*

4. **Entre État et Marché.** La théorie classique de la normativité sociale est formée de deux modèles : l'État et le Marché. Chacun a sa propre rationalité, la rationalité bureaucratique dans le premier cas, conformément à laquelle, en sauvegardant l'intérêt général, on préserve l'intérêt de chacun, alors que dans la rationalité du marché de la sauvegarde des intérêts individuels découlerait la sauvegarde de l'intérêt général.

Chacun de ces modèles possède un type de normativité. Dans le modèle du marché, il y a un ordre spontané, automatique, où chacun cherche son propre profit, tandis que dans l'ordre étatique, il s'agit d'une normativité imposée qui est prise en compte par les membres du corps social dans leurs agissements. Cette dernière normativité est élaborée par un décideur suprême placé au sommet de l'organisation.

Il s'agit de modèles complémentaires. Le modèle de la normativité étatique cherche à pallier les défaillances du modèle du marché. En effet, ce dernier suppose, pour fonctionner en équilibre, des conditions qui n'existent pas toujours dans la réalité, notamment, une information complète⁹. Pour y remédier, on trouve, parallèlement à la coordination relative au prix du marché, les règles bureaucratiques. Cette complémentarité n'est pas parfaite. Le système est donc en crise.

2. *Crise du système*

5. **Régulation en tant que réponse aux crises.** Pour le Professeur Timsit, la régulation exprime une nouvelle normativité sociale dont l'origine se trouve dans trois crises : les défaillances du marché (affectant le modèle concurrentiel de la normativité spontanée), les déficiences de la hiérarchie (qui affectent le modèle bureaucratique de la normativité imposée) et la crise de légitimité qui affecte les deux modèles cités.

6. **Défaillances du marché.** La régulation vise à pallier les défaillances du marché¹⁰ ; elle est spécialement nécessaire dans les industries de réseaux désormais ouvertes à la concurrence, mais pas seulement dans celles-ci. Dans le cas des secteurs ouverts à la concurrence, c'est au nom de la régulation qu'on a mis en place des procédures concurrentielles pour substituer les mécanismes bureaucratiques qui, anciennement, organisaient le système. En général, la

⁹ Ainsi que « la possibilité d'effectuer des transactions conditionnellement à tous les états de nature concevables » O. Favoreau, « La procéduralisation du droit et la théorie économique », in Philippe Coppens, Jacques Lenoble, *Démocratie et procéduralisation*, Bruxelles, Bruylant, 2000, 437 pp. Ph. Coppens et J. Lenoble (dir.), *Démocratie et procéduralisation*, Bruxelles, Bruylant, 2000, spéc. p. 158.

¹⁰ Par exemple, le pouvoir des monopoles, la viscosité et l'asymétrie d'information, les insuffisances dans la fourniture des biens collectifs.

régulation corrige les défaillances du marché pour préserver des intérêts plus larges que ceux des régulés.

7. **Défaillances de l'État.** La régulation a aussi pour but de pallier les déficiences de la hiérarchie, notamment comme une réponse à l'inadéquation à la réalité du « modèle statocentrique »¹¹ pour mettre en œuvre et concevoir des politiques. Dans le cas des industries récemment ouvertes à la concurrence, et toujours afin de pallier les défaillances étatiques, les autorités de régulation sont instituées ; notamment afin d'offrir aux nouveaux agents des garanties d'impartialité. Elles apparaissent comme une barrière qui garde le marché des agissements de l'État.

8. **Crise de légitimité.** Finalement, la régulation est conçue comme une réponse à une crise de légitimité des deux modèles cités. Elle cherche, pour y remédier, à faire en sorte que la normativité soit l'expression des aspirations des destinataires des règles. Cela explique pourquoi la régulation est parfois considérée comme une manifestation de l'ère des démocraties dialogiques, c'est-à-dire des démocraties qui, à travers le dialogue avec la société civile, cherchent à obtenir une source de légitimité. C'est la crise de légitimité qui explique, parmi d'autres raisons, la naissance d'une normativité mutable (et non fixe ni rigide), singulière (et non uniforme) endogène (et non exogène).

9. **Régulation en France.** La régulation peut être définie comme « le dispositif qui permet de mener, dans des secteurs ouverts à la concurrence, une action publique permettant d'obtenir des résultats non produits par le marché. Il s'agit de faire respecter des équilibres, ce respect étant assuré par une autorité qui n'est pas l'État »¹². La doctrine française, davantage reconnue en matière de régulation¹³, affirme même l'existence d'un droit de la régulation¹⁴. Conformément à cette notion, on peut distinguer des secteurs qui peuvent être laissés au libre jeu du marché tels que les échanges de biens et de services¹⁵ et qui seront régis seulement par

¹¹ Gérard Timsit, *Théorie de l'administration*, Paris, Economica, 1986, 375 pp.

¹² Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *RD. banc. et fin.*, n° 6, 2010, étude 35, n° 1. On peut constater que les deux aspects relevés par le Professeur Timsit sont ici évoqués : les défaillances du marché, et les défaillances de l'État, ces dernières n'étant pas expressément mentionnées, elles se dégagent de la dernière partie de la définition.

¹³ La très grande majorité des études abordant de près ou de loin la question citent les travaux du Professeur Frison-Roche, sans préjudice des critiques que leurs auteurs ont pu formuler.

¹⁴ Elle ne manque pas de relever que la question pose plusieurs difficultés. Cf. Marie-Anne Frison-Roche, « La régulation, objet d'une branche du droit », *in* Droit de la régulation, questions d'actualité, *LPA*, 3 juin 2002, n° 110, n° spécial, pp. 3-7.

¹⁵ En tout cas, ladite soumission au seul jeu du marché ne signifie pas l'absence de droit. Ainsi, les échanges marchands ne fonctionnent qu'articulés sur des règles de droit, celles qui régissent le contrat et celles qui garantissent la concurrence. Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit de la régulation », *D.*, 2001, Chron., pp.610-616, *spéc.*, p. 611.

les mécanismes propres au marché, et d'autres secteurs où le seul jeu concurrentiel n'est pas suffisant pour satisfaire les impératifs du secteur d'une façon durable et les maintenir en équilibre, nécessitant que ce secteur soit régi par des règles posant des exigences qui vont plus loin que celles posées par le droit commun des biens et des contrats¹⁶. Les secteurs régulés¹⁷ sont donc ouverts à la concurrence et concernent des activités dans lesquelles sont en jeu des intérêts variés¹⁸, mais étrangers au marché¹⁹.

1re limite de l'étude : les marchés financiers. Même si la régulation constitue un phénomène à vocation universelle²⁰, nous avons décidé de mettre les marchés financiers au centre de notre analyse. Deux principales raisons justifient cette façon de procéder. D'abord, une question pratique : la taille de ce travail impose de se limiter à un secteur précis touché par la régulation. Ensuite, une raison méthodologique : les secteurs régulés présentent une diversité de situations, de modalités d'action et de fondements qui empêchent une analyse d'ensemble. La légitimité de la régulation et des règles qu'elle pose ne peut pas être envisagée de manière abstraite ; elle doit être appréciée dans les rapports entre ses normes et l'objet régulé²¹.

Les marchés financiers sont un laboratoire privilégié concernant l'expérimentation des

¹⁶ Dans ces secteurs économiques, il faut avoir recours à des mécanismes du droit qui constituent « la régulation ». C'est cette nécessité qui sert de fondement aux exigences des certifications, des autorisations ou des demandes d'agrément, pour entrer dans un marché.

¹⁷ Cf. Marie-Anne Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *préc.* et « Le droit de la régulation », *préc.*

¹⁸ Les intérêts surveillés peuvent être différents selon le secteur soumis à l'analyse, tels que le besoin d'assurer la participation de chacun à la communauté dans le domaine du secteur de transport ou dans le service bancaire, l'égalité de traitement, le pluralisme politique ou la diversité culturelle lorsqu'on est en présence de la régulation de médias, la sécurité des approvisionnements énergétiques, la stabilité financière. Marie-Anne Frison-Roche, « Actualité du droit de la régulation. Dialectique entre concurrence et régulation », *RLC*, 2007, n° 11, pp. 168-174, *spéc.* 173 ; Thomas Cazenave *et alli*, « Crise de régulation » in *Les risques de la régulation, préc.*, notamment p. 1 et 7.

¹⁹ Ainsi, le but poursuivi par le droit de la régulation est de construire des secteurs sur la base d'un équilibre, intrinsèque ou artificiel au secteur, entre la concurrence et d'autres impératifs hétérogènes, parmi lesquels nous pouvons citer, par exemple, la finalité de prévenir des risques. La doctrine chilienne aussi fait référence au risque pour justifier le rôle de l'État dans la régulation. V. Gladys Camacho Cepeda, « La legitimidad de la potestad administrativa sancionadora », *Revista de Derecho Público*, Chile, 2007, Volumen 69, Tomo II, pp. 9-23, *spéc.* p. 11. Sur la distinction entre régulation et concurrence Cf. Marie-Anne Frison-Roche, « Regulation versus Competition », *The Journal of Regulation*, n° 7, March-April 2011, I-1.30, p.550-559. Sur la notion de risque Cf. *Les risques de la régulation*, collection Thèmes & Commentaires, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz 2005. Ce qui est paradoxal c'est le fait que la multiplication des fins poursuivies par la régulation constitue elle-même un des facteurs de crises. V. Thomas Cazenave *et al.* « Crise de régulation » in *Les risques de la régulation, préc.*, p.7.

²⁰ Dans le sens où les nouvelles formes de régulation peuvent être appliquées à tout secteur économique.

²¹ Cela veut dire que « la normativité se concentre dans les finalités, les règles et décisions juridiques n'étant que des moyens proportionnés à leur concrétisation, par ailleurs mesurées et guide ultime d'interprétation des textes en cause », Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *Bull. Joly Bourse*, 01 décembre 2009 n° Spécial, p. 445-447.

nouvelles formes de régulation²². On peut remarquer, à cet égard, que les premières analyses concernant l'efficacité économique du droit se sont précisément centrées sur l'examen des systèmes financiers²³ ; ils avaient pour objectif de déterminer s'il existait une corrélation entre le cadre légal d'un pays donné et le développement de son système financier. De plus, le lien entre la régulation et les marchés financiers est d'une telle importance que les crises qui affectent ces marchés entraînent une remise en cause de la régulation.

10. **2e limite de l'étude : législations retenues.** Notre étude concerne l'usage des nouvelles formes de régulation dans l'encadrement des marchés financiers dans six pays : la France, l'Angleterre, les États-Unis et trois pays latino-américains : le Mexique, la Colombie et le Chili. Les raisons de ce choix sont les suivantes. D'abord, il nous semble légitime d'aborder les législations qui se trouvent à l'origine des phénomènes ici analysés. Le modèle américain s'impose, mais aussi le modèle anglais, car il a été, pendant un moment, l'exemple le plus poussé du libéralisme économique, donc, des origines des nouvelles formes de régulation. La France était aussi une référence indispensable. En effet, comme nous voulons le montrer, la France est l'exemple le plus parfait de la quête d'un aboutissement de la logique de la régulation et de la systématisation, même si inachevée, du droit régulateur.

Le choix de l'Amérique latine possède aussi ses justifications. Les différentes législations latino-américaines se caractérisent par l'influence exercée par la législation française, notamment à travers le Code civil de Napoléon, mais aussi par les influences espagnole et allemande. Il s'agit donc de législations fondées sur le modèle du droit continental. Elles ne contenaient pas, à leur origine, de traces de la *common law*, comme c'est le cas sur d'autres continents²⁴. Cependant, si on analyse la législation contemporaine concernant les secteurs régulés, on constate une claire influence des législations anglo-saxonnes.

Parmi les vingt pays qui composent l'Amérique latine, il fallait en choisir quelques-uns afin d'illustrer nos propos. Nous avons sélectionné des pays avec des marchés financiers plus ou moins attirants pour les opérateurs, ce qui nous a permis d'exclure des pays politiquement instables et ceux avec des marchés financiers trop petits. Le développement des marchés

²² Juste à titre illustratif on peut remarquer que la *Financial Services Act* (Royaume-Uni) de 2012, utilise plutôt le terme « Regulators » au lieu d'« Authorities ».

²³ Les articles de Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny avaient ainsi pour objectif de déterminer s'il existait une corrélation entre le cadre légal d'un pays donné et le développement de son système financier. V. Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Law and Finance », *Journal of Political Economy* 1998, n° 106, 1998, p. 1113 et s. cité in Bertrand du Marais, « L'attractivité économique du droit : le droit français peut-il survivre dans la compétition internationale? », *Droit et Patrimoine*, n° 170, mai 2008, pp. 38-45, spéc. p. 42.

²⁴ À cet égard, V. N°120 et ss.

financiers était donc le critère initial, développement économique, mais aussi juridique. Le nombre de trois nous paraissant suffisant, nous avons choisi le Mexique à cause de la taille de son marché financier, la Colombie, parce qu'elle a entrepris des réformes juridiques remarquables, et le Chili, car il est le pays le plus stable politiquement et économiquement dans le sud de l'Amérique latine.

L'accent sera mis surtout sur la législation française, d'une part, parce que, comme nous venons de l'affirmer, il nous semble qu'elle est le meilleur exemple de la logique de la régulation, surtout en ce qui concerne les régulateurs ; et aussi, parce que, comme nous l'avons mentionné, l'influence du droit et de la doctrine anglo-saxonne est déjà très forte, alors que la régulation des marchés française est, quant à elle, moins connue. Par conséquent, sa manière d'appréhender la régulation pourrait constituer un apport pour ces pays.

11. **La notion en droit comparé.** Dans la littérature juridique latino-américaine, nous n'avons pas trouvé d'efforts doctrinaux équivalents à ceux existant en France, destinés à clarifier la notion de régulation, le terme étant, la plupart du temps, utilisé pour faire référence à la réglementation des secteurs économiques. Cela sans préjudice de l'existence d'études, particulièrement espagnoles, destinées à expliquer les transformations du droit, analysant de façon indirecte le sujet²⁵. Il y a une exception dans la doctrine colombienne où un auteur affirme que la réglementation (faisant référence au pouvoir réglementaire) cherche l'émission de règles complémentaires pour l'application de la régulation, « la régulation consistant en la création originale de la loi par des règles générales, impersonnelles et abstraites, qui constituent une matière objet de réglementation ; autrement dit, la régulation est complétée par la réglementation afin d'atteindre son véritable accomplissement »²⁶. On pourrait donc affirmer que l'auteur conçoit la régulation comme une notion plus large que la réglementation, celle-ci n'étant qu'un instrument de la première.

En droit anglo-saxon, le terme *regulation* fait référence à la réglementation. Ce qu'on nomme régulation est connue sous le nom de « *Regulatory Systems* », définis aux États-Unis comme : « Un système créé et conçu pour surveiller certains individus, des pratiques, des entreprises ou des marchés. La raison pour cela est de les mettre en conformité avec les règles qui

²⁵ V. à titre d'exemple Angeles Galiana Saura, « La actividad legislativa en el Estado Social de Derecho », *Cuadernos electrónicos de filosofía del derecho*, n° 2, 1999. Téléchargeable in <http://www.uv.es/CEFD/2/galiana.html>

²⁶ Jorge Enrique Ibañez, *Estudios de Derecho Constitucional y Administrativo*. Bogotá, Justicia y Desarrollo Sostenible, Legis, Universidad Sergio Arboleda, 2007, página 649 cité in Francky Urrego et Manuel Quinche-Ramírez, « Los decretos en el sistema normativo colombiano. Una política estatal de invención normativa », *Universitas*, supl. 116, junio 2008, pp. 53-83.

cherchent à créer les bons usages. Un exemple d'un *Regulatory Systems* serait le système financier des États-Unis, composé d'organisations telles que la Réserve fédérale et la Securities and Exchange Commission »²⁷. On peut remarquer la différenciation réalisée entre les *regulatory systems* et la loi (les *rules*, la *regulation*).

La Financial Services Authority (dorénavant, FSA) ancienne autorité anglaise de régulation des marchés financiers, définit les *regulatory systems* comme : « Les dispositifs de régulation d'une entreprise ou une autre personne en vertu de la loi, y compris les conditions de seuil, les principes et autres règles, les déclarations de principe, les codes et lignes directrices et y compris les dispositions pertinentes directement applicables d'une directive ou un règlement tels que ceux contenus dans la directive MiFID et dans la mise en œuvre du règlement MiFID »²⁸.

D'autres lectures de la notion de régulation ont aussi été faites. Même si elles nous semblent, dans un certain sens, erronées, il est nécessaire de les évoquer pour clarifier les termes de notre étude.

B. Deux conceptions en trompe-l'œil

12. **Plan.** Les incertitudes entourant la notion de régulation ont permis que des conceptions, à notre avis trompeuses, soient soutenues. La première consiste à restreindre le mot régulation à la normativité qui cherche à remédier aux défaillances du marché dans des secteurs récemment ouverts à la concurrence. Cette conception tend à relier régulation et droit de la libre concurrence (1). Un deuxième trompe-l'œil consiste à assimiler la déréglementation à la régulation (2).

1. Différencier la régulation du droit de la concurrence

13. **Régulation et ouverture d'un marché.** Il n'est pas rare que la doctrine restreigne la régulation à l'action normative qui accompagne l'ouverture d'un marché antérieurement en monopole, en assurant l'entrée des nouveaux opérateurs et leur instauration progressive.

14. **Au service de la concurrence.** La régulation, pour cette thèse, s'explique par le

²⁷ « A system created and designed to police certain individuals, practices, firms, or markets. The reason for this is to bring them into conformity with rules designed to create fair practice. One example of a regulatory system would be the U.S. financial regulatory system, comprised of organizations such as the Federal Reserve and the Securities and Exchange Commission » in <http://www.investorwords.com/>, Traduction libre.

²⁸ « the arrangements for regulating a firm or other person in or under the Act, including the threshold conditions, the Principles and other rules, the Statements of Principle, codes and guidance and including any relevant directly applicable provisions of a Directive or Regulation such as those contained in the MiFID implementing Directive and the MiFID Regulation » in Handbook of FSA, <http://fsahandbook.info/FSA/glossary-html/handbook/Glossary/R?definition=G986>, traduction libre.

nouveau rôle que l'État assume dans l'économie. Il abandonne le rôle d'opérateur économique direct et devient l'organisateur d'une économie concurrentielle qui doit être construite. La finalité de la régulation serait alors l'ouverture à la concurrence, et ses destinataires seraient les opérateurs historiques et les nouveaux opérateurs.

15. **Questionnement.** Cette conception conçoit les instruments de la régulation comme un moyen de combler les lacunes du droit de la concurrence, notamment parce que ce dernier ne dispose pas de tous les moyens nécessaires pour remédier aux défaillances du marché. À ce sujet, un auteur²⁹ déduit que le droit de la régulation est supplétif, qu'on peut avoir recours à celui-ci seulement dans les cas où la concurrence ne peut pas jouer seule un rôle efficace, et que la régulation ne peut pas jouer le rôle de substitutif de la concurrence.

Alors, comment différencier droit de la concurrence et droit de la régulation ? Au surplus, comment expliquer les cas où l'État prend des mesures fondées sur la régulation économique et qui s'opposent à la concurrence ?³⁰ Ces considérations nous permettent d'affirmer que le fait de restreindre la régulation au processus d'ouverture à la concurrence n'est pas une démarche pertinente, et qu'elle doit être considérée comme l'une des nombreuses facettes de la régulation. Il ne s'agit pas de la seule erreur conceptuelle qu'on a pu constater.

2. Différencier la régulation de la déréglementation

16. **Notion de déréglementation.** Le principal antécédent de la régulation contemporaine se trouve dans ce qu'on connaît comme déréglementation, dont l'idée fondamentale est de supprimer au maximum les contraintes réglementaires qui pèsent sur les opérateurs, afin que le secteur soit seulement régi par le droit général des contrats, le droit général de la responsabilité, la garantie du droit de propriété, et le droit de saisir un juge.

Toujours selon cette idée, le marché serait le moyen le plus efficace, le plus rationnel et le plus juste d'harmonisation des comportements. Cette conception fut vite dépassée par une nouvelle conception du libre marché, beaucoup moins libérale, car elle admet le besoin de compter sur des dispositifs spéciaux d'encadrement du marché³¹ autres que le droit commun

²⁹ Karine Abderemane, « Confirmation des caractères supplétif et flexible du droit de la régulation », *RLC*, n° 8, 2006 p. 168.

³⁰ Le Professeur Frison-Roche affirme ainsi : « la régulation peut aussi être la conséquence d'une décision politique, lorsque le Parlement a estimé opportun de laisser des comportements de compétition se développer mais a aussi posé comme nécessaire de maintenir le secteur sous des impératifs qui lui sont étrangers. Le plus souvent, on parle de "service public" mais, sous ce vocable générique, il peut s'agir de l'autonomie énergétique de la France, de l'obligation d'un annuaire téléphonique ou du pluralisme des opinions dans l'audiovisuel ». Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit de la régulation », *préc., spéc.* p. 611.

³¹ Jacques Chevalier, « Régulation et polycentrisme dans l'administration française », *Revue administrative*, n°301, janvier-février 1998, pp. 43-53. *spéc.*, p. 46.

des contrats et le droit commun des biens.

17. **Déréglementation : un antécédent de la régulation.** Pendant un moment, la généralisation du libéralisme économique a pu effacer le droit à travers la déréglementation, mais il ne s'agit que d'un phénomène transitoire, par la suite remplacé par la régulation. La régulation apparaît de cette façon comme une réponse aux défauts de la déréglementation ; loin d'effacer le droit³², elle signifie plutôt le passage à un autre type de droit³³. Une dernière remarque s'impose : la régulation, si elle ne peut pas être réduite à la déréglementation, ne signifie pas non plus l'effacement de celle-ci, car les deux ont pour fondement le libre marché. Le pas en avant donné par la régulation est la conscience que la libre concurrence n'est pas toujours suffisante pour obtenir certaines finalités poursuivies par le droit. Par conséquent, elle doit être complétée voire effacée comme paradigme à travers la mise en place d'interventions étatiques qui peuvent avoir lieu par l'entremise des normes classiquement entendues ou par les nouvelles formes de régulation.

18. **Conclusion.** En réalisant un choix plus ou moins arbitraire, mais efficace pour la définition du sujet, nous allons entendre par régulation toute intervention destinée à remédier tant aux défauts de l'économie que du modèle normatif étatique. Cette intervention était traditionnellement réalisée au moyen de normes juridiques (aspect instrumental) élaborées et dont le respect était surveillé par l'autorité publique (aspect institutionnel). Ces deux aspects sont bouleversés par les nouvelles formes de régulation, notamment depuis une quarantaine d'années.

§2. La notion de nouvelles formes de régulation

19. **Réponse à certains problèmes.** La combinaison des mécanismes utilisés, à partir des années soixante-dix, afin de confronter les problèmes émanant de la multiplicité des acteurs, de la coexistence des activités en monopole et des activités en concurrence, fut dénommée « nouvelles formes de régulation »³⁴. Le Professeur Frison-Roche fait référence à celles-ci en affirmant : « d'un point de vue plus étroit, quand on parle de nouvelles formes de régulation,

³² Le libre marché ne signifie pas l'absence de droit, il nécessite le droit, il fonctionne sur la base du droit, notamment sur celle du droit des contrats. La prétendue dérégulation qu'on défendait dans les années 80 « aurait dissimulé en fait un mouvement de "re-régulation extensive" imposé par la nécessité d'encadrer le jeu de la concurrence ». Jacques Chevalier, « La régulation juridique en question », *Droit & société*, 2001, n° 49, p. 827-846. *spéc.* p. 830. L'auteur fait référence à Burkard Eberlein, « L'État régulateur en Europe », *Revue française de science politique*, 199, p. 205 et ss.

³³ Mireille Delmas-Marty, *Trois défis pour un droit mondial*, Paris, Editions du Seuil, 1998, 205 pp., *spéc.* p. 78 et ss.

³⁴ Christian Stoffaës, « Les nouvelles régulations à l'essai », extrait du *Rapport Services publics, question d'avenir*, pages 176-216, in www.viepublique.fr/dossier_polpublic/regulation_sp/stofregu.shtml

on parle des mécanismes *complexes* qui organisent les secteurs régulés »³⁵.

Avant de nous pencher sur l'énonciation de ces mécanismes complexes (B), nous exposerons le contexte dans lequel ils se sont développés (A).

A. Contexte des nouvelles formes de régulation

20. **Les politiques publiques à l'examen.** Dans les années soixante, d'ambitieux programmes sociaux furent mis en œuvre tant aux États-Unis qu'en Europe. Dans la décennie suivante, des travaux d'évaluation de ces programmes et des politiques publiques se sont développés. Nous verrons que la question de l'efficacité des politiques publiques mises en œuvre par l'administration classique s'est d'abord posée³⁶, donnant origine à une critique à l'égard des institutions (1). Nous examinerons ensuite l'efficacité de la loi et des normes juridiques en général en tant qu'instruments de mise en œuvre des politiques publiques³⁷, ce qui soulève un certain questionnement au niveau instrumental de l'intervention publique (2).

1. Critique de l'administration

21. **Symptômes d'une maladministration chronique.** La doctrine des pays appartenant au droit continental a formulé des critiques à l'égard de l'administration classique, en affirmant, par exemple, qu'elle souffre d'une « maladministration chronique », dont la rigidité, l'impersonnalité, la non-publicité et la bureaucratie en seraient les symptômes³⁸. C'est la remise en question de « l'art même de gouverner »³⁹. Pour y remédier, la figure du régulateur indépendant⁴⁰ fut conçue.

Il existe différents modèles d'autorités. Elles varient dans leur composition, leurs pouvoirs ou facultés, dans leurs caractéristiques, et dans les différents moyens déployés pour obtenir l'autorité idéale. Néanmoins, la seule existence de ce genre d'autorités constitue un

³⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Les nouveaux champs de la régulation », in *La régulation nouveaux modes, nouveaux territoires ?*, pp. 53-63, *spéc.* p. 54.

³⁶ L'exigence d'efficacité, traduction juridique de la notion économique d'efficience, structure le fonctionnement des marchés financiers. Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, « Le principe "appliquer ou s'expliquer" », in Erik Le Dolley (sous la dir.) *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, 488 pp, *spéc.*, pp. 377-394.

³⁷ La notion d'effectivité du droit commence ainsi à faire partie de l'analyse juridique. Pierre Lascoumes, « Normes juridiques et mise en œuvre des politiques publiques », *L'année sociologique*, 1990, pp. 43-71.

³⁸ Evelyne Pisier, « Vous avez dit indépendantes ? Réflexions sur les AAI », *Pouvoirs*, 46, 1988, pp. 73-83, *spéc.* p. 75.

³⁹ *Idem*, *spéc.* p. 76. Selon les mots du Professeur Boy : « Les modifications des structures économiques et sociales exigée par l'évolution du capitalisme peuvent difficilement s'opérer au Parlement », Laurence Boy, *Normes*, p. 7, téléchargé de www.reds.msh-paris.fr/.../textes/boyl.htm. Les objectifs de la normativité et leur détail ou contenu sont fixés, par la périphérie, par les services chargés de l'exécution de la normativité et pas par les structures centrales du pouvoir (législatif, président de la République ou ministres).

⁴⁰ Dans cette étude pour nous référer à ce qu'on vise en France sous la dénomination d'autorité administrative indépendante nous parlerons indistinctement du régulateur, régulateur indépendant ou autorité de la régulation.

changement à la structure traditionnelle des pouvoirs étatiques.

22. **Régulateurs et libre marché.** Cette critique ne suffit pas pour justifier la naissance des régulateurs, car si on se restreint à elle seule, on devrait voir remplacée toute l'administration étatique par des régulateurs indépendants. La réalité nous montre que les régulateurs sont intimement liés aux secteurs économiques où il y a d'importants intérêts économiques en cause, aux secteurs plus ou moins récemment privatisés. Une autre donnée se révèle plus importante : le triomphe de l'économie de marché et du dogme de la libre concurrence (a). Les États-Unis, en tant que paradigme de la défense de ces dogmes, nous fournissent un exemple de la manière de réguler à travers la figure des commissions de régulation indépendantes (CRIs) (b).

a) Libre marché et nouvelles formes de régulation

23. **Liens.** La faillite du modèle d'intervention administrative et le triomphe conséquent de l'économie de marché et de son dogme de la libre concurrence sont la source de la généralisation de l'usage des nouvelles formes de régulation. On affirme que « la rhétorique du droit de la régulation repose sur la croyance dans la supériorité du marché »⁴¹. Dans ce cadre, les marchés financiers font figure de secteur régulé dont la théorie économique néolibérale a influencé le droit qui leur est applicable⁴². Ce mouvement est très bien expliqué dans les mots de ces auteurs⁴³ : « Suivant un mouvement généralisé au dernier quart du XXe siècle, sous la pression de facteurs politico-idéologiques mais aussi et surtout économiques, le rôle de l'État s'est trouvé redéfini. Celui-ci est désormais sommé de se présenter, non plus comme un "gérant" de la société, et moins encore de l'économie, mais comme un "garant", arbitre ou superviseur, "chargé d'établir et d'administrer des processus de coordination de groupes sociaux pour atteindre des buts discutés et définis collectivement dans des environnements fragmentés et incertains". Soumis à un principe de subsidiarité, il n'interviendrait légitimement qu'en cas de défaillance des mécanismes d'autorégulation sociale. Cette reconfiguration des fonctions étatiques s'accompagne de profondes transformations des modes de production du droit. À l'émergence d'un "État post-moderne"

⁴¹ Christophe Jamin, « Théorie générale du contrat et droit des secteurs régulés », *D.*, n° 34, 2005, p. 2342-2347, *spéc.* p. 2345.

⁴² Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA*, 21 janvier 2009, n° 5, pp. 6-15, *spéc.* p. 8.

⁴³ J. Chevallier, *L'État post-moderne*, LGDJ, 3^e éd., 2008 ; F. Ost, M. Van de Kerchove, *De la pyramide au réseau ? Pour une théorie dialectique du droit*, Publications des Facultés universitaires Saint-Louis Bruxelles, 2002, p. 29, cité in Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, « Le principe "appliquer ou s'expliquer" » *préc.*, *spéc.* n° 2-3.

correspondrait l'avènement d'un "droit post-moderne" où la "comitologie" l'emporte en légitimité sur la décision unilatérale et le pilotage *ex post*, par les effets qui supplantent un encadrement *ex ante* par les principes. Les fondations du droit classique en sortent ébranlées : au droit moderne "de type formel" reposant sur une conception moniste et déterministe, succède un droit "post-moderne" pluriel dans ses sources, y compris privées, probabiliste dans son approche, et dominé par une logique d'efficacité, justifiant le développement de processus de négociation avec les destinataires ainsi que la rétention des procédés de contrainte ».

24. **Nouvelle conception du pouvoir normatif.** Le fait de considérer l'économie de marché comme le système économique le plus performant se traduit en une nouvelle conception du pouvoir normatif, en une évolution du rôle de la puissance publique⁴⁴. Ce nouveau rôle consisterait plutôt à accompagner l'évolution du secteur économique, à faciliter ses actions et non pas à intervenir dans la recherche des intérêts autres que ceux du marché.

25. **Le rôle de la privatisation.** Les processus de privatisation des entreprises et leur ouverture à la concurrence sont la source immédiate de tous les changements qui facilitent la généralisation des nouvelles formes de régulation : l'organisation économique construite autour des monopoles de l'État chargé des services publics n'était plus un modèle à suivre. L'affirmation peut être démontrée si on se souvient que les régulateurs ont toujours existé au sein des économies libérales comme l'étasunienne, et qu'ils ont seulement été mis en place en France avec le droit européen⁴⁵.

26. **Régulateurs des marchés et pour les marchés.** Les régulateurs personnifient ainsi une autorité qui, pour répondre aux défauts de l'administration et à l'inadaptation du modèle administratif au modèle économique, possède certains traits qui les différencient des autorités publiques traditionnelles, notamment parce qu'ils sont constitués par des techniciens ou spécialistes.

Ce modèle trouve ses origines dans les commissions de régulation américaines, lesquelles se caractérisent par la prééminence donnée à l'indépendance du régulateur, mais aussi par les

⁴⁴ Arnaud Haquet, « Le pouvoir réglementaire des autorités administratives indépendantes. Réflexions sur son objet et sa légitimité », *RDV*, n° 2, 2008, p. 393-419, *spéc.*, p. 397. *Adde.* Claude Albert Colliard, Gérard Timsit (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*, Paris, PUF, 1988, 320 pp. ; Norman Chester, « Fringe Bodies, Quangos and all that », *Public Administration*, 57-1, 1979, p. 51 ; Paul Sabourin, « Les autorités administratives indépendantes, une catégorie nouvelle », *AJDA.*, 20 mai 1983, p. 275 ; Jacques Chevallier : « Réflexions sur l'institution des autorités administratives indépendantes », *JCP G.*, 1986, I, 3254 ; Martin Shapiro : « The problem of independent agencies in the U.S. and the E.U. », *Journal of European Public Policy*, 1997, n° 4, p. 276 ; Jean-Claude Oderzo, « Les autorités administratives indépendantes et la Constitution », *thèse*, Aix-Marseille, 2000, *dactyl.*

⁴⁵ V. Jacques Chevallier, « COB, CNIL, CNCL et Cie : la philosophie des autorités administratives indépendantes », *Regards sur l'actualité*, 1988, n° 146, pp. 13-18, *spéc.* p. 17.

limites que ce principe de l'indépendance peut trouver. Ce modèle a été plus ou moins suivi pour configurer les différents régulateurs contemporains.

b) Antécédent : le modèle des commissions de régulation américaines

27. **CRI.** Selon M. Giandomenico Majone, il s'agit « des gouvernements indépendants en miniature, mis en place pour traiter des problèmes de régulation précis, et dotés par le Congrès américain de pouvoirs législatifs, judiciaires et exécutifs pour rechercher les solutions appropriées »⁴⁶. Voyons d'abord quelques éléments généraux (i) qui, dans le cadre de ce travail, se verront transposés aux régulateurs, pour exposer ensuite le principaux traits de ces commissions, leur indépendance et (ii).

i) Généralités

28. **Fondements.** Les commissions de régulation américaines ont été créées par le Congrès pour garantir l'indépendance du régulateur par rapport au président de la République et pour garantir l'indépendance de leurs décisions des considérations politiques à court terme. Elles possèdent les fonctions législatives, judiciaires et exécutives (avec les problèmes subséquents de séparation de pouvoirs) dans la quête de souplesse, de compétence et d'indépendance.

29. **Garanties de neutralité.** Pour protéger leur autonomie en matière de décisions, premier souci de la régulation, elles ont plusieurs dirigeants (5 ou 7 membres) recrutés dans chacun des deux partis américains et nommés par le président avec l'approbation du Sénat. Tous les membres ont des mandats fixes qui se chevauchent. Ces membres ne peuvent être destitués que s'ils manquent à leur fonction.

Elles sont soumises au contrôle budgétaire de la part de *l'Office of Management and Budget* (OMB) comme elles en sont les autorités du pouvoir exécutif.

30. **Évolution.** L'indépendance desdites autorités était plus remarquable à leur origine. En effet, cette indépendance a été le prix à payer pour que l'interventionnisme économique qu'elles représentaient soit accepté. Cependant, le risque de capture d'intérêts privés et l'absence de responsabilité politique furent des facteurs qui provoquèrent une réaction favorable à l'autorité présidentielle. Donc, ils ont modifié les conditions du mandat du président de la plupart des commissions. Au lieu d'être fixes, elles dépendaient de la discrétion du président de la République. Mais l'autorité du président de l'autorité est aussi

⁴⁶ Giandomenico Majone, *La communauté européenne, un État régulateur*, Paris, Montchrestien, coll. Clef, 2000. 158 pp., spéc. p. 42.

augmentée en entamant la collégialité. Il faut remarquer que la dépendance du président de la République est analysée comme un facteur d'appui qui permet d'atténuer le risque de capture d'autres groupes d'intérêt, un deuxième souci de la régulation économique.

Nous avons pu constater que malgré l'existence de deux conflits d'intérêts, c'est le risque de capture de la part des intérêts publics qui a prévalu, risque auquel on tente de remédier en posant certaines limites aux agissements des commissions de régulation américaines.

ii) Entre indépendance et contrôle

31. **Indépendance.** Ces commissions sont indépendantes en ce sens où elles opèrent hors de la hiérarchie présidentielle et où le mandat de leurs membres ne peut pas être révoqué à cause d'un désaccord avec la politique du gouvernement (comme un ministre).

32. **Contrôle.** Malgré cet état de fait, leurs pouvoirs ne sont pas illimités : les commissions de régulation américaines sont instituées par des statuts votés par le congrès, et leurs programmes sont définis et limités par ces statuts. Les exigences de procédure constituent une autre limite posée aux États-Unis ; elles sont établies par la *Federal Administrative Procedures Act* (APA) de 1946, par le *Freedom of Information Act* de 1976, et par le *Government in the Sunshine Act*. Les textes cités posent des exigences concernant l'arbitrage mené par ces autorités, lequel doit respecter des garanties de procédures semblables à celles des tribunaux traditionnels, y compris le processus contradictoire de production des preuves par les deux parties en conflit et l'exigence d'un document écrit servant de base à la décision de l'autorité concernée. Ces exigences de procédure sont censées simplifier la révision judiciaire des solutions apportées par ces entités⁴⁷.

La régulation américaine tente ainsi de combiner des instruments de contrôle avec la fixation d'objectifs clairs, en ajoutant la supervision du congrès, la nomination des membres par le président, décision qui est approuvée par le Sénat, des exigences de procédure strictes, l'obligation de justifier la régulation par une analyse de rentabilité, des principes professionnels, la participation du public, et une révision judiciaire portant sur le fond⁴⁸. De cette façon, on garantit l'indépendance de l'autorité, qui n'en demeure pas moins encadrée⁴⁹.

33. **La question de la légitimité.** Mais une question reste en suspens : les régulateurs dont la figure est inspirée dans ces commissions, sont-ils des instances démocratiques ? *A priori*, ils ne le sont pas. Néanmoins, de nouveaux arguments sont déployés pour leur fournir une

⁴⁷ Cf. Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 131.

⁴⁸ *Idem.* p. 137.

⁴⁹ *Idem.*

apparence démocratique.

34. **Sources de légitimité.** Pour justifier la légitimité principalement démocratique des régulateurs, on a dit qu'ils « assurent une forme nouvelle de représentation ou d'incarnation du peuple (ou au moins des "fragments" du peuple concernés par leur activité), qui passe par l'association des personnes intéressées à l'élaboration des normes, par la synthèse entre les intérêts divergents, par la prise en compte des aspirations de tous, sans recours au principe classique de la désignation par l'élection »⁵⁰.

La plurireprésentativité existant dans la composition des régulateurs pourrait être vue comme une manifestation de cette ambition de pluralisme. Seule une structure du genre des régulateurs indépendants permet de favoriser la participation publique, par exemple, à travers les auditions publiques. L'exigence de transparence et son corollaire, l'exigence de motivation, protègent les citoyens « de l'arbitraire et du secret de la bureaucratie, et seraient en mesure de fixer l'attention publique sur des questions controversées, ce qui est censé enrichir le débat public »⁵¹. Mais on a pu soutenir qu'ils ne seraient que des manifestations d'un instinct de survie animant des entités très controversées⁵².

L'administration étatique, classiquement entendue, n'est pas le seul élément critiqué ; les instruments d'intervention étatique dans le domaine économique le sont également.

2. Critique des instruments d'intervention

35. **Anciennement.** Si on analyse l'évolution des interventions étatiques dans l'économie, l'existence de changements est évidente. Traditionnellement, le seul modèle légitime était le recours aux règles juridiques coercitives émanant des autorités traditionnelles, c'est-à-dire le législatif et l'exécutif. Il n'y avait pas d'intervention des destinataires de la règle du droit. Cette conception correspond à ce que nous la dénommons *droit classique*, lequel est bâti sur la base de certains caractères traditionnellement octroyés aux règles juridiques : universalité, généralité, pérennité, hiérarchie des normes juridiques, territorialité et coercition des règles.

36. **Bouleversement.** Fondamentalement, dans les années soixante-dix⁵³, la façon dont

⁵⁰ Martin Collet, « De la consécration à la légitimation, Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation », p. 53, note de bas de page n° 30, in Marie-Anne Frison-Roche, (dir), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, coll. « Droit et Economie de la Régulation », vol. 1 Presses de Sciences Po / Dalloz, 2004, 198 pp, *spéc.* pp. 41-56.

⁵¹ Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 35 et ss

⁵² Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financière internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *Annuaire français de droit international*, n° 52, 2006, pp. 481-504, *spéc.* n° 75 et ss.

⁵³ Il faut reconnaître que l'on peut trouver des exemples occasionnels plus précoces.

l'État intervient dans l'économie change, car l'intervention ne se conforme pas toujours aux principes et à l'idéologie du système juridique traditionnellement enseignés. On peut assurément affirmer que ces principes et cette idéologie se voient transformés, voire bouleversés.

Des techniques nouvelles se développent, en écartant, au moins à titre principal, les normes, instruments classiques du droit. Il s'agit de la notion formelle de régulation⁵⁴ ; formelle parce qu'elle s'identifie par les formes utilisées qui sont différentes de celles utilisées par la réglementation classique. Il s'agit d'un choix méthodologique présent dans la plupart des politiques publiques, soit économiques, d'organisation des professions, environnementales, de protection de libertés individuelles et collectives. Il n'y a pas de limites naturelles à la régulation, sauf, peut-être, remarque le Professeur Gaudemet, les missions de pure souveraineté.

Le sujet est, encore une fois, la libéralisation des marchés. Celle-ci exige non seulement la mise en place des instances indépendantes des intérêts étatiques qu'on évoque à travers la figure des régulateurs, mais aussi l'usage d'instruments normatifs particuliers que nous appelons *instruments de la régulation*. Tous les deux sont caractérisés pour être au service de cette entreprise de régulation⁵⁵. Le libre marché pose des exigences d'ordre idéologique et factuel.

37. **Au niveau idéologique.** Selon certains auteurs, les nouvelles formes de régulation obéissent à un débat idéologique. Celui-ci traduirait « une volonté affirmée de "désengagement" de l'État dans ces domaines »⁵⁶.

Cela s'explique par le fait que le monde occidental valorise fortement la performance technique des machines et la compétence des hommes chargés de les *concevoir* et de les *manipuler*. Il s'agit de la montée en puissance de l'expertise technique et la consécration de la société « expertale »⁵⁷. Cette valorisation expertale affecte l'intervention étatique et, plus particulièrement, les normes, et ce, de plusieurs façons :

- Au niveau de la conception des normes : elle demande que l'élaboration du droit qui doit régir des domaines spécialisés et techniques soit à la charge des spécialistes. Par

⁵⁴ Yves Gaudemet « La concurrence des modes et des niveaux de régulation », Introduction, *in* La régulation nouveaux modes, nouveaux territoires ?, *préc.*, pp. 5-12, *spéc.* 5.

⁵⁵ Ce qui explique pourquoi le phénomène est parfois analysé comme une manifestation des « tendances hégémoniques de l'économique dans la société ». Gérard Farjat, *Pour un droit économique*, PUF, 2004, 224 pp.

⁵⁶ *Idem*.

⁵⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *Banque & Droit*, n°41, mai-juin 1995, *spéc.* p. 49.

exemple, en matière financière, un tel raisonnement exige que l'encadrement des marchés financiers soit élaboré par les financiers ou au moins par des personnes avec les connaissances techniques nécessaires pour bien comprendre le fonctionnement du système. Cela entraîne un pouvoir réglementaire aux régulateurs et favorise l'implication du privé dans l'élaboration des normes.

- Au niveau de l'application des normes : d'abord, on abandonne le recours à la loi en premier ressort, et le contrôle permanent que réalisait la loi est remplacé par le recours à une autorité qui contrôle le secteur de façon permanente, le régulateur, encore une fois. Ensuite, puisqu'il s'agit de lois qui posent les fondements du secteur, leur surveillance est aussi à la charge des régulateurs, voire à la charge d'entités privées.
- Au niveau de l'aménagement de la norme : les formes de régulation doivent répondre à deux préoccupations des opérateurs économiques : le souci d'assurer la protection de libertés individuelles, notamment la liberté de commerce, et le besoin d'assurer le jeu de la concurrence dans la vie économique⁵⁸. Face à cela, le modèle des normes coercitives, élaborées par le pouvoir législatif, n'était pas adapté ; on conçoit ainsi de nouveaux instruments.

B. Phénomènes qui font partie des nouvelles formes de régulation

38. **Plan.** Les critiques faites à l'administration donnent naissance au côté institutionnel des nouvelles formes de régulation : les régulateurs (1) ; alors que les critiques formulées à l'égard des instruments d'intervention sont à l'origine du côté instrumental des nouvelles formes de régulation. De nouveaux instruments sont ainsi développés (2).

1. Du côté institutionnel : La présence d'un régulateur

39. **Caractéristiques.** Les nouvelles formes de régulation appellent la présence d'un régulateur. Normalement, il s'agit d'une entité dotée d'une autonomie fonctionnelle, une expertise technique et jouissant de plusieurs pouvoirs, ce qui lui permet de devenir l'un des « organes censés être mieux capables d'arbitrer entre les divers intérêts sociaux en lice »⁵⁹. À notre avis, un de ses traits fondamentaux, celui qui le différencie des autorités qui font partie de l'administration classique, est le fait de cumuler différents pouvoirs : le pouvoir réglementaire, le pouvoir administratif de supervision, et le pouvoir de sanction. Cela explique pourquoi nous analysons uniquement les régulateurs nationaux, laissant l'analyse des organismes

⁵⁸ *Idem.*

⁵⁹ Jacques Chevalier, « Vers un droit post-moderne », in G. Martin et J. Clam (dir), in *Les transformations de la régulation juridique*, coll. Droit et société, Travaux et recherches, n° 5, LGDJ, 1998, pp. 21-46, spéc. p. 35.

internationaux dans le côté instrumental des nouvelles formes de régulation⁶⁰. Le régulateur est chargé de l'élaboration de certaines normes, mais aussi de la supervision du système financier. Par supervision, il faut entendre « le processus destiné à surveiller les institutions financières afin que celles-ci respectent correctement les règles et les normes qui les gouvernent »⁶¹. Dans l'élaboration des règles, le régulateur se caractérise notamment par la possibilité qu'il a d'agir de concert avec les destinataires de la régulation, ce qui a comme corollaire le fait que les destinataires de la régulation s'identifient au régulateur et aux normes édictées par celui-ci.

2. Du côté instrumental : nouvelles sources et instruments

40. **Plan.** De ce côté, les choses s'avèrent plus complexes, car les modifications apportées aux normes sont très variées, chacune trouvant sa source dans une ou plusieurs défaillances de la normativité classique. Les modifications touchent tant l'aménagement des normes (a) que leurs sources (b).

a) Aménagement de la norme

41. **Caractéristiques.** Il s'agit de règles incertaines, efficaces et contraignantes, mais étrangères aux formes classiques du droit. La concertation, la persuasion, la pédagogie, l'exemplarité, l'avertissement et la préconisation sont quelques-uns des moyens utilisés par la régulation. Les nouveaux instruments se caractérisent par leur flexibilité (i) et par l'incertitude de leur caractère contraignant (ii) ; dans certains cas, des notions classiques du droit trouvent un usage nouveau (iii).

i) Recours à la flexibilité

42. **Droit souple.** Certains mécanismes faisant partie des nouvelles formes de régulation se caractérisent par leur souplesse, ce qui les rendrait mieux adaptés que le droit traditionnel aux évolutions techniques et économiques. Les textes réglementaires se présentent comme des textes-cadres « laissant à l'administration le soin de définir les conditions de réalisation des objectifs fixés et lui donnant un très large pouvoir d'appréciation des situations concrètes⁶² ». Prenons comme exemple les nouvelles procédures de traitement des conflits, notamment les procédures d'évitement du juge telles que la médiation. Elles sont un mode d'intervention

⁶⁰ En effet, les organismes internationaux ne disposent pas des attributs de souveraineté nécessaires à l'adoption de normes obligatoires, ses normes sont donc *proposées*, elles font donc partie de la *soft law*.

⁶¹ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.* n°5. L'auteur cite le Rapport Larosière, n°38.

⁶² Jacques Chevalier, « Vers un droit post-moderne », *préc.* p. 28.

plus souple et donc mieux adapté aux contraintes économiques⁶³.

ii) Usage d'une normativité incertaine

43. **Droit incertain.** L'État a dû renoncer à la contrainte juridique au moyen de l'exercice d'un pouvoir normatif de fait, exprimé, entre autres, par les recommandations, les communications, les avis, etc. Le manque de contrainte a eu comme conséquence que certains nient le caractère de *normes* aux règles qui obéissent à cette logique réglementaire. On a cependant affirmé que la technique n'est pas tout à fait négligeable, parce qu'elle a pour effet l'acceptation de ces *pseudo* normes par les destinataires comme s'il s'agissait de règles contraignantes⁶⁴. Par exemple, l'usage de l'information comme instrument de régulation.

iii) Recours aux instruments classiques du droit, contrat et responsabilité, comme instruments de régulation

44. **Nouveau rôle.** Le contrat a abandonné son rôle d'instrument d'échanges et d'organisation d'un marché, pour devenir un instrument de création de règles générales et particulières. Les facettes prospective et rétrospective de la responsabilité sont prises en compte et utilisées pour obtenir certains comportements des opérateurs.

b) *Nouvelles sources*

45. **Plan.** L'État n'est plus la source unique des normes juridiques, et le domaine d'application de celles-ci n'est plus restreint au territoire de l'État qui les a promulguées. Deux phénomènes s'érigent : l'implication du privé dans le processus de régulation (i) et le dépassement de la territorialité (ii).

i) Implication du privé dans le processus de régulation

46. **Exemples.** Le droit financier est cité comme l'exemple le plus remarquable d'intervention du privé dans la production et le contrôle des normes. En France, l'élaboration des règles contraignantes peut passer par des consultations de place ou des enquêtes auprès des intéressés. Par exemple, l'Autorité des Marchés Financiers (dorénavant AMF), avant d'établir les règles concernant le statut de la profession de conseiller en investissement financier, a lancé une consultation de place « afin de recueillir les observations (...) et suggestions des intéressés »⁶⁵. De même, pour l'élaboration du règlement général, l'AMF a

⁶³ Mireille Delmas-Marty, *Trois défis pour un droit mondial*, préc., spéc., pp. 78 et ss.

⁶⁴ Etape que Morand dénomme « *État incitateur* », Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », *préc.*, p. 618.

⁶⁵ Communiqué du 3 juin 2004 mis en ligne sur le site Internet de l'AMF

procédé à plusieurs consultations publiques⁶⁶. La méthode est justifiée car elle permet une relation fluide entre l'autorité et le destinataire de la règle, et elle aboutit à un degré plus élevé d'acceptation et de satisfaction de la part des opérateurs⁶⁷.

ii) Dépassement de la territorialité

47. **Abandon de souveraineté.** On constate une tendance à la production de normes internationales, soit par la concertation des États, soit par mimétisme, le plus souvent par une sorte d'abandon de souveraineté. L'élaboration de la norme internationale est laissée aux financiers et aux professionnels concernés. Les États semblent s'y résigner quand ils adaptent spontanément leur droit à ces normes, espérant ainsi attirer les investisseurs. Il existe aussi des pôles de résistance dans les législations internes, destinés notamment à protéger l'épargne publique⁶⁸.

Dans le processus de contrôle du respect de la normativité, nous pouvons constater un phénomène semblable. L'autorégulation, mise en œuvre à travers l'existence de comités privés régulateurs des bourses, en est un exemple.

48. **Conclusion.** La notion de nouvelles formes de régulation (dorénavant NFR) recouvre toute intervention venant soit de l'autorité publique, soit du secteur privé destinée à remédier aux défaillances de l'administration classiquement entendue, ou aux défaillances du marché. Elle traduit notamment l'abandon de la règle juridique et l'émergence de nouvelles formes d'élaboration⁶⁹, d'application et de surveillance de la règle de droit. Ainsi, comme le droit de la libre concurrence est la réponse à la constatation du mythe de la main invisible du marché, les NFR sont la réponse aux critiques faites à la régulation traditionnelle.

49. **3e limite de l'étude : une synthèse.** Chacun des mécanismes cités plus haut a, plus ou

⁶⁶ Revue mensuelle de l'AMF, n°6, septembre 2004, p.109 et communiqué du 14 octobre 2004 disponible sur le site Internet de l'AMF. V. Aurélie Ballot-Léna, *Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le « droit mou », s'endurcit*, in www.glose.org/CEDCACE1.pdf, 17 pp. spéc. p. 8.

⁶⁷ Elle permet de « surmonter les résistances de la société civile aux impératifs étatiques » étape qui correspond à « l'État réflexif ». Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », *préc., spéc.* p. 618. L'auteur évoque le processus d'adoption des lois sur les 35 heures et le développement du recours à la transaction pour régler amiablement les conflits à travers la circulaire du Premier Ministre du 6 février 1995.

⁶⁸ La mondialisation des règles est imposée du fait que les marchés se communiquent entre eux jusqu'à former un véritable marché mondial. Ce phénomène est la conséquence du libéralisme et du développement des techniques de communication qui permettent d'accroître la rapidité des échanges, par simple transfert informatique, de ces objets « sans consistance et d'une mobilité totale que sont, par exemple, les valeurs mobilières ». V. Mireille Delmas-Marty, *Trois défis pour un droit mondial, préc. spéc.* pp. 78- 82 et 83.

⁶⁹ Une étude sur les évolutions en matière de sources du droit des marchés financiers se trouve in Pierre Aïdan, *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources*, Banque éditeur, Paris, 2001, 342 pp.

moins fortement, attiré l'attention de la doctrine française et étrangère⁷⁰. On pourrait même soutenir que chacun, comme c'est déjà le cas pour plusieurs d'entre eux, mérite sa propre thèse ou étude générale⁷¹. Malgré cela, nous avons choisi de procéder à une étude plus générale, considérant que ce qui nous a étonnée dans ce phénomène est la présentation traditionnelle qu'on se fait de lui, comme une réponse aux défaillances constatées du modèle classique du droit, aujourd'hui fortement controversé à cause de la crise financière qui a débuté au cours de l'été 2007, et s'est accentuée avec la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008. Ces événements ont mis en lumière les failles de la régulation bancaire et financière, particulièrement en ce qui concerne des domaines qui sont liés aux nouvelles formes de régulation. Ils furent par conséquent l'inspiration de ce travail. Il nous semble pertinent de faire un état des lieux du phénomène en établissant tant sa portée actuelle que son évaluation.

50. **4e limite : une étude pragmatique.** Nous souhaitons seulement montrer ces nouveaux instruments d'intervention (ou d'abstention) étatique en soulignant les éléments de leur nouveauté, établir les causes de leur existence, décrire comment ils agissent et quels sont leurs effets sur le système juridique. En revanche, notre étude n'a pas pour ambition de porter des jugements de valeur sur la qualification juridique de ceux-ci, dans ce sens, des questions relevant plutôt de la philosophie du droit ne seront qu'évoquées. Cependant, une perspective appartenant plutôt à la science politique n'a pas été abandonnée, car celle-ci, croyons-nous, aide les juristes à dépasser l'étude formelle des normes et des institutions pour comprendre pourquoi certains mécanismes sont plus ou moins utilisés et plus ou moins appuyés par la population ou la doctrine.

Notre travail se limitera ainsi à l'analyse des résultats que ces instruments ont atteints, en soulignant les causes de leur réussite et de leur échec. En effet, les doutes au sujet de l'efficacité des nouvelles formes de régulation sont plus que jamais pressants suite aux sauvetages répétés des marchés financiers de la part des États qui, auparavant, avaient vu diminuer leur pouvoir de réglementation des marchés au profit des nouvelles formes de

⁷⁰ Il suffit d'examiner la bibliographie des articles étrangers sur ce sujet pour se rendre compte de l'influence exercée par la doctrine française, à titre d'exemple V. en espagnol Angeles Mazuelos Bellido, « *Soft law* : mucho ruido y pocas nueces ? », *Revista electrónica de estudios internacionales*, 2004, pp. 1-40, spéc. p. 1. Téléchargé in <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1004415>

⁷¹ Même s'il y a des ouvrages consacrés partiellement à ce sujet elle sont devenues plus ou moins obsolètes, en vertu de la création de l'AMF en France, des réformes opérées à l'égard des autorités internationales, de la création d'un code monétaire et financier et de la fusion opérée dans les bourses européennes, parmi d'autres nombreux changements. Elles conservent nonobstant sa valeur pour la réalisation de ce travail, notamment parce qu'elles sont un point de référence pour l'évaluation des dix dernières années écoulées.

régulation, notamment les régulateurs et l'implication du privé dans l'élaboration des règles. Néanmoins, la réglementation classique ne nous semble pas plus apte à maîtriser les marchés financiers, qui, plus que jamais, semblent intrinsèquement défailants. On constate que des améliorations aux nouvelles formes de régulation s'imposent, même si elles possèdent un potentiel incontestable.

51. **Plan.** Reprenant les deux grands changements apportés par les nouvelles formes de régulation, nous commencerons par l'analyse de la perspective institutionnelle des nouvelles formes de régulation, c'est-à-dire les autorités de la régulation, figures créées en réponse aux défaillances de l'administration étatique (première partie). Ensuite, nous analyserons le volet instrumental des nouvelles formes de régulation, c'est-à-dire tous les changements introduits au processus de genèse des normes et à la structure des normes, comme manière de corriger les défaillances du modèle de marché et du modèle de l'État (deuxième partie).

Première partie : La perspective institutionnelle de la régulation

52. **Remise en cause des agents de gouvernance.** Pour corriger les défaillances de l'administration gouvernementale (au sens classique du terme), les législations contemporaines, dans le cadre de certains problèmes concernant les politiques publiques, ont cessé d'avoir recours à l'administration et l'ont remplacée par des *sages*, des techniciens, des spécialistes⁷². Ce recours est perçu comme la remise en question de « l'art même de gouverner », le retrait d'un art politique en déroute⁷³.

53. **Critique pragmatique.** D'un point de vue pragmatique, on remet en question l'efficacité de tous les agents de la gouvernance : le juge⁷⁴, le fonctionnaire et le pouvoir législatif ; car aucun parmi eux ne possède les compétences nécessaires, que ce soit pour trancher les conflits propres au secteur régulé, dans le cas des juges ; pour surveiller le respect des règles qui doivent régir le secteur, dans le cas des fonctionnaires ; ou pour établir les règles destinées à assurer le bon fonctionnement du secteur, dans le cas du législateur. D'où vient cette incapacité ? C'est une des questions auxquelles nous essayerons de répondre.

54. **Critique idéologique.** D'un point de vue idéologique, il y a également des critiques. On reproche, par exemple, au juge non élu son manque de légitimité démocratique⁷⁵. Le fonctionnaire pour sa part, manque d'impartialité, car il représente les intérêts de l'État qui peuvent aller à l'encontre de l'intérêt du secteur économique. Le pouvoir législatif est aussi critiqué à cause de son « impuissance délibérative »⁷⁶.

Finalement, on peut dire que les trois pouvoirs traditionnels se sont montrés incapables de

⁷² Par exemple, face aux critiques formulées à l'encontre des systèmes de rémunération des dirigeants des entreprises après la crise des *sub-primes*, et en réponse aux demandes des ministres du Travail et de l'économie, le président du Mouvement des entreprises de France (dorénavant Medef : organisation patronale représentant les dirigeants des entreprises françaises), et le président de l'association française des entreprises privées (dorénavant Afep), ont annoncé la création d'un comité des sages « chargé de contribuer à la bonne application des principes de mesure, d'équilibre et de cohérence des rémunérations des dirigeants mandataires sociaux en cas de recours massif au chômage partiel ou de plans sociaux d'ampleur ». MEDEF, Communiqué de presse, 30 d'avril de 2009.

⁷³ Evelyne Pisier, *préc.*, p. 74.

⁷⁴ Un auteur affirme ainsi : « (...) l'action des autorités administratives indépendantes empiète plutôt sur la sphère de compétence du juge, réalisant dans certains secteurs d'activité sociale un mode de régulation indispensable et que la justice administrative n'est plus en mesure de réaliser. » Jean-Louis Autin, « Du juge administratif aux autorités administratives indépendantes : un autre mode de régulation », *RDP*, 1988, n°5, pp. 1213-1237.

⁷⁵ Nous avons pu constater qu'il y a une certaine tendance à envisager l'action des NFR comme une empiètement sur l'activité de l'administration, mais elle concerne aussi l'activité des juges. Ainsi, l'apparition des AAI par exemple, peut être liée parmi d'autres raisons, aux défaillances et aux dysfonctionnements de la justice administrative.

⁷⁶ Evelyne Pisier, *préc.*, p. 75.

satisfaire l'impératif fonctionnel de la spécialisation⁷⁷, de l'adaptabilité et de l'indépendance.

55. **Réponse : les régulateurs.** C'est le discours qui sous-tend l'existence des régulateurs⁷⁸, « la personne ou l'organe qui surveille et contrôle le secteur pour y maintenir l'équilibre entre le principe de la concurrence et un autre principe »⁷⁹. Il s'agit des institutions, le plus souvent collégiales qui, selon ce qui est couramment affirmé, suivent le modèle instauré par les *quangos* anglais ou les *agences* américaines⁸⁰. Ces deux institutions constitueraient les modèles utilisés pour configurer les Autorités Administratives indépendantes AAI françaises et les régulateurs latino-américains. L'affirmation est notamment applicable aux régulateurs des marchés financiers.

56. **Sources.** On constate une ressemblance certaine entre toutes les autorités, mais cette ressemblance n'existe qu'à la base, les différences s'exprimant tant par les origines de ces autorités que dans leur encadrement juridique. D'abord, tant les AAI françaises que les régulateurs latino-américains sont conçus dans le cadre de politiques de décentralisation⁸¹, le modèle français étant à notre avis une figure exacerbée de décentralisation (comme l'illustre une analyse de l'autorité des marchés financiers), alors que les autorités latino-américaines apparaissent beaucoup moins développées sur ce point. Ensuite, plusieurs possibilités se présentent au législateur au moment de définir l'organisation juridique d'une autorité. Il a le choix d'instaurer des autorités unipersonnelles ou collégiales, il a plusieurs options pour déterminer la composition et le mode de nomination de ces autorités, il peut les doter de différents services et leur assigner un ou plusieurs domaines de compétence, etc. Cependant, si on se demande quels sont les traits qui caractérisent les régulateurs, même en prenant en compte ces nombreux choix, deux caractéristiques se dégagent aisément : la singularité de leur configuration (Titre 1), et le fait qu'ils cumulent les pouvoirs d'une manière si inattendue (Titre 2).

⁷⁷ Giandomenico Majone, *préc., spéc.*, p. 130.

⁷⁸ Jacques Chevallier, « Réflexions sur l'institution des autorités administratives » *JCP G* 1986, 3254 ; Gérard Timsit, « Les deux corps du droit. Essai sur la notion de régulation », *RFPA*, 1996, n° 78, pp. 375-394 ; Gérard Marcou, Franck Moderne (dir.), *Droit de la régulation, service public et intégration régionale*, L'Harmattan, 2005, 457, pp. ; Marie-Anne Frison-Roche, « Étude pour l'Office Parlementaire d'évaluation législative », *Étude pour un bilan des Autorités administratives indépendantes en France*, parution en annexe du rapport du Sénateur Gélard, 15 juin 2006.

⁷⁹ Marie-Anne Frison-Roche, *Les 100 mots de la régulation*, Que sais-je ?, PUF, Paris, 2011, 126 pp., *spéc.*, P ; 113, *V° Régulateur*.

⁸⁰ María Salvador Martínez, *Autoridades independientes*, éd. Ariel Derecho, Barcelona, 2002. 404 pp. ; Jean-Paul Valette, « La régulation des marchés financiers », *RDP*, n° 1-2005, pp. 183-210., *spéc.* p. 201 et ss.

⁸¹ « Les autorités administratives indépendantes participent en fait d'un vaste mouvement, général aux grands pays démocratiques, qui tend, par-delà la politique de décentralisation ou de déconcentration, à un nouveau mode de répartition et d'exercice du pouvoir d'État, notamment dans les domaines sensibles de l'exercice des libertés publiques et en matière de régulation de certains secteurs ou marchés », in « Les AAI, un nouveau mode d'exercice du pouvoir dans l'État », La documentation française, consulté le 16 septembre 2010.

Titre 1 : L'organisation des régulateurs nationaux

57. Traditionnellement, on affirme que les autorités régulatrices naissent du besoin d'assurer une tâche particulière, et que c'est cette tâche qui justifie leur aménagement propre. En quoi consiste cette tâche dans le cas des marchés financiers ? Comment est-elle assurée ? Pour répondre à ces questions, nous exposerons dans ce titre les missions confiées aux régulateurs publics et nationaux des marchés financiers⁸², en nous concentrant sur les deux principales qualités leur permettant de mener celles-ci à bien : les régulateurs sont des entités à caractère fortement technique (Chapitre 1) en quête d'indépendance (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Les régulateurs : des entités techniques

58. **Justification.** Afin que l'existence d'un régulateur indépendant soit justifiée, il faut que le secteur surveillé soit particulièrement complexe, que son mode de fonctionnement soit difficile à comprendre pour les non-initiés. Les régulateurs des marchés financiers sont dans ce cas et on pourrait même affirmer que tous les secteurs économiques le sont également. Ainsi, pour justifier l'instauration d'un régulateur, un autre élément doit s'ajouter à la technicité, et cet élément consiste à notre avis en l'absence d'une mission politique (Section 1). Ces deux caractères justifient que les autorités soient dirigées (dans le cas des autorités individuelles) ou en grande partie composées (dans le cas des autorités collégiales) par des professionnels du secteur régulé (Section 2).

Section 1 : L'activité régulée

59. **Modèles de supervision.** L'encadrement des marchés financiers est analysé par les auteurs de différentes façons ; malheureusement, il n'y a pas un véritable accord sur les concepts, et il arrive souvent qu'un même terme soit utilisé pour désigner des réalités dissemblables⁸³.

De cette façon, en fonction de ce qu'on dénomme « la dimension de la supervision » on distingue le modèle *intégré* qui confie à une même autorité tant l'objectif prudentiel (veiller à la solidité et à la pérennité des institutions financières), que l'objectif commercial (contrôler

⁸² Il faut remarquer que nous allons nous restreindre à l'analyse des principaux régulateurs à l'intérieur de chaque pays concerné, en laissant de côté les autres entités publiques et privées dont le rôle n'est que secondaire, au moins en comparaison des principales autorités. Ainsi, par exemple, les banques centrales, ne seront pas étudiées. Des autorités telles que le PCAOB (*Public company accounting oversight board*), instituée par la *Sarbanes-Oxley Act*, ne seront pas non plus objets d'analyse, au moins dans cette partie du travail, car nous estimons plus approprié d'exposer leurs caractéristiques comme illustration à d'autres propos contenus dans la suite de cette étude. La même remarque est valable concernant autorités européennes.

⁸³ Par exemple, l'usage de l'expression « modèle intégré ».

les méthodes de commercialisation dans un but de protection du consommateur des services financiers)⁸⁴. D'autres auteurs⁸⁵ affirment que dans le modèle intégré le régulateur réunit tant le pouvoir de surveiller la solvabilité des agents que le pouvoir de surveiller leur respect des normes de conduite. Si la surveillance de ces deux objectifs est confiée à des autorités différentes on parle de la supervision par *objectifs* ou *twin peaks*.

60. **Architecture de la supervision.** Une autre distinction courante lorsqu'on analyse l'architecture de la supervision⁸⁶ distingue entre le modèle *institutionnel* qui vise le statut légal des régulés (banques, compagnies d'assurances, intermédiaires, etc.) et le modèle *fonctionnel* qui vise l'activité réalisée indépendamment du statut légal.

En ce qui concerne les marchés financiers, dans tous les pays analysés, nous avons trouvé que l'autorité chargée de leur surveillance est plus ou moins éloignée des pouvoirs traditionnels de l'État, ce qui correspond tout à fait à l'idée qu'on se fait d'un régulateur. Cependant, l'uniformité s'arrête là, l'étendue du domaine de compétence du régulateur étant en effet variable selon les cas (§1). En outre, les missions que les régulateurs doivent assumer à l'intérieur du secteur justifient leur éloignement du modèle classique de l'administration publique (§2).

§1. L'étendue du domaine des compétences

Plusieurs voies se présentent au législateur au moment de définir l'organisation juridique d'un régulateur économique. Parmi les choix à prendre se trouve celle de l'architecture.

61. **Analyse suivie.** Normalement lorsque les auteurs analysent la régulation économique ils analysent tout ce qui a un rapport avec les marchés financiers au sens large, ce qui inclut les banques, par exemple. Notre travail étant restreint à l'analyse des autorités ayant compétence sur les marchés financiers proprement dits, il devra donc s'éloigner de ces distinctions classiques.

Nous faisons une distinction entre les autorités *intégrées* (ou suivant un modèle intégré) chargées de la surveillance des marchés financiers, des banques et des assurances ; le modèle sectoriel dont l'autorité chargée de la surveillance des marchés financiers se restreint juste à

⁸⁴ Cf. Thierry Bonneau, *Droit bancaire*, 9^{ème} éd., 2011, Montchrestien, 724 pp. *spéc.*, n° 145. On peut aussi opérer une distinction entre la régulation macro-prudentielle relative à la détection des risques et de leur ampleur, et la régulation micro-prudentielle, qui concerne la solidité financière des entreprises.

⁸⁵ *Idem.* V. aussi Matias Larrain, "Notas al último intento de reforma del sistema de supervisión financiera", *Anuario de derecho público*, Universidad Diego Portales, 2012, pp. 405 et ss.

⁸⁶ Donato Masciandaro, Rosaria Vega Pansini, Marc Quintyn, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?*, Working Paper, PW/11/261 (Fondo monetario internacional) 2011.

ce domaine. Alors que lorsque l'autorité possède une compétence sur les marchés financiers, mais aussi sur un autre secteur (banque ou assurance), nous parlons d'un modèle bisectoriel.

En effet, certaines autorités prenant en compte l'objectif de régulation poursuivi possèdent des compétences étendues à des secteurs qui pourraient être considérés comme différents. Cependant, pour des raisons qu'on peut réduire à une volonté d'efficacité, on a estimé que ces secteurs devaient être sous l'empire d'une même autorité (A).

Comme il arrive souvent en matière de sciences sociales, certains arguments affirment l'efficacité des autorités agissant sur plusieurs secteurs, sans les recouvrir tous (C), comme dans le cas mexicain. D'autres arguments, au contraire, prônent la limitation de leur compétence à un seul secteur (B).

A. Modèle par objectif de régulation ou intégré

62. **Deux exemples.** Dans ce modèle, on abandonne la répartition obéissant au statut ou aux services offerts par les intermédiaires et on prend plutôt en compte l'objectif de réguler, de maintenir l'équilibre des secteurs, en pratique, liés. Il s'agit des autorités qui possèdent des compétences dans les secteurs de l'assurance, de la banque et des marchés financiers. C'est le cas, malgré les réformes opérées, de l'Angleterre (1) et de la Colombie (2).

1. Modèle anglais

63. **La FSA.** Au Royaume-Uni, jusqu'à la fin de l'année 2012, l'autorité des marchés financiers était la *Financial Service authority* (FSA), créée par la *Financial Services and Markets Act* de 2000.

La FSA régula la quasi-totalité des activités financières, ce qui incluait l'activité financière des banques, des assurances et des retraites, mais aussi les marchés financiers de services d'investissements, en matière de titres et de produits d'épargne ainsi que toutes les activités de gestion, de conservation ou d'intervention quelconque dans le cadre d'achats, de ventes, de souscriptions, etc.⁸⁷.

Dans le cadre de la régulation des marchés, la FSA régula l'activité des bourses reconnues (*Recognised investment exchange*⁸⁸), la bourse des dérivés (*London securities and derivative exchange*), la bourse des métaux et celle du pétrole⁸⁹.

⁸⁷ André Delion, « La Financial services authority britannique », in *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9, Paris, LGDJ, 2006, pp. 219-226, spéc. p. 220

⁸⁸ Le *Stock Exchange* de Londres et le LIFFE (bourse de futures et options)

⁸⁹ André Delion, *préc.*, p. 220

Elle était aussi compétente à l'égard d'autres activités de marché régulé telles que l'activité des chambres de compensation (*clearing houses*), celle des intermédiaires financiers ayant le statut de *brokers-dealers*, et celle des organismes de conservation au sens large (*custodians*)⁹⁰.

Ce modèle de régulateur intégré a été changé en février 2011⁹¹, en évoluant vers un modèle *twin peaks*, et substituant à la FSA trois nouvelles autorités surveillées par la Banque d'Angleterre : un comité indépendant de politique financière (*Bank of England's Financial Policy Committee*, FPC) créé au sein de la Banque d'Angleterre en tant que subcomité de la « *Court of directors of the Bank* » ; une autorité de régulation prudentielle (*Prudential Regulation Authority*, PRA) en tant que filiale de la Banque, et une autorité de conduite financière (*Financial Conduct Authority*, FCA). Parmi les missions de ces organismes, on trouve, respectivement :

- Pour le *Financial Policy Committee*, FPC : contribuer aux objectifs de la Banque d'Angleterre, notamment à celui de veiller à la stabilité financière par l'identification, la surveillance, et la prise des mesures destinées à éliminer ou réduire les risques systémiques⁹².
- Pour la *Prudential Regulation Authority*, PRA, elle est à la charge de la supervision microprudentielle, elle a la responsabilité de superviser les assureurs, les institutions de dépôt et un petit nombre d'entreprises d'investissement qui pourraient présenter des risques importants pour la stabilité du système financier⁹³.
- Pour la *Financial Conduct Authority*, FCA, en général son objectif est de protéger et de renforcer la confiance dans le système financier britannique. D'un point de vue opérationnel, ses objectifs sont⁹⁴ :
 - la sécurisation d'un degré approprié de protection des consommateurs ;
 - promouvoir l'efficacité et la possibilité de choisir dans le marché des services financiers, et
 - protéger et améliorer l'intégrité du système financier britannique.

⁹⁰ *Idem*.

⁹¹ Le 19 décembre 2012 la *Financial Services Act 2012* a reçu le *royal assent* prévoyant son entrée en vigueur pour le 1^{er} avril 2013.

⁹² <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/default.aspx>

⁹³ Bank of England, FSA, *The Bank of England, Prudential Regulation Authority. Our approach to insurance supervision*, 21 pp. spéc. p. 3. Disponible in http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/uk_reg_framework/pru_approach2.pdf

⁹⁴ FSA, *The Financial Conduct Authority, Approach to regulation*, Juin 2011. Disponible in http://www.fsa.gov.uk/pubs/events/fca_approach.pdf

Compte tenu de ce qui est affirmé par la *Financial Services Act de 2012*⁹⁵, nous pouvons penser que le véritable successeur de la FSA est la FCA.

2. Modèle colombien

64. **La Superintendencia Financiera.** En Colombie, l'autorité des marchés financiers se nomme *Superintendencia Financiera*, et a été créée par le *Decreto 4327 de 2005*⁹⁶.

Dans ce pays, toute personne qui exerce des activités financières, de banque, d'assurance, d'administration de fonds de retraite, et, en général, de gestion et d'investissement de ressources captées du public est soumise au contrôle de la *Superintendencia financiera*.

B. Autorités sectorielles

65. **Deux exemples.** Il s'agit des autorités dont la compétence est centrée uniquement sur les marchés financiers, et qui laissent le contrôle de la banque et des assurances à d'autres autorités. C'est le cas de la France (1) et des États-Unis (2).

1. Modèle français

66. **L'AMF.** La France distingue la régulation bancaire et des assurances⁹⁷ de la régulation financière, les marchés financiers étant régulés par l'Autorité des marchés financiers (dorénavant AMF)⁹⁸. Ainsi, au sens restreint, la seule autorité financière c'est l'AMF⁹⁹, corps collégial composé de deux organes : un collège et une commission des sanctions (dorénavant CDS). L'AMF a été créée par la loi n° 2003-706 de sécurité financière

⁹⁵ "The Financial Conduct Authority (1) The body corporate previously known as the Financial Services Authority is renamed as the Financial Conduct Authority". Part 1^a The regulators, Chapter 1 The Financial Conduct Authority". En ce qui concerne les missions de la FCA, *V. Financial Services Act 2012, "Part 1a The Regulators Chapter, 1 The Financial Conduct Authority ; The FCA's general duties 1B*.

⁹⁶ L'organisme du gouvernement compétent est le *Ministerio de Hacienda y de crédito publico* dont l'équivalent en France est le ministère de l'Economie des Finances et de l'Industrie.

⁹⁷ *V. l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, et instaurant l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), art. L. 612-4 CMF. Cf. Thierry Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance numéro 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », JCP E 2010, n° 6, p. 16, Haubert de Vauplane, et alii, « Commentaire de l'ordonnance 2010-76 », *Banque & Droit* n° 129, p. 31. Vincent Ruol, « Création de l'ACP: premières leçons entre continuité et contrastes », *Banque Magazine*, juin 2010, p. 63, Thierry Samin, Francis Crédot *Bull. Joly Bourse*, n° 2, 1 février 2011, note 52. *V. aussi Matthias Pujos, « Impartialité ou partialité de la procédure disciplinaire, Le conseil d'État change de camp ! », Banque & Droit, n° 136, 2011, p. 3-6 et la bibliographie citée.**

⁹⁸ Il faut remarquer que certaines fonctions de l'AMF sont complétées par les fonctions assignées au Conseil de régulation bancaire et financière et du risque systémique, notamment celle concernant l'élaboration des normes européennes et nationales. *V. Karine Rodriguez, « Création du Conseil de régulation bancaire et financière et du risque systémique », LPA, n° 250, 2010, pp. 12-14.*

⁹⁹ Au sens large ont aussi le caractère d'autorités financières les autorités bancaires et des assurances.

du 1^{er} août 2003¹⁰⁰.

L'AMF est compétente pour contrôler tous les marchés financiers, les marchés de quotas d'émission de gaz à effet de serre, leurs acteurs et les opérations de marché¹⁰¹. Aujourd'hui, le domaine de compétences de l'AMF tend à s'élargir à l'assurance vie, compte tenu de la suppression de la notion d'appel public à l'épargne¹⁰². Elle n'a pas de compétence en matière bancaire.

Il faut aussi remarquer que la loi de régulation bancaire et financière (L. 2010-1249, de 22 octobre 2010)¹⁰³ a institué le Conseil de régulation financière et du risque systémique (en remplacement du collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier). Ce conseil, qui ne possède pas d'ailleurs la personnalité morale, fait écho au Comité européen du risque systémique¹⁰⁴. Il est composé de représentants de la Banque de France, du président de l'AMF, du président de l'autorité des normes comptables, et présidé par le ministre chargé de l'Économie. Ce conseil a, entre autres missions, celle de veiller à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions représentées. Il examine les analyses de la situation des secteurs concernés et évalue les risques systémiques qu'ils comportent, prenant en compte les avis et recommandations du Conseil européen du risque systémique. Il est aussi chargé de la coopération internationale et européenne applicable au secteur financier. Il a le droit de faire entendre tout avis ou opinion quand il l'estime nécessaire : la *soft law* est un outil à sa disposition. Compte tenu de ses facultés et de ses missions, il s'agit à notre avis d'un

¹⁰⁰ L'AMF est issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). Sur les fondements historiques, institutionnels et sociologique qui justifient la création de la COB comme régulateur indépendant, et qui sont sous plusieurs aspects applicables à la AMF V. Sabri Boubaker, Florence Labégorre « L'autorité de régulation des marchés financiers : entre État et marché » *Revue d'Économie Financière*, n° 89, 2007, p.163-181.

¹⁰¹ Arts. L. 621-1 et L. 621-9 CMF.

¹⁰² Ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009. L'article L. 621-1 se réfère à « la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public ». Ces derniers sont plus larges que l'offre au public. Il s'agirait d'un glissement qui annonce une réforme à la compétence de l'AMF, concernant notamment l'assurance-vie. Benoit Le Bars, « Réforme de l'appel public à l'épargne : entrée pragmatique du droit français dans l'ère de l'offre au public des titres financiers », *Recueil Dalloz*, n° 22, 2009, pp. 1500-1503, *spéc.* p. 1502.

¹⁰³ Cf. Jérôme Lasserre Capdeville, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, n° 211, 2010, pp. 3-7; Thierry Bonneau, « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP E* 2010. 195 ; Nicolas Rontchevsky, Michel Storck, « Une tentative de réponse française à la crise financière : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *RTD. com.*, n° 1, 2011, pp. 138-162; Sthéphan Yvon, *et alii* « Panorama de la loi de régulation bancaire et financière », *Bull. Joly Bourse* 2010. 492, §63 ; Hervé Le Nabasque, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. sociétés* 2010. 547 ; Hubert de Vauplane, *et alii*, *Banque & Droit*, novembre-décembre 2010. 29 s. ; Dossier spécial *Bull. Joly Bourse*, n° 2, 2011, p. 113 s. ; Dossier spécial *LPA* 16 déc. 2010.

¹⁰⁴ V. *infra*, N°674 et ss.

organisme de coopération, n'ayant pas la qualité d'autorité de régulation proprement dite¹⁰⁵.

2. *Modèle étasunien*

67. **La SEC.** Le modèle d'organisation de la régulation étasunien est extrêmement complexe, car il repose sur une régulation par entités de même que sur une régulation par produits¹⁰⁶. À cela doit être ajoutée l'existence de plusieurs organismes d'autorégulation et la réglementation édictée par les États fédérés, surtout en relation avec les marchés de dérivés.

Subséquemment, la régulation des banques, suivant leur statut, leurs activités et la fonction de régulation concernée, est exercée par différentes autorités fédérales¹⁰⁷. En ce qui concerne les marchés d'actions, la régulation des marchés au comptant relève de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), et celle des marchés à terme de la *Commodities and Futures Trading Commission* (CFTC).

Nous remarquons aussi que la *Dodd-Frank Act*¹⁰⁸ a créé un Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*) qui a pour mission d'identifier les risques systémiques, adresser des recommandations aux superviseurs fédéraux en matière de fonds propres, de levier d'endettement, de liquidité et de gestion des risques.

Nous porterons notre attention sur la *Securities and Exchange Commission* (SEC), autorité instituée par la *Securities Exchange Act* de 1934. La surveillance exercée par cette autorité porte sur les opérations relatives aux valeurs mobilières et aux émetteurs de valeurs mobilières, ainsi qu'aux marchés et à l'infrastructure de marché et aux professionnels de valeurs mobilières¹⁰⁹.

C. *Autorités régulant deux secteurs économiques*

68. **Deux exemples.** Le Chili et le Mexique ont suivi une voie différente. Ils ont attribué à leurs régulateurs de marchés financiers la compétence de surveiller également, soit le secteur

¹⁰⁵ Sur le potentiel de cet organisme « lieu où pourra se nouer la régulation », V. Marie-Anne Frison-Roche, « La nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », *D.* 2010, Chron., p. 2712-2714.

¹⁰⁶ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *RD. banc. et fin.* n° 5, 2009, dossier 26, n° 7.

¹⁰⁷ On y trouve l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) qui est le régulateur des banques commerciales nationales; l'*Office of Thrift Supervision* (OTS) un des régulateur des caisses fédérales d'épargne ; la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), régulateur des banques commerciales assurées; la *Federal Reserve System* (FED), régulateur des banques membres du système fédéral de réserves ; la *National Credit Union Administration* (NCUA), régulateur des banques coopératives, et enfin, la *Securities and Exchange Commission*.

¹⁰⁸ H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act adoptée par le Congrès le 15 juillet 2010.

¹⁰⁹ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », in *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9, Paris, LGDJ, 2006, pp. 177-197, spéc. p. 178.

des assurances (2), soit le secteur bancaire (1).

1. *Modèle mexicain*

69. **CNBV.** L'autorité mexicaine des marchés financiers se nomme *Comisión nacional bancaria y de valores*¹¹⁰ (CNBV). Elle a été instituée par la loi du 28 avril 1995 et modifiée pour la dernière fois le 13 août 2009¹¹¹. Il s'agit d'un organisme déconcentré¹¹².

L'autorité financière mexicaine contrôle les banques et les autres entités financières telles que les administrateurs de fonds de retraite, considérés comme des intermédiaires financiers. Par contre, elle n'est pas compétente pour surveiller le secteur des assurances.

2. *Modèle chilien*

70. **Superintendencia de valores y seguros.** L'autorité chilienne, dénommée *Superintendencia de valores y seguros*¹¹³ a été créée par le Décret-loi 3538 de 1980 et modifiée en dernière instance par la loi 20.345 de 2009. Elle régule et surveille les agents du marché des valeurs suivants : sociétés anonymes ouvertes, intermédiaires de valeurs (soit des bourses, soit des courtiers en bourses), assurances, fonds, agents de valeurs, investisseurs institutionnels (y compris les compagnies d'assurance), fonds communs de placement, fonds d'investissement, fonds de capital étranger et agences de notation.

Comme son nom l'indique, l'autorité chilienne a des compétences concernant le secteur financier et des assurances ; elle n'a en revanche aucune compétence sur les fonds de retraite ni sur les banques. Les banques et sociétés financières sont autorisées à réaliser des activités propres aux marchés de valeurs et dans l'exercice de ces activités, les entités sont surveillées par la *Superintendencia de Bancos y de instituciones financieras*¹¹⁴. Le Chili suit donc le modèle institutionnel.

Suivant la tendance mondiale, en 2011, le Chili a créé le *Consejo de Estabilidad Financiera*¹¹⁵, avec une particularité remarquable, il a été créé par voie réglementaire.

71. **Bilan.** Les modifications apportées au cadre réglementaire pendant la dernière

¹¹⁰ Commission nationale bancaire et des valeurs.

¹¹¹ L'organisme du gouvernement compétent est la *Secretaría de Hacienda y de crédito público* : Secrétariat des finances et du crédit public.

¹¹² La déconcentration a été définie, au Mexique, comme la délégation des pouvoirs de décision et d'exécution par les autorités supérieures vers des organismes subordonnés, limités par différentes normes légales qui leurs permettent d'agir plus rapidement, plus efficacement et avec une plus grande flexibilité, sans pour autant perdre leur lien avec la hiérarchie. Miguel Acosta Romero, *Nuevo Derecho Bancario*, 8^a Ed. Editorial Porrúa. México, 2003. 1429 pp, *spéc.* p. 182

¹¹³ *Superintendencia* de valeurs et d'assurances.

¹¹⁴ Art. 69 de la Loi de *Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

¹¹⁵ Conseil de stabilité financière. Decreto supremo n° 953 de 11 de julio de 2011.

décennie permettent de constater une tendance à l'intégration des régulateurs¹¹⁶, probablement sous l'influence du modèle anglais qui, en 2000, a créé la FSA. Ainsi, l'analyse de la législation de 125 pays fait ressortir 45 mouvements d'intégration contre seulement 5 mouvements de désintégration. Si, en 1987, 98 pays comptaient avec un système de régulation non intégré, en 2006 ceux-ci s'élevaient à 66. En France, cette tendance se constate dans la création de l'ACP, et du Conseil de régulation financière et du risque systémique, ce dernier à l'égal de ce qu'il arrive avec le *Consejo de estabilidad financiera* chilien, ayant des fonctions plutôt consultatives. En Europe, le Conseil européen du risque systémique¹¹⁷ suit la même tendance. Aux États-Unis, on envisage la fusion de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et de la SEC, ainsi que, en matière bancaire, l'attribution d'une fonction de régulation systémique confiée à la *Federal Reserve System* (FED).

Nous avons dit que les régulateurs sont des entités qui s'éloignent de l'administration classique ce qui est justifié par son domaine de compétence ou par la complexité du secteur surveillé, et aussi par les missions qui leur sont confiées à l'intérieur de ces secteurs, comme nous le verrons dans les paragraphes suivants.

§2. *Les missions attribuées*

72. **Missions limitées.** La plupart des régulateurs économiques ont pour mission de surveiller un secteur économique qui peut comprendre différents domaines d'activités (ces activités demeurant restreintes à un secteur économique spécifique). C'est le cas des régulateurs des marchés financiers, comme nous venons de l'exposer. À notre avis, ce fait ne justifie pas à lui seul l'éloignement progressif de la figure classique de l'administration publique. Pour mieux expliquer ce phénomène, il faut prendre en compte les missions assurées par les régulateurs, car les objectifs à atteindre à l'intérieur du secteur sont limités.

73. **Régulation économique et régulation financière.** L'analyse des missions des régulateurs peut être rattachée à la distinction entre régulation économique et régulation financière¹¹⁸. La première a un lien avec la concurrence, sa construction et son maintien, et

¹¹⁶ V. Institut de stabilité financière de la banque des règlements internationaux (BRI), « Occasional Paper n° 7 Institutional arrangements for financial sector supervision », septembre 2007, <http://www.bis.org/fsi/fsipapers07>

¹¹⁷ V. deuxième partie de ce travail.

¹¹⁸ Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, étude 34. V. aussi Marie-Anne Frison-Roche, « Economic Regulation and Financial Regulation », *The Journal of Regulation*, 2010, 1-1.11. La régulation économique, recouvre presque tous les secteurs sauf la banque, la finance et l'assurance, V. Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une*

plus généralement, elle est davantage assimilable à l'intérêt général, puisque la protection de la concurrence constitue un souci social. La régulation financière, par contre, cherche à prévenir le risque systémique¹¹⁹ du secteur ou à gérer et sortir de la crise financière¹²⁰. Elle protège un intérêt plus abstrait que celui du consommateur : elle protège le marché. Pour illustrer cette distinction, on peut dire que la directive MIF¹²¹ en ce qu'elle repose sur la concurrence, car son objectif était de mettre en concurrence les différents lieux d'exécution des ordres¹²², est un instrument de régulation économique. Cette régulation économique coexiste avec la régulation financière exprimée par des instruments tels que ceux concernant le prospectus, les offres publiques d'acquisition ou les abus de marché. Cette distinction nous amène à examiner la question des missions des régulateurs.

74. **Plan.** L'analyse des législations ici étudiées montre que les missions les plus récurrentes sont d'une part la protection du marché (à travers la protection de la stabilité des marchés et de la confiance qu'ils inspirent) et des investisseurs ; et d'autre part la protection du consommateur financier. Dans le cas des régulateurs des marchés financiers on peut constater la prééminence de l'intérêt du marché (A), ce qui justifie la création plus récente des autorités qui ont à leur charge des intérêts différents (par exemple ceux du consommateur financier) (B).

A. Prééminence de l'intérêt du marché

75. **Régulation financière et non économique.** Si on examine les missions confiées aux régulateurs dans les textes légaux, et aussi la façon dont les différents régulateurs se présentent, dans leurs brochures ou sur leurs sites Internet, on ne peut que constater la prééminence des missions vouées à la protection de l'intérêt du marché financier, sans que la

approche comparée, Colloque, 4^e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

¹¹⁹ Autour de la notion de risque Cf. *Les risques de la régulation*, collection Thèmes & Commentaires, Paris, Presses de Sciences-Po et Dalloz 2005. En matière des marchés financiers Cf. : Régine Bonhomme, « Responsabilité et gestion du risque financier », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, et la bibliographie citée ; Alexis Constantin, « Les outils contractuels de gestion des risques financiers », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, étude 30.

¹²⁰ Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* notamment n° 6 et 7. Malgré cela, l'auteur remarque que l'Autorité de la concurrence n'est pas un régulateur, car il s'agit d'une institution qui intervient *ex post*, ne surveillant pas en permanence les agents économiques, n'intervenant que ponctuellement, lorsque le marché est perturbé par un comportement anticoncurrentiel. Elle n'a pas non plus de rôle prudentiel, ni ne construit les marchés, *préc.*, n° 58.

¹²¹ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

¹²² Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.* n° 3.

protection de l'intérêt général soit formellement mentionnée¹²³, il s'agit, selon la conception soutenue par le Professeur Frison-Roche, d'une régulation financière et non économique¹²⁴. Cela constitue, à notre avis, la principale raison qui justifie le caractère technique des régulateurs, mais elle soulève des questions quant à sa légitimité. Ainsi, si on a pu affirmer que d'un certain point de vue la régulation renforce la logique démocratique, à travers des mécanismes tels que la consultation ou à travers l'implication du secteur privé, nous ne pouvons pas nier qu'il s'agit d'un critère démocratique apprécié d'une manière très particulière¹²⁵. Cette question sera soulevée et développée à plusieurs reprises dans le cours de ce travail.

76. **Démonstration.** En Colombie, parmi les missions que le législateur a confiées à la *Superintendencia Financiera*, on trouve : préserver la confiance publique et la stabilité du système financier, maintenir l'intégrité, l'efficacité et la transparence du marché de valeurs mobilières et des autres actifs financiers, et veiller au respect des droits des consommateurs financiers¹²⁶ et à la prestation adéquate du service.

En France, la législation attribue à l'AMF les missions de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et dans les quotas d'émission de gaz à effet de serre qui se traduisent en une offre au public ou à l'admission de celui-ci aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public. Elle veille aussi à l'information des investisseurs, au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers et de quotas d'émission de gaz à effet de serre.

Sur son site Internet, l'autorité chilienne affirme que son objectif est d'assurer le développement des titres et que ses activités de réglementation et de contrôle sont réalisées dans le but de faciliter le fonctionnement des marchés financiers et d'assurance. On s'étonne notamment de la terminologie très marchande qui est employée, la présentation disponible sur le site Internet parlant en effet à deux reprises des « clients » de l'autorité, comme si la

¹²³ Le Professeur Thierry Bonneau formule la question en d'autres termes : « si l'AMF est chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés (C. monét. fin., art. L. 621-1), il s'agit essentiellement de faire en sorte que ces marchés permettent une négociation équitable et ordonnée - et donc en particulier fonctionnent normalement, sans abus de marché - ainsi qu'une exécution efficace des ordres (C. monét. fin., art. L. 421-10), ce qui rejoint les autres missions de l'AMF parmi lesquelles figurent la protection de l'épargne et l'information des investisseurs (Art. L. 621-1 CMF). Le maintien de l'équilibre concurrence/protection ne paraît pas ainsi être la préoccupation de l'AMF », « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.* n° 3.

¹²⁴ Marie-Anne Frison-Roche, *La distinction entre la régulation économique et la régulation financière*, in http://www.maf.fr/IMG/pdf/132Distinction_reg_financiere_et_economique.pdf

¹²⁵ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financière internationale : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc. spéc.*, p. 503-504.

¹²⁶ Par consommateurs financiers, on entend investisseurs, épargnants et assurés.

Superintendencia était une entreprise de services. Dans le même sens, un des objectifs de l'autorité est de « développer une organisation, avec un personnel d'excellence, orienté au service de la *clientèle* externe et interne »¹²⁷.

Cela appelle un commentaire : il est difficile d'imaginer, dans une conception classique du service public, qu'on parle des « clients » d'une officine ministérielle ou d'une préfecture ! Puis, une autre question se pose : qui sont les clients de l'autorité ? Les consommateurs financiers, les investisseurs, voire, l'investisseur est-il un consommateur ?¹²⁸ Les entreprises cotées ? Les entreprises de marché ou les autres opérateurs ? Est-ce que les intérêts de toutes ces personnes sont compatibles ?

Pour poursuivre avec l'exemple chilien, parmi les cinq objectifs affichés¹²⁹, au moins trois semblent être plutôt assimilables à l'intérêt des marchés financiers et un seul peut être lié à l'intérêt général (lorsque l'autorité affirme chercher à consolider la confiance publique).

Le cas colombien est semblable : le seul objectif qui pourrait être lié à l'intérêt général, est la protection de la confiance publique¹³⁰.

Le cas américain est encore plus explicite. Le régulateur affirme : « Chaque fois que, à ce titre, la Commission élabore des normes qui imposent d'examiner ou de déterminer si une action est nécessaire ou appropriée pour l'intérêt public, elle examinera également, en plus de la protection des investisseurs, si l'action va promouvoir l'efficacité, la concurrence et la formation de capital »¹³¹. La lecture de cette norme *a contrario* nous laisse penser que la considération de l'intérêt général ne fait pas toujours partie des obligations du régulateur américain, et que lorsqu'il doit le prendre en compte dans le développement de ses fonctions, il ne lui accorde pas plus d'importance qu'à l'intérêt du marché.

¹²⁷ « Desarrollar una organización, con personal de excelencia, orientada al servicio del cliente externo e interno ». Italiques par nous.

¹²⁸ On pourrait soutenir que l'investisseur n'est qu'un consommateur particulier, ce qui ne semble pas être toujours l'avis de la jurisprudence française. Cf. Marielle Cohen-Branche, « La Cour de cassation, la finalité de la loi et la nouvelle protection de l'investisseur », *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 55.

¹²⁹ « *OBJETIVOS ESTRATEGICOS* : Desarrollar una organización, con personal de excelencia, orientada al servicio del cliente externo e interno. Apoyar el desarrollo de mercado incorporando equilibrio entre regulación y autorregulación. Fortalecer los mecanismos de fiscalización asegurando el cuidado de la fe pública. Fomentar la educación e información al inversionista y al asegurado. Desarrollar normas y estándares que incorporen las exigencias de mercados internacionales ». <http://www.svs.cl/sitio/acerca/mision.php>, on remarque que ces objectifs sont affichés dans la rubrique « mission ».

¹³⁰ <http://www.superfinanciera.gov.co/>

¹³¹ “Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation”, Section 2 (b) of Securities Act of 1933, Consideration of promotion of efficiency, competition, and capital formation. Traduction par nous.

Le cas de la FSA ne se démarque pas de cette tendance ; cette autorité affiche 4 objectifs statutaires¹³² :

- la confiance du marché - maintenir la confiance dans le système financier britannique ;
- la stabilité financière - contribuer à la protection et à l'amélioration de la stabilité du système financier britannique
- la protection des consommateurs – assurer un degré approprié de protection des consommateurs, et
- la réduction de la criminalité financière - la réduction des possibilités d'utiliser une entreprise réglementée à des fins liées à la criminalité financière.

Nous pouvons constater qu'il n'est nulle part fait mention de l'intérêt collectif.

Le Mexique constitue la seule exception certaine car la présentation de ce régulateur avance seulement deux objectifs dont l'un est de promouvoir l'efficacité et le développement des marchés financiers (inclusifs et) « au bénéfice de la société »¹³³.

77. **Extension.** On pourrait soutenir que la protection du consommateur financier, parfois affichée comme un objectif à atteindre, peut être considérée comme une façon de protéger l'intérêt général, cependant, en suivant le même genre de réflexions, on peut considérer que la protection du consommateur financier n'a pour but que de défendre l'intérêt des marchés. En effet « en protégeant le consommateur, c'est-à-dire en intervenant à l'autre bout de la chaîne, on peut renforcer doublement le système financier »¹³⁴.

La *Superintendencia* chilienne va aussi dans ce sens lorsqu'elle affirme que sa finalité est de « [p]rotéger les droits des investisseurs et des assurés afin de contribuer au développement des marchés des valeurs mobilières et des assurances »¹³⁵.

78. **Conclusion.** La conclusion que nous pouvons tirer de cet examen est que juridiquement les régulateurs ne sont pas responsables de la protection de l'intérêt général. La

¹³² *Market confidence – maintaining confidence in the UK financial system; financial stability - contributing to the protection and enhancement of stability of the UK financial system ; consumer protection - securing the appropriate degree of protection for consumers; and the reduction of financial crime - reducing the extent to which it is possible for a regulated business to be used for a purpose connected with financial crime.*
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/about/aims/statutory/index.shtml>

¹³³ <http://www.cnbv.gob.mx/CNBV/Paginas/Mision.aspx>

¹³⁴ Thierry Francq, secrétaire générale de l'AMF, Intervention in « Régulation bancaire et financière : une nouvelle donne post-crise ? », 29 octobre 2010 in [http://www.aedbf.eu/index.php?id=details&L=0&tx_ttnews\[tt_news\]=47&tx_ttnews\[backPid\]=22&cHash=99f0931b858e95887139f4d4aab8bf3f](http://www.aedbf.eu/index.php?id=details&L=0&tx_ttnews[tt_news]=47&tx_ttnews[backPid]=22&cHash=99f0931b858e95887139f4d4aab8bf3f)

¹³⁵ « Resguardar los derechos de los inversionistas y asegurados para propender al desarrollo de los mercados de valores y seguros ».

seule façon d'envisager sa protection, c'est par le jeu de la cause-conséquence : protéger le marché, est-ce protéger l'intérêt général ? C'est ce que semble affirmer le régulateur chilien lorsqu'il affirme contribuer au développement du pays par la promotion de l'efficacité et de la transparence des marchés, affirmation que nous mettrons en doute plus loin dans cette étude.

Nous considérons que c'est cette situation qui justifie le choix, fait par certaines législations, de conférer à une autorité différente la protection des intérêts des consommateurs financiers.

B. Protection du consommateur financier

79. **Notion de consommateur financier.** L'expression « consommateur financier », même dans une même langue, peut renvoyer à des réalités différentes. La Financial Services act 2012 définit les consommateurs comme¹³⁶ : « Les personnes qui - (a) utilisent, ont utilisé ou peuvent utiliser - (i) les services financiers réglementés, ou (ii) les services qui sont fournis par des personnes autres que les personnes autorisées mais dans l'exercice d'activités réglementées, (b) possèdent des droits ou des intérêts par rapport à l'un de ces services, (c) ont investi, ou peuvent investir dans des instruments financiers, ou (d) possèdent des droits ou des intérêts relatifs aux instruments financiers pertinents ». En France, le président de l'ACP a affirmé que ce régulateur a pour fonction de défendre les « consommateurs », vocable qu'il utilise pour désigner les investisseurs¹³⁷. En espagnol, le sens de l'expression varie selon les pays : ainsi, en Colombie on entend par *Consumidor Financiero* l'investisseur en produits financiers, alors qu'au Chili la notion désigne les personnes qui ont recours à des entités fournissant toutes sortes de prêts. Les développements qui suivent comprennent les deux notions, étant donné que la problématique est la même.

80. **Une tendance.** Une des dernières tendances qu'on peut constater en matière de régulation des marchés financiers est constituée par la création de nouvelles autorités, lesquelles, à la différence des régulateurs existant auparavant, ne prennent pas en charge la protection du secteur ; leur mission est en effet de protéger les consommateurs financiers. Cela semble logique, voire nécessaire, pour plusieurs raisons, parmi lesquelles on peut relever : la charge de travail que supportent les régulateurs seulement en vertu des pouvoirs de

¹³⁶ « persons who - (a) use, have used or may use - (i) regulated financial services, or (ii) services that are provided by persons other than authorised persons but are provided in carrying on regulated activities, (b) have relevant rights or interests in relation to any of those services, (c) have invested, or may invest, in financial instruments, or (d) have relevant rights or interests in relation to financial instruments ». *Financial Services Act 2012 (c. 21) Part 2 — Amendments of Financial Services and Markets Act 2000, "PART 1^a THE REGULATORS, CHAPTER 1, THE FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, 1G Meaning of "consumer".* Traduction par nous.

¹³⁷ Cité par Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* n° 6.

réglementation et de sanction, charge de travail qui est accrue par la banalisation des marchés financiers et des services financiers. Cela explique, en outre, que les régulateurs des marchés financiers ne possèdent pas, dans la plupart des cas, les pouvoirs pour intervenir, par exemple en réglant les différends entre les opérateurs des marchés financiers et les consommateurs financiers¹³⁸.

81. **Manifestations.** Au Royaume-Uni, la nouvelle autorité de conduite financière (*Financial Conduct Authority*, FCA) est chargée de la protection du consommateur.

En Colombie, le consommateur financier (entendu comme client ou usager des entités surveillées par la *Superintendencia*, comme investisseur en produits proposés par les marchés financiers, ou comme assuré ou comme affilié au système général des retraites, etc.¹³⁹), est protégé par une figure assez particulière : le *defensor del cliente*, aujourd'hui *defensor del consumidor financiero*¹⁴⁰ (DCF). Ce sont les lois 795-2003 et 964-2005 qui obligent les entités surveillées à compter avec un DCF. Sa fonction est de servir de lien entre les consommateurs financiers et l'entreprise en cause, ainsi que de prendre connaissance des plaintes des consommateurs contre l'entité en question et de les résoudre.

Au Mexique, des facultés que la CNBV possédait pour agir comme arbitre¹⁴¹ ont été transférées à la *Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF)*, un organisme public décentralisé, avec personnalité morale et patrimoine propre¹⁴². La *Comisión* est constituée d'un conseil d'administration (Junta de Gobierno¹⁴³) et d'un président. Elle a, entre autres fonctions, celle d'arbitrer les différends entre un ou plusieurs usagers¹⁴⁴ et les institutions financières. Conformément à son article 11, elle peut agir comme médiateur, comme conciliateur ou comme arbitre. Elle peut aussi imposer des sanctions, et décréter des injonctions et des mesures conservatoires. Elle agit aussi comme instance d'appel des sentences émises par le régulateur (la CNBV).

¹³⁸ V. *Infra* N°195 et ss., pouvoir de prendre des décisions à l'égard de tiers.

¹³⁹ Art. 80 Decreto 4327 de 2005

¹⁴⁰ « Défenseur du consommateur financier ». Cela conformément au Titre I de la loi 1358-2009, ceci est à partir du 1^{er} juillet 2010.

¹⁴¹ La CNBV pouvait agir comme arbitre en vertu de la Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros, de la Ley de Instituciones de Crédito (art. 119), de la Ley del Mercado de Valores, (articles 87 y 88), et de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, (art. 102 et 103).

¹⁴² Art. 4 de la Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros.

¹⁴³ Le Conseil est intégré par un représentant la *Secretaría de Hacienda y Crédito Público* (l'équivalent au ministère des Finances), d'un représentant de la Banque du Mexique et d'un représentant de la CNBV, de la *Comisión Nacional de Seguros y Fianzas*, et de la *Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro*, en plus des trois représentants du *Consejo Consultivo Nacional* et du président (avec un droit de voix mais pas de vote). Le Conseil est présidé par le représentant de la *Secretaría de Hacienda y Crédito Público*.

¹⁴⁴ La pluralité de demandeurs est uniquement permise lorsque ceux-ci ont souscrit à un même produit ou service en vertu d'un seul contrat.

Dans un domaine différent qui, comme nous l'avons remarqué au moment d'évoquer la notion de consommateur financier, correspond à la même problématique, les États-Unis, en vertu de la *Dodd-Frank Act* ont établi une agence de protection financière des consommateurs¹⁴⁵ pour réguler les produits comme les *mortgages*, les crédits automobiles, les cartes de crédit, etc. Cet organisme est dénommé *Consumer Financial Protection Bureau*¹⁴⁶, organisme indépendant, mais attaché à la FED. Il compte parmi ses fonctions celle de lutter contre les pratiques commerciales abusives et déloyales dans la distribution de produits financiers et dans le financement de transactions immobilières¹⁴⁷. Il possède des pouvoirs réglementaires. Son président est nommé par le président des États-Unis, nomination qui doit être approuvée par le Sénat. Dans son sein, on trouve un comité de protection des investisseurs (*Investor Advisory Committee*) et un *Office for the Investor Advocate* qui peut notamment proposer des modifications législatives.

Dans le même sens, le législateur chilien a créé un service de protection des consommateurs financiers¹⁴⁸. Ce service aurait, entre autres, la fonction de certifier le respect des contrats et, en général, des normes assurant la protection du consommateur.

82. **Exception française.** La France va éventuellement suivre une voie différente, si les recommandations formulées dans le « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs »¹⁴⁹ sont suivies. En effet, dans un souci de protection des épargnants le rapport recommande de prévoir, pour l'AMF, la faculté « de tenir compte du fait que les dommages qu'elle aurait relevés, dans le cadre de l'exercice de ses missions, ont été réparés, ou à tout le moins donnent lieu, de la part de leur auteur, à une démarche tendant à leur réparation ». Tel que l'indique le rapport, le souci d'indemnisation peut être conçu comme une déclinaison « lointaine mais directe » de l'objectif de protection des épargnants.

Le rapport prend soin de spécifier la façon dont cette recommandation devrait être appliquée. Ainsi y est-il affirmé que l'objectif de réparation des préjudices doit être pris en compte :

- au moment de l'instruction des dossiers d'agrément et du suivi des sociétés de gestion de

¹⁴⁵ La réforme « pose que la loi a pour fin la protection du consommateur, sous le masque duquel il faut voir l'investisseur non-qualifié », Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.*, n° 6.

¹⁴⁶ Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *RD. banc. et fin.* n° 3, mai 2011, comm. 119.

¹⁴⁷ Title X- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

¹⁴⁸ *Sernac Financiero* (Boletín 7094-03).

¹⁴⁹ Groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs.

portefeuille et des produits d'épargne, encourageant la pratique des préconisations adressées par les services de l'AMF aux professionnels d'indemniser les épargnants et les investisseurs lésés lorsque des manquements à leurs obligations sont détectés ;

- au moment des contrôles et des enquêtes menés par l'AMF et des suites à leur donner, interrogeant, lorsque les circonstances de l'espèce s'y prêtent, les personnes mises en cause sur l'existence de victimes et la politique suivie en matière d'indemnisation ;

- dans les décisions (par exemple dans la détermination du montant des sanctions prononcées) et les mesures d'instruction de la Commission des sanctions ;

- au moment d'établir les accords d'une composition administrative.

83. **Questionnement.** Même si la préoccupation de l'AMF autour de l'indemnisation des victimes en cas de manquements est tout à fait louable, plusieurs questions se posent à l'égard des recommandations formulées¹⁵⁰. En ce qui concerne le sujet ici analysé, on se demande si l'élargissement de ces missions est excessif, voire incompatible avec les autres missions que l'autorité doit assurer, surtout considérant qu'il s'agit d'une autorité qui ne possède pas un pouvoir de règlement de différends entre investisseurs et autres opérateurs des marchés financiers.

En attendant la suite des recommandations formulées on peut affirmer que les autorités des marchés financiers ont une compétence limitée à un intérêt restreint, celui du secteur, de telle façon qu'une composition fortement professionnelle s'impose.

Section 2 : Des entités professionnelles

84. **Nomination.** Traditionnellement, les autorités étatiques sont présidées par des hommes politiques ou des fonctionnaires dont la nomination relève de l'exécutif, du législatif ou de ces deux pouvoirs agissant ensemble. La nomination des personnes composant le régulateur peut se faire suivant plusieurs cas de figure :

- La nomination est laissée à la discrétion de l'autorité qui possède le pouvoir de nomination, ou bien la loi énumère les catégories de personnes devant composer l'autorité, limitant la liberté de l'autorité nominatrice qui doit choisir des personnes parmi les catégories imposées, par exemple, un membre du Conseil d'État. C'est le modèle suivi par la législation française.

- Le poste doit appartenir à des professionnels, qui peuvent ou non provenir du milieu régulé,

¹⁵⁰ Cf. Hubert de Vauplane *et alli*, « AMF-Indemnisation des épargnants et des investisseurs- Consultation », *Banque & Droit*, n° 136, mars-avril 2011, pp. 49 et ss.

ou à des hommes politiques.

Il est bien entendu possible de combiner les mécanismes : quelques membres sont librement nommés, d'autres sont des représentants d'autres organismes occupant des postes dans l'administration classique (ces derniers sont normalement des hommes politiques), alors que le reste de l'autorité est composé de professionnels qui peuvent être considérés, la plupart du temps, comme des représentants du secteur régulé. Nous verrons plus loin que le choix opéré par les législations montre une claire prééminence des membres professionnels.

85. **Plan.** Deux éléments de l'encadrement des régulateurs ont pour objectif de professionnaliser l'autorité : la présence de régulateurs collégiaux (§1) et la liberté octroyée par la réglementation aux services qui aident l'autorité à réaliser ses missions (§2).

§1. La prééminence des régulateurs collégiaux

86. **Une tendance claire.** La collégialité est, sans doute, la tendance la plus notable chez les régulateurs contemporains¹⁵¹. En effet, il n'y a actuellement que deux autorités unipersonnelles parmi les législations ici analysées, dont celle du Chili qui est en train d'étudier des réformes visant à adopter un corps collégial. La Colombie deviendrait alors (du moins au regard de la situation au moment où nous écrivons ces mots) le dernier pays dont le régulateur a une forme unipersonnelle. L'uniformité s'arrête une fois de plus à cette ligne générale, car si on analyse la composition des corps collégiaux, on constate qu'il y a autant de possibilités de composition que de régulateurs existants (A). On observe également que le recours à des représentants des milieux régulés est plus marqué dans les législations des pays les plus développés (B).

A. Composition des régulateurs

87. **Collégiale ou individuelle.** Deux possibilités existent relativement à cette question : des autorités collégiales (1) composées d'un nombre variable de membres, et des autorités individuelles (2).

1. Autorités collégiales

88. **Europe.** Les autorités de régulation des marchés financiers des deux pays européens analysés sont constituées par des corps collégiaux.

¹⁵¹ En Angleterre, relève le Professeur Frison-Roche, des réformes successives ont remplacé ces régulateurs solitaires par des structures administratives, telles que la FSA. V. Callum MacCarthy, « Why independent regulators? », in *Les régulations économiques légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 57-64.

L'AMF, autorité française, possède le corps collégial le plus grand en nombre parmi les autorités analysées¹⁵². Elle est constituée par un collège de 16 membres et une commission de sanctions de 12 membres¹⁵³. À la tête de cet organisme, se trouve un président nommé par décret, qui assure la représentation judiciaire de l'autorité¹⁵⁴. Il faut remarquer que les attributions confiées à l'Autorité des marchés financiers sont exercées par le collège, sauf disposition contraire (compétence de principe)¹⁵⁵.

Au regard du nombre de membres de l'autorité, la France est suivie par le Royaume-Uni. La FSA était ainsi composée de 15 membres. Elle était dirigée par un conseil composé de son président, de trois membres exécutifs¹⁵⁶ et de onze autres membres non exécutifs. Aujourd'hui le nombre de membres de FCA est de 7¹⁵⁷, celui du *Financial Policy Committee of the Bank of England* est de 9 membres¹⁵⁸, alors que la PRA¹⁵⁹ est présidée par un minimum de 5 membres.

¹⁵² Il existe une tendance à augmenter le nombre des membres qui composent les autorités de la régulation. Ainsi, le collège de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) a été augmenté de 16 à 19 (formation pleine), et la Commission des sanction est passée de 5 à 6 membres tout en vertu de la Loi de régulation bancaire et financière.

¹⁵³ Il y a aussi des commissions spécialisées et des commissions consultatives. En cas de vacance d'un siège de membre du collège autre que le président, il est procédé à son remplacement pour la durée du mandat restant à courir. Un mandat exercé pendant moins de deux ans n'est pas pris en compte pour l'application de cette règle. S'agissant du président de l'AMF, il a été prévue par la Loi N°2013-672 de séparation et de régulation des activités bancaires, 26 juillet 2013, qu'il désigne, après avis du collège, un membre du collège chargé d'assurer sa suppléance en cas de vacance ou d'empêchement.

¹⁵⁴ Art. 621-2, II CMF.

¹⁵⁵ Art. 621-2, I CMF.

¹⁵⁶ *Executive directors*, c'est-à-dire des fonctionnaires qui ont des fonctions de dirigeants salariés.

¹⁵⁷ (2) The governing body must consist of - (a) a chair appointed by the Treasury, (b) a chief executive appointed by the Treasury, (c) the Bank's Deputy Governor for prudential regulation, (d) 2 members appointed jointly by the Secretary of State and the Treasury, and (e) at least one other member appointed by the Treasury. (3) The members referred to in sub-paragraph (2)(a), (c) and (d) are to be non-executive members. (4) In exercising its powers under sub-paragraph (2)(e) to appoint executive or non-executive members, the Treasury must secure that the majority of members of the governing body are non-executive members. (5) An employee of the FCA may not be appointed as a non-executive member. Schedule 1ZA, The Financial Conduct Authority, Part 1, General. Il est aussi prévu que : « The Bank's Deputy Governor for prudential regulation must not take part in any discussion by or decision of the FCA which relates to - (a) the exercise of the FCA's functions in relation to a particular person, or (b) a decision not to exercise those functions ».

¹⁵⁸ (a) the Governor of the Bank, (b) the Deputy Governors of the Bank, (c) the Chief Executive of the FCA, (d) one member appointed by the Governor of the Bank after consultation with the Chancellor of the Exchequer (a person who has executive responsibility within the Bank for the analysis of threats to financial stability) (e) 4 members appointed by the Chancellor of the Exchequer (these persons have knowledge or experience which is likely to be relevant to the Committee's functions, and (b) consider whether the person has any financial or other interests that could substantially affect the functions as member that it would be proper for the person to discharge), and (f) a representative of the Treasury". Chapter 21, Part 1, 4 : 9B, Financial Services Act 2012.

¹⁵⁹ (a) the Governor of the Bank, the chair of the PRA, (b) the Bank's Deputy Governor for prudential regulation, the chief executive of the PRA, and (c) The governing body of the PRA : (a) the chair, (b) the chief executive, (c) the Bank's Deputy Governor for financial stability, (d) the chief executive of the FCA, and (e) other members ("appointed members"). SCHEDULE 1ZB, Part 1, General, 2) Constitution.

Tel qu'il est aussi prévu pour la PRA, the *chief executive* of the FCA ne peut pas prendre part aux discussions ou décisions concernant - (a) l'exercice des fonctions de la PRA en rapport avec une personne particulière ou (b) la décision de ne pas exercer ces fonctions.

89. **México.** Parmi les pays latino-américains analysés ici, seul le Mexique possède une autorité collégiale, douée d'une structure très complexe composée d'un conseil d'administration, de vice-présidences (9), d'un organe de contrôle interne, de directions générales, et d'autres unités administratives. Le conseil d'administration est composé d'un président et de deux vice-présidents (nommés par le président du conseil d'administration et qui n'ont rien à voir avec les neuf vice-présidences évoquées plus haut) et de dix autres membres.

90. **États-Unis.** L'autorité étasunienne SEC est dirigée par un conseil de commissaires composé de cinq membres dirigés par un président.

91. **Fondements.** La collégialité est favorisée, car elle est censée permettre l'équilibre des pouvoirs, la réflexion collective et la discussion au sein du régulateur. Le mode de nomination des membres de l'autorité permet de penser que dans les législations continentales, la collégialité a pour but de donner de l'indépendance au régulateur, alors qu'aux États-Unis, on cherche plutôt la représentation d'au moins les deux plus grands secteurs politiques, c'est-à-dire un équilibre politique. Malgré les avantages de la collégialité, il reste encore des régulateurs personnifiés par un individu isolé.

2. *Retrait du modèle individuel*

92. **Superintendentes.** Le Chili et la Colombie ont opté pour une autorité individuelle. Il s'agit dans les deux cas d'un organisme technique qualifié d'indépendant par la loi, et dont les pouvoirs sont exercés par un fonctionnaire appelé le *Superintendente*. Autrement dit, le *Superintendente* est la véritable autorité¹⁶⁰.

En Colombie, la *Superintendencia financiera* est rattachée au ministère des Finances et du Crédit public¹⁶¹. Contrairement au Chili, la législation colombienne prévoit l'existence des *Superintendentes* délégués qui collaborent avec la direction de l'organisme.

Il y a deux matières remarquables dans la législation colombienne. D'abord, conformément à

¹⁶⁰ « Les *superintendencias* sont organisées sous l'autorité d'un seul fonctionnaire qui préside le service », Libertad y Desarrollo ; « Superintendencias en tiempos de cambio », *Temas públicos*, n° 948, déc. 2009, p. 1, téléchargé in http://www.lyd.com/lyd/bajar.aspx?archivo=/LYD/Controls/Neochannels/Neo_CH3757/deploy/TP948RedisenodeSUPER.pdf

¹⁶¹ Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

la législation, c'est le président de la République qui exerce, à travers la *Superintendencia Financiera*, l'inspection, la surveillance et le contrôle des personnes qui réalisent des activités financières, de valeurs, et toute autre activité relative à la gestion, au profit ou à l'investissement des ressources publiques. D'autre part, conformément à l'article 335 de la Constitution colombienne, sont qualifiées d'intérêt public les activités faisant partie de l'infrastructure du marché, c'est-à-dire l'administration et la gestion des systèmes de négociation et des systèmes de compensation et de liquidation.

Au Chili, l'autorité est également représentée par une seule personne, le *Superintendente*. Tous les *Superintendentes* des organismes régulateurs sont nommés par le ministre sous la dépendance de qui se trouve l'institution, même si certains sont nommés conformément à une procédure de concours propre à l'administration publique¹⁶², ce qui n'est pas applicable au régulateur des marchés financiers (SVS). Les *Superintendentes* sont nommés par le président de la République. Cependant, il y a des initiatives législatives destinées à modifier la législation de façon à imposer que les propositions du président pour le poste de *Superintendente* soient approuvées par le Sénat¹⁶³.

Au Chili, la *Superintendencia de valores et d'assurances* est également considérée par la législation comme une autorité indépendante. Les liens entre l'autorité et l'exécutif sont assurés par le ministère de *Hacienda*¹⁶⁴. Le *Superintendente* est le représentant légal, judiciaire et extrajudiciaire de la *Superintendencia*¹⁶⁵.

Collégiale ou individuelle, l'Autorité des marchés financiers doit toujours compter avec la participation plus ou moins importante des professionnels des marchés.

B. Degré de participation des professionnels

93. **La composition des régulateurs.** Le discours habituel sur les régulateurs affirme qu'il s'agit d'entités professionnelles, par leur mission et par leur composition. Nous avons vu qu'en effet, la mission confiée aux régulateurs est toujours très technique. Il nous reste maintenant à déterminer si la composition des régulateurs l'est également.

¹⁶² Libertad y Desarrollo, « Superintendencias en tiempos de cambio », *préc.* p. 1

¹⁶³ Approbation qui devrait s'opérer par 2/3 des membres en exercice. Cette proposition concerne les intégrants des *Superintendencias* de valeurs mobilières et d'assurances, la *Superintendencia* des Banques et des Institutions Financières, la *Superintendencia* des institutions de retrait (AFP) et la *Superintendencia* d'électricité et combustibles.

¹⁶⁴ L'équivalent du ministère du Budget.

¹⁶⁵ Art. 7 du DL 3538 de 1980.

1. *Notion de « professionnel. »*

94. **Définition.** Il faut définir ce qu'on entend par professionnel des marchés financiers. La réponse n'est pas évidente si on analyse la carrière des personnes faisant partie des régulateurs contemporains.

95. **Professionnel comme substantif ou comme adjectif ?** Dans le Vocabulaire Juridique¹⁶⁶, on affirme que le mot « professionnel » peut être utilisé tant comme adjectif que comme substantif. En tant qu'adjectif, le mot professionnel se rapporte à une profession, c'est-à-dire à l'« activité habituellement exercée par une personne pour se procurer les ressources nécessaires à son existence : métier ».

L'ouvrage Vocabulaire Juridique oppose le terme « professionnel » en tant que substantif au mot « profane ». Le professionnel est donc un homme de l'art, une personne dont l'appartenance à une profession laisse supposer une qualification correspondante.

96. **La professionnalisation selon la régulation.** Sur la base de ces définitions, on peut se poser certaines questions : faut-il, pour être considéré comme un professionnel des marchés financiers, posséder une formation financière acquise par des études déterminées ? La réponse est négative, notamment dans des pays anglo-saxons où même ceux qui ont suivi une formation qui n'était pas censée y conduire peuvent posséder une expérience dans les marchés financiers¹⁶⁷ et être ainsi qualifiés de professionnels. On peut donc être un professionnel des marchés financiers sans avoir suivi une formation financière¹⁶⁸. La pratique donne ainsi à de nombreux juristes la possibilité d'être considérés comme des professionnels des marchés financiers au sens substantif.

97. **Questionnement.** Le seul fait d'exercer une profession financière confère-t-il la qualité de professionnel ? Il nous semble que la réponse est ici aussi négative. Pour respecter le principe de la professionnalisation, il faut avoir des connaissances particulières de ces marchés, ces connaissances pouvant avoir été acquises pendant des études universitaires, mais plus couramment par la suite, par exemple au sein des entités qui composent les marchés, telles que les entreprises prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion, des entreprises de marché, etc. La législation française semble aller dans ce sens lorsqu'elle fait intervenir des professionnels qui sont en liaison directe avec les marchés financiers. Le fait

¹⁶⁶ Gérard Cornu, *préc.*, p. 728.

¹⁶⁷ Par exemple, le *Chief executive officer* de la FSA, Hector Sants possède une formation en psychologie et en philosophie.

¹⁶⁸ On pense aux économistes, mathématiciens, certains ingénieurs, etc.

d'avoir des connaissances théoriques ou techniques particulières ne suffit pas, compte tenu de l'exigence d'une « expérience ». La France exige donc un professionnel au sens de l'adjectif et du substantif, quelqu'un qui a exercé régulièrement le métier financier¹⁶⁹.

98. **Conclusion.** En conclusion, la formation universitaire ne donne pas *per se* la qualité de professionnel des marchés financiers, la régulation exige que la personne qui agira comme régulateur soit préalablement intervenue au sein des marchés financiers.

2. *Appréhension juridique de la professionnalisation*

99. **Une spécificité française.** L'analyse des normes juridiques désignant qui doit composer l'autorité montre qu'elles sont assez variables. Dans la plupart des cas, les législations ne posent pas de conditions particulières relatives à l'incorporation de professionnels. De plus, dans la plupart des législations on désigne uniquement l'autorité chargée de la nomination, sans poser de conditions particulières concernant la personne qui fera partie de l'organe régulateur. L'exigence légale d'une représentation des professionnels n'est qu'une spécificité française.

Ainsi, en France, neuf des seize membres du collège de l'AMF sont en liaison évidente avec les marchés financiers, car ils sont nommés en fonction de « leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers » ou en fonction de « leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers », ou encore en tant que représentant des salariés actionnaires. En ce qui concerne la CDS, huit de ses douze membres sont des professionnels des marchés financiers, désignés en fonction de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers ; il y a aussi deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux.

¹⁶⁹ Dans ce sens, Jérôme Lasserre Capdeville, « L'indépendance des autorités de régulation financière à l'égard des opérateurs régulés », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque *préc.*

100. **Une exigence factuelle.** Même si les législations n'exigent pas la présence de professionnels, celle-ci s'impose dans les pays développés. Ainsi, au Royaume-Uni, en mai 2010, six membres *non executives* étaient des dirigeants de grands organismes financiers et les cinq autres membres, eux aussi librement choisis, provenaient d'institutions diverses¹⁷⁰. En ce qui concerne les États-Unis, même si la loi ne pose pas d'exigences particulières, en mai 2011, au minimum trois des cinq membres de la SEC avaient des liaisons directes avec les marchés financiers, en vertu de leurs activités avant leur prise de fonctions. En Colombie et au Chili, les régulateurs, étant des entités unipersonnelles, sont présidés par des personnes qui n'appartiennent pas à d'autres entités étatiques, et qui, si on se réfère aux informations communiquées sur les sites Internet des trois autorités, n'ont pas un lien particulier avec les marchés financiers. Au Mexique, il n'y a pas non plus d'exigences particulières concernant la professionnalisation, le président de la CNBV est un économiste ayant suivi ce qu'on peut appeler une carrière dans le milieu public.

3. Représentation étatique

101. **Aspect peu évoqué.** La représentation étatique semble être un aspect peu évoqué par ceux qui parlent de la régulation. C'est compréhensible compte tenu du fait que ce qui démarque les régulateurs du droit traditionnel c'est leur professionnalisation et leur indépendance des pouvoirs politiques. Cependant, il suffit de jeter un regard rapide sur la composition des régulateurs analysés pour constater que la représentation étatique existe et qu'elle peut s'envisager de deux manières :

102. **1re situation** : représentation en tant qu'exigence légale

Comme en matière de professionnalisation, la représentation étatique peut être une exigence légale. C'est le cas de la moitié des législations ici analysées.

Mexique. Au Mexique, dix des treize membres qui composent l'autorité appartiennent à des entités faisant partie de l'administration étatique. Seuls le président de l'autorité et les deux vice-présidents désignés par le président du régulateur lui-même ne procèdent pas forcément d'autres entités étatiques.

¹⁷⁰ Dont en mars 2010 un fonctionnaire de l'Office du cabinet, un vice président d'université, le président du Conseil national des consommateurs, un président d'un organisme du service national de santé.

France. En France, le collège de l'AMF est composé de cinq membres qui appartiennent à l'administration étatique¹⁷¹ au sens large (membres de droit). La CDS est aussi composée de quatre membres¹⁷² qui appartiennent à l'administration.

Royaume-Uni. Au Royaume-Uni, il y a un seul membre « *ex officio* » : le vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre. Lui octroyer le statut de représentant étatique est discutable, puisque la Banque d'Angleterre est un organisme indépendant. Toutefois, nous considérons qu'il doit être placé dans cette catégorie, en tant qu'organisme qui représente des intérêts publics et aussi parce qu'il se démarque de la représentation des professionnels, du fait qu'il n'est pas nommé à titre de *technicien*. Il faut aussi ajouter qu'en mai 2010, cinq des onze membres non exécutifs provenaient d'institutions diverses ne représentant pas les grands organismes financiers privés¹⁷³, certains d'entre eux pouvant être considérés comme représentant des intérêts étatiques.

Nous remarquons qu'il n'y a pas d'élus parmi les membres des autorités analysées.

103. **2e situation** : la représentation n'est pas nécessaire

Parfois, selon la façon dont sont nommés les régulateurs, il n'est pas nécessaire de prévoir une représentation étatique. C'est le cas des États-Unis, du Chili et de la Colombie.

États-Unis. En ce qui concerne les États-Unis, nous avons vu qu'au minimum trois des cinq membres de la SEC sont en liaison directe avec les marchés financiers. Les deux autres membres ont suivi des carrières de fonctionnaires, mais c'est plutôt le mode de nomination (par le président de la République), qui rend inutile une représentation étatique.

Chili et Colombie. Ces régulateurs (rappelons qu'il s'agit d'entités unipersonnelles) sont présidés par des personnes qui n'appartiennent pas, au moment de développer leurs fonctions, à d'autres entités étatiques, mais qui sont nommées par le président de la République. Une représentation étatique supplémentaire paraît donc aussi inutile dans ce cas.

La technicité de la configuration des régulateurs peut aussi être observée dans l'encadrement juridique des services qui aident les régulateurs à mettre en œuvre leurs missions.

§2. La configuration des services

104. **Facteur d'indépendance.** L'encadrement juridique des services qui collaborent avec

¹⁷¹ - Un conseiller d'État ; - Un conseiller à la Cour de cassation ; - Un conseiller maître à la Cour des comptes ; - Un représentant de la Banque de France ; - Le président du Conseil national de la comptabilité.

¹⁷² - Deux conseillers d'État ; - Deux conseillers à la Cour de cassation.

¹⁷³ Dont en mars 2010 un fonctionnaire de l'Office du cabinet, un vice président d'université, le président du Conseil national des consommateurs, un président d'un organisme du service national de santé.

l'autorité est un élément à considérer lorsqu'on veut déterminer l'efficacité d'organismes qui développent des fonctions hautement techniques. Cet encadrement est aussi lié à l'indépendance : « Quand nous parlons d'un régulateur "indépendant", qu'entendons-nous ? Il doit être statutairement indépendant du gouvernement, avoir la liberté de fonctionner sans ingérence politique et posséder aussi l'autonomie financière, l'indépendance du personnel, l'indépendance opérationnelle et l'indépendance de l'autorité - qui a souvent besoin d'être gagnée si le régulateur veut être crédible auprès des parties prenantes »¹⁷⁴.

Cela s'explique par la concurrence du secteur privé dans le recrutement des meilleurs professionnels du marché¹⁷⁵. En effet, pour bien surveiller les marchés, en détectant les conduites dangereuses, les détournements de la législation, les risques des nouvelles opérations, il faut trouver des techniciens qui possèdent les compétences nécessaires pour comprendre et anticiper les conduites des opérateurs économiques.

Dans ce contexte, il est important de fournir au régulateur un cadre juridique suffisamment ouvert et souple, lui permettant d'attirer des spécialistes du secteur privé vers le secteur public, de façon temporaire ou permanente¹⁷⁶. En même temps, l'efficacité demandée aux régulateurs exige la mise en place d'un cadre législatif qui assure la transparence des actes par la voie de la publicité.

105. **Plan.** Il semble que tous les pays du nord dont la législation est analysée ici ont pris en compte ce schéma à des degrés divers et ont octroyé une liberté plus ou moins grande à leurs autorités pour engager des personnes qui n'ont pas suivi une carrière de fonctionnaire. Au sud, le Chili suit la même voie. Nous allons exposer dans un premier temps le régime adopté par les pays du nord (A) et ensuite celui des pays du sud (B).

¹⁷⁴ « when we speak of 'independent' regulators, what do we mean ? There is statutory independence from government, giving freedom to operate without political interference, but also financial independence, personnel independence, operational independence and enforcement independence – which often need to be earned if the regulator is to have credibility with stakeholders. », David Arculus, « The Better Regulation Task Force » in OCDE, *Designing Independent and Accountable Regulatory Authorities for High Quality Regulation*, 2005, 236 pp. spéc. p. 50. Traduction par nous.

¹⁷⁵ Cette situation est expressément affichée par l'autorité anglaise, laquelle dans son site Internet affirme « The FSA's success depends on the performance of our people (...) So it will come as no surprise that we seek to lure quality people to take on the responsibilities of overseeing such a dynamic and complex industry ». Elle possède même un site Internet destiné uniquement à l'embauche du personnel <http://www.careersatfsa.com/Default.aspx>.

¹⁷⁶ La crise a influencé cet aspect, ainsi la SEC et la FSA ont été autorisées à recruter massivement dès 2010, alors que le nombre du personnel de l'AMF est de deux à cinq fois inférieurs à celui des autres régulateurs. Frank Martin Laprade, « L'AMF peut désormais compter sur les gros traders et les grandes sociétés cotées pour renflouer ses caisses », *Bull. Joly Bourse*, 1 mars 2011 n° 3, pp. 166, Commentaire, 94. Néanmoins, le manque de ressources et de compétence technique est aussi relevé aux États-Unis : « (...) *the decline in its regulatory and enforcement effectiveness began three decades ago. Insufficient resources and inadequate staff training may have played a part in the SEC's decline* », Norman S. Poser, « *Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation* », *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 3, Spring 2009 ; Brooklyn Law School, Legal Studies Paper n° 132, in SSRN : <http://ssrn.com/abstract=1348612>

A. Régimes existants dans les pays développés

106. **France.** En France, l'AMF dispose d'une autonomie administrative : elle peut recruter librement son personnel¹⁷⁷. Cela est nécessaire parce que l'AMF, pour réaliser des enquêtes, doit parfois avoir recours à des enquêteurs extérieurs. Les collaborateurs de l'AMF¹⁷⁸ peuvent relever de trois statuts différents : agents contractuels de droit public, salariés de droit privé ou fonctionnaires mis à disposition ou détachés. Tous sont placés sous l'autorité d'un secrétaire général¹⁷⁹ nommé par le président de l'Autorité des marchés financiers après avis du collègue¹⁸⁰ et l'agrément du ministre sous forme d'une lettre de non-opposition.

107. **Royaume-Uni.** Au Royaume-Uni, l'ancienne FSA comportait différents services¹⁸¹ dont un état-major de gestion du budget et du personnel et d'orientation générale dirigé par un directeur général et un groupe de conseillers pour chaque secteur qui entraient dans sa compétence. D'autre part, l'autorité comportait trois services sectoriels (« services de régulation », « marchés de détail », « marchés de gros et institutionnels »), divisés en bureaux. Les directeurs de ces services composaient le management exécutif de la FSA (*executive managing directors*).

La FSA possédait aussi une Division des grands groupes financiers (*Major Financial Groups Division*) afin, on disait de répondre à un souci de contrôle global des risques encourus par les acteurs financiers qui développent des activités multiples : banque, assurance et affaires d'investissements¹⁸². La FSA nommait les membres du *Financial Ombudsman Service*¹⁸³ et du *Financial Service Compensation Scheme*¹⁸⁴. Ces deux dernières tâches ont été reprises par

¹⁷⁷ On remarque aussi qu'elle n'est pas soumise au Code des marchés publics, ce qui peut être intéressant considérant qu'il régit aussi la prestation de services où peut inclure les services de conseil juridique ou financier. L'AMF est cependant soumise à la loi 91-3 du 3 janvier 1991 relative à la transparence et à la régularité des procédures de marché elle doit donc, dans certains cas, mettre en œuvre des appels d'offre européens et elle doit soumettre la passation de certains contrats aux règles de publicité et de mise en concurrence. Elle est aussi soumise à l'ordonnance n° 2005-649 du 6 juin 2005 relative aux marchés passés par certaines personnes publiques ou privées non soumises au Code des marchés publics, ainsi l'AMF diffuse sur internet ses avis d'appel à concurrence et appels d'offre.

¹⁷⁸ Au nombre de 300 en 2003, de 400 à janvier 2010 et bientôt 450. Son budget en 2009 était de 67,7 millions d'euro. http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=amfrecrete.htm

¹⁷⁹ Il assure un lien entre les services de l'AMF et les instances décisionnelles. Il dirige les services et rend compte aux instances décisionnelles. Il est désigné par le président après avis du collègue et agrément du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Il dispose de pouvoirs de gestion importants. Il est responsable à titre principal des enquêtes et des contrôles, dont les moyens sont renforcés, tant sur le plan juridique que sur le plan opérationnel avec l'addition des inspecteurs des deux institutions existantes. C'est le secrétaire qui représente l'institution dans la vie civile sauf la représentation en justice qui correspond au président de l'AMF.

¹⁸⁰ Art. L. 21-5-1 CMF.

¹⁸¹ En 2005, la FSA employait 2 300 personnes et disposait d'un budget de 220 millions de livres (310 millions d'euros). Jean-Paul Valette, *préc.* p. 207.

¹⁸² Il faut rappeler que la FSA possède des compétences dans ces trois secteurs.

¹⁸³ Médiateur entre les consommateurs et les entreprises qui fournissent des services financiers.

¹⁸⁴ Fond destiné à indemniser les victimes dans le cas d'insolvabilité de certaines entités financières.

la FCA. Comme en France, la FSA était indépendante dans la détermination de sa politique d'embauche du personnel, c'était le Conseil du trésor de la FSA qui est chargé de cette tâche, mais les décisions au jour le jour et la gestion du personnel incombaient au comité exécutif¹⁸⁵. Aujourd'hui, le Conseil de la FCA comporte plusieurs comités auxquels certaines tâches sont déléguées : *Audit Committee*, *Risk Committee*, *Remuneration Committee*, *Oversight Committee*, *Regulatory Decisions Committee*.

108. **États-Unis.** Aux États-Unis, la SEC possède un secrétaire (*Secretary*), chargé des tâches administratives, un directeur exécutif (*Executive Director*) et un directeur juridique (*General Counsel*). Elle est organisée en divisions et en bureaux. Les Divisions sont : *Division of enforcement* (chargée des enquêtes et des bureaux régionaux de la SEC), *Division of corporation finance* (chargée du contrôle de l'information), *Division of market regulation* (chargée du contrôle des intermédiaires financiers et des marchés), et *Division of Investment management* (chargée de la gestion pour compte de tiers)¹⁸⁶.

Les bureaux qui composent la SEC sont au nombre de trois : l'*Office of compliance, inspection and examination* qui contrôle les intermédiaires financiers (les SRO¹⁸⁷ et les sociétés et conseillers en investissements), et l'*Office of international affairs* chargé des relations internationales. Finalement, on trouve l'*Office of Credit Rating* qui s'occupe de la surveillance des agences de notation et qui a été créé récemment par la *Dodd Frank Act*. Le conseil peut déléguer une partie importante de ses pouvoirs aux directeurs de divisions, aux bureaux régionaux ou aux bureaux des districts, au secrétaire, au directeur juridique et aux autres employés supérieurs¹⁸⁸.

Toujours dans le souci de concurrencer le secteur privé dans l'embauche des meilleurs professionnels, la SEC a été autorisée par le Congrès à pratiquer des salaires plus élevés que ceux de la fonction publique. De plus, la rémunération peut être fixée en fonction des performances¹⁸⁹. Elle est aussi autorisée à embaucher des comptables, avocats, économistes et contrôleurs sans passer par les procédures applicables dans la fonction publique, tout cela

¹⁸⁵ <http://www.careersatfsa.com/about-the-fsa.aspx>

¹⁸⁶ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.*, p. 186 et ss.

¹⁸⁷ Les SRO sont des organismes chargés de l'autorégulation.

¹⁸⁸ Section 4a de l'*Exchange Act*. 17 CFR Part 200.30-1 et ss, cité in Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 187.

¹⁸⁹ *Investor and capital markets Fee Relief Act*. Pub. L. N° 107-123, 115 Stat. 2390 (2002), *Idem*.

avec l'objectif de recruter plus rapidement du personnel¹⁹⁰. Les fonctionnaires de la SEC sont des fonctionnaires publics même s'ils bénéficient de plusieurs dérogations¹⁹¹.

B. Régimes existants dans les pays latino-américains

109. **Colombie.** La *Superintendencia financiera* colombienne comporte trois organismes auxiliaires à caractère consultatif : un comité de coordination pour la surveillance du système financier, un comité consultatif et un conseil. Elle comporte aussi plusieurs directions : direction de la recherche et du développement, direction juridique, direction de protection du consommateur financier, direction de la technologie et de l'organisation, direction de contrôle interne, direction de contrôle disciplinaire.

Les fonctions de la *Superintendencia* sont déléguées à deux *Superintendentes* délégués adjoints (un pour la surveillance des risques et des conduites de marché, et un autre pour la surveillance institutionnelle), lesquels agissent avec l'aide de plusieurs *Superintendentes* délégués¹⁹². Les fonctions déléguées peuvent être toujours reprises par le *Superintendente*, à l'exception de la faculté octroyée aux *Superintendentes* délégués d'appliquer à titre de sanction la suspension ou la suppression de l'inscription dans les registres qui conforment le Système intégral d'information du marché de valeurs (SIMEV)¹⁹³. Enfin, la *Superintendencia* inclut un secrétaire général et trois organismes de coordination (aussi dénommés *comités*). En ce qui concerne le recrutement du personnel, la Colombie possède des normes spéciales applicables aux fonctionnaires de toutes les *Superintendencias*, mais ceux-ci sont également soumis aux normes générales qui régissent l'activité des fonctionnaires publics¹⁹⁴.

110. **Mexique.** Au Mexique, la CNBV possède un conseil de gouvernement¹⁹⁵, une présidence, dix vice-présidences, un organisme d'inspection interne, et trente-six directions générales, en plus d'autres unités administratives. La CNBV est soumise, dans l'embauche de son personnel, aux mêmes règles que l'administration fédérale centralisée et déconcentrée¹⁹⁶. Il s'agit d'un système assez complexe et qui ne donne pas à la *Comisión* un cadre

¹⁹⁰ Accountant, Compliance, and Enforcement Staffing Act de 2003, Idem.

¹⁹¹ Idem.

¹⁹² Il y en a 5 *Superintendentes* délégués (non adjoints) pour chaque *Superintendente* délégué adjoint.

¹⁹³ Il est composé de trois registres : Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores (RNAMEV) et le Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores (RNPMV).

¹⁹⁴ Sont applicables les normes contenues dans la Loi 909 de 2004, dans le Décret-loi 775, Décret réglementaire 2929 de 2005, Décret n° 770 et 2772 de 2005.

¹⁹⁵ Junta de Gobierno

¹⁹⁶ V. Art. 20 de la Loi de la CNBV. Sont applicables la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal, Reglamento de la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal, in http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia_liga=no&com_id=0&sec_id=498&it_id=922

suffisamment souple pour concurrencer le secteur privé.

111. **Chili.** En ce qui concerne la *Superintendencia* chilienne, elle peut recruter librement son personnel, n'étant pas soumise aux normes qui régissent l'administration étatique, centralisée ou décentralisée¹⁹⁷. Le *Superintendente* jouit d'une certaine liberté pour organiser les services et déterminer le rôle de chaque division. Il peut engager à titre privé du personnel qui n'aura pas la qualité de fonctionnaire public ni ne jouira des bénéfices propres à ce statut. La liberté évoquée est toutefois relative, car le président est soumis à certaines restrictions : il doit par exemple respecter une dotation maximale établie par la loi¹⁹⁸ ou s'assurer que le nombre des salariés de droit privé assignés à des postes de direction ne représente pas plus de 7 % du nombre total de salariés¹⁹⁹. Les fonctionnaires de la *Superintendencia* jouissent de bénéfices spéciaux²⁰⁰.

Le discours classique sur les régulateurs affirme qu'il s'agit d'entités professionnelles, mais aussi indépendantes. Il nous faut à présent analyser l'indépendance en tant que trait essentiel des autorités de la régulation des marchés financiers.

¹⁹⁷ À l'exception du DL 1263 de 1975 régissant l'administration financière de l'État, en entendant par « administration financière » les processus budgétaires, de comptabilité et d'administration de ressources.

¹⁹⁸ Art. 8 du DL 3538 de 1980.

¹⁹⁹ Art. 13 du DL 3538 de 1980.

²⁰⁰ Art. 12 du DL 3538 de 1980.

Chapitre 2 : Les régulateurs : des entités indépendantes des pouvoirs politiques

112. **Source : les CRI.** On a soutenu que les régulateurs trouvent leur origine dans le système américain, lequel (à la différence du système européen qui procédait à des nationalisations d'entreprises) a maintenu la propriété privée en soumettant les entreprises à la surveillance d'une autorité publique spécialisée : les commissions de régulation américaines (dorénavant CRI). Selon M. Giandomenico Majone, les CRI sont « des gouvernements indépendants en miniature, mis en place pour traiter des problèmes de régulation précis, et dotés par le Congrès américain de pouvoirs législatifs, judiciaires et exécutifs pour rechercher les solutions appropriées »²⁰¹. Le principal trait des CRI, inspirant les régulateurs contemporains, est leur indépendance par rapport au président de la République, indépendance nécessaire pour garantir des décisions affranchies de toute considération politique à court terme. Cette indépendance était le prix à payer par le gouvernement pour faire accepter l'interventionnisme économique, représenté par ces entités.

113. **Évolution : le besoin de limites.** Cependant, la crainte que des intérêts privés interfèrent dans le bon fonctionnement des CRI d'une part et d'autre part une certaine méfiance face à leur absence de responsabilité politique provoquèrent une réaction favorable à l'autorité présidentielle. Les CRI modifièrent donc les conditions du mandat présidentiel dans la plupart de leurs commissions : au lieu d'être fixe, le mandat était à la discrétion du président de la République. Le pouvoir du président de l'autorité fut également accru, nuisant à la collégialité. Les CRI sont instituées par des statuts votés par le Congrès et leurs programmes sont définis et limités par ces statuts. Normalement, leurs pouvoirs et leurs méthodes sont définis par des lois.

114. **Configuration de l'indépendance.** Il y a plusieurs mesures destinées à garantir cette indépendance. Les CRI opèrent hors de la hiérarchie présidentielle. Ainsi, à la différence de ce qui arrive dans le cas des ministres du gouvernement, les membres des CRI ne peuvent pas être destitués à cause d'un désaccord avec la politique gouvernementale. La collégialité, nous l'avons dit, est une mesure destinée à garantir l'indépendance par la voie de la représentation de plusieurs secteurs : les CRI sont donc des entités collégiales (5 ou 7 membres) dont les membres sont recrutés dans chacun des deux partis américains et nommés par le président avec l'approbation du Sénat. Tous les membres ont des mandats fixes qui se chevauchent et

²⁰¹ Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 42.

les membres ne peuvent être révoqués que s'ils manquent à leur fonction.

115. **Plan.** La régulation américaine illustre le besoin de combiner plusieurs mécanismes afin de garantir l'indépendance de l'autorité (Section 1), qui n'en demeure pas pour autant moins encadrée²⁰² (Section 2).

Section 1 : La quête d'indépendance

116. **Définition.** L'indépendance est la « situation d'un organe public auquel son statut assure la possibilité de prendre ses décisions en toute liberté et à l'abri de toutes instructions et pressions »²⁰³. Il est devenu banal d'entendre que les régulateurs doivent être des entités indépendantes²⁰⁴, c'est-à-dire, non soumises à un rapport hiérarchique. Mais c'est précisément cette exigence qui justifie presque entièrement les caractéristiques qui démarquent les régulateurs du modèle administratif classique. Le besoin d'indépendance, devenu presque le principe de l'indépendance, explique également d'autres tendances de la régulation contemporaine tels que la prééminence de régulateurs collégiaux²⁰⁵ face à la figure d'un régulateur-personne isolé (voir les nombreuses critiques formulées à l'encontre des régulateurs colombiens et chiliens), l'instauration des administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration, la configuration des comités d'audit²⁰⁶, etc.

117. **Plan.** Pour échapper aux considérations banales il faut d'abord se demander ce qui justifie juridiquement cette exigence d'indépendance (§1) et comment elle est assurée dans les différents pays (§2).

§1. L'indépendance comme impératif

118. **À l'origine.** La régulation se définit, du moins partiellement, comme une réponse à des mouvements contradictoires, qui entrent mutuellement en conflit et qui appellent des

²⁰² *Idem.*

²⁰³ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique, préc., spéc.* p. 482, V° Indépendance.

²⁰⁴ Sur l'indépendance des régulateurs cf. Hubert Delzangles, « L'indépendance des autorités de régulation sectorielles : Communications électroniques, Energie Postes », *Thèse*, Université Montesquieu Bordeaux, 2008, à paraître, éditions l'Harmattan, collection Logiques juridiques ; Aoun Charbel, « L'indépendance de l'autorité de régulation des communications électroniques et des postes, Arcep », *Thèse*, Université de Cergy-Pontoise, 2006, *dactyl.* En matière financière: Thomas Perroud, « L'indépendance des autorités de régulation économique et financière au Royaume-Uni », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison nationale, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque *préc.*

²⁰⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », p. 157, in Marie-Anne Frison-Roche (dir), *Règles et pouvoirs dans les système de régulation*, Dalloz-Presses de Sciences-Po, coll. « Règles et pouvoirs dans les systèmes de régulation », série « Droit et économie de la régulation », 2004, 192 pp. *spéc.* pp. 154-170.

²⁰⁶ Anthony Astaix, « Comités d'audit: publication des travaux de l'AMF », *Recueil Dalloz*, 17 juin 2010, n° 24, p. 1482.

mesures originales. Les régulateurs indépendants sont ainsi une réponse à la confrontation problématique entre les idées qui justifient l'imposition de la libre concurrence (A) et celles qui démontrent l'imperfection de la main invisible des marchés (B).

A. Indépendance et principe de la concurrence

119. **Concurrence et marchés financiers.** Le dogme de la concurrence dans les marchés financiers se traduit par l'idée que pour compter sur des marchés financiers efficaces, c'est-à-dire ceux dont les coûts du crédit sont moins chers, il faut stimuler la concurrence entre les intermédiaires financiers locaux et internationaux. Dans ce cadre, la déréglementation (antécédent direct des nouvelles formes de régulation) était perçue comme un facteur facilitant la circulation des capitaux, réduisant les coûts du crédit²⁰⁷, ce qui favoriserait l'industrie nationale soucieuse des nouveaux capitaux, et qui augmenterait les gains grâce à la possibilité de transférer les dépôts d'un bout à l'autre de la planète.

Dans un même ordre d'idées, au Mexique ont été édictées, en 1994, les Règles pour l'opération des filiales des institutions financières étrangères²⁰⁸. D'ailleurs, tous les pays latino-américains ont traversé des processus de déréglementation accompagnés de la privatisation du secteur financier avec une forte domination des corporations transnationales²⁰⁹. Le dogme de la concurrence impose ainsi l'usage des nouvelles formes de régulation (1), notamment la mise en place d'un régulateur indépendant (2).

1. Concurrence et nouvelles formes de régulation

120. **Efficacité et attractivité.** La libre concurrence imposée par les règles qui régissent la plupart des marchés, parmi eux les marchés financiers, est devenue un vecteur des nouvelles formes de régulation, notamment des régulateurs indépendants. En effet, l'usage de celles-ci, grâce à leur efficacité, est conçu comme un facteur d'attractivité des places financières. Par ce dernier point de vue, il faut considérer qu'il existe une concurrence entre les différents marchés nationaux, et aussi entre les différents types de marchés. Ainsi, les marchés réglementés se voient concurrencés par les marchés non réglementés, mais aussi par d'autres marchés réglementés.

²⁰⁷ María Guadalupe Huerta Moreno, *préc.*

²⁰⁸ En effet, pendant longtemps et jusqu'en 1990 la participation des capitaux étrangers dans les marchés financiers locaux était interdite au Mexique, point qui fut modifié par le traité ZLEA. *Idem.*

²⁰⁹ Le degré d'intensité de ces processus et l'époque où ils ont eu lieu, a dépendu des événements politiques, notamment des dictatures, et du degré de développement industriel V. Noemí Levy, « Innovación financiera y crecimiento económico », *olafinanciera.unam.mx*, n° 5, pp. 69-98, *spéc.* p. 80 in http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/05/pdfs/Levy5.pdf

2. Nécessité d'un régulateur indépendant

121. **L'État entrepreneur ne peut pas être régulateur.** Une des raisons que l'on peut invoquer pour défendre l'instauration des autorités sectorielles indépendantes est le besoin de libérer l'administration publique de la politique partisane et de l'influence des partis politiques²¹⁰ (du pouvoir exécutif notamment). En effet, dans certains secteurs régulés, l'État conserve le contrôle d'un opérateur du secteur, ce qui le place dans une situation de concurrence face aux autres opérateurs. Comment éviter que l'État favorise l'entreprise qui gère ses intérêts dans le secteur ? L'État régulateur serait alors juge et partie.

Cet argument, notamment applicable aux industries de réseaux, oblige l'instauration d'un régulateur chargé d'émettre les règles qui vont régir le secteur, régulateur qui doit être indépendant du gouvernement pour éviter que les intérêts publics n'interfèrent dans ses prises de décisions²¹¹. C'est le fondement conjoncturel de l'indépendance des régulateurs²¹². Cet argument est aussi applicable au secteur financier : l'existence d'un régulateur indépendant s'explique parce que l'État faisant partie des acteurs du marché, il peut donc agir tant comme investisseur que comme émetteur lorsqu'il possède des intérêts dans des entreprises cotées. Il y a aussi un fondement structurel : l'efficacité de la régulation sectorielle exige un régulateur indépendant²¹³.

122. **Lien libéralisme/régulateurs.** Les processus de privatisation des entreprises et leur ouverture à la concurrence sont ainsi la source immédiate de tous les changements qui facilitent la généralisation des nouvelles formes de régulation, notamment l'instauration des régulateurs indépendants. On se souvient que les régulateurs ont toujours existé au sein des économies libérales (comme l'économie étasunienne), mais qu'ils n'ont été mis en place en France qu'avec le droit européen.

Cependant, la libre concurrence ne suffit pas à elle seule à expliquer l'instauration des régulateurs. Des changements se sont opérés dans la théorie économique qui ont permis certaines interventions dans les marchés en concurrence (notamment l'intervention des

²¹⁰ Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 35 et ss.

²¹¹ V. Jean Bergougnoux, « Services publics en réseau : perspectives de concurrence et nouvelles régulations. Rapport du groupe présidé par Jean Bergougnoux », *La documentation française*, (Ed.), 2000, 347 pp., *spéc.* p. 71. Dans celui-ci, notamment dans les paragraphes destinés à la régulation du secteur de l'électricité, on remarque que l'indépendance du régulateur est un facteur qui fonde la légitimité des mécanismes mis en place pour ce secteur.

²¹² Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque préc.

²¹³ Cf. Gabriel Eckert, *idem*.

régulateurs).

B. Indépendance et la main invisible des marchés

123. **Sources des changements.** Lorsqu'on décide comment sera *gouverné* un certain marché, les possibilités qui s'offrent sont : soit on laisse jouer la libre concurrence en tant que principe, soit on intervient dans le marché en le réglementant. La libre concurrence est donc l'opposé de la réglementation étatique. Cependant, pour plusieurs raisons, la concurrence a besoin tout de même d'un encadrement, mais qui ne peut, sauf exceptionnellement, être obtenu par la réglementation. D'où le recours à de nouvelles formes de régulation. C'est pour cela que le principe de la libre concurrence est réputé favoriser les nouvelles formes de régulations en tant qu'alternative au modèle coercitif classique, mais aussi en tant qu'alternative à l'autorégulation comme synonyme de déréglementation²¹⁴.

La théorie économique a ainsi fini par accepter que le jeu de la libre concurrence nécessite des règles, si on admet l'existence d'obstacles au bon fonctionnement des marchés tels que la complexité des circuits économiques qu'illustrent les marchés financiers, avec leurs mutations technologiques et la sophistication de leurs instruments. Le droit, dorénavant conçu comme l'un des instruments principaux de la compétitivité économique²¹⁵, ne sert qu'à surmonter ces obstacles. Cela explique l'octroi aux régulateurs d'un cumul de fonctions et de pouvoirs, cumul nécessaire pour affronter « les rapports de forces et d'asymétries de l'information qui caractérisent l'économie de marché »²¹⁶.

124. **La régulation n'est pas si libérale.** Ainsi, l'idée courante selon laquelle le marché était le moyen le plus efficace, le plus rationnel et le plus juste d'harmonisation des comportements, idée dont un de ses principaux précurseurs était Hayek, est dépassée par la conception en vigueur du libre marché, conception beaucoup moins libérale, qui a accepté le besoin de compter sur des dispositifs d'encadrement du marché²¹⁷.

125. **Les conditions posées par le marché.** Étant admis le besoin d'un encadrement, les

²¹⁴ « Dans un monde de plus en plus ouvert à la concurrence, l'improbabilité d'une autorégulation parfaite par les "professionnels" rend nécessaire une régulation externe capable de concilier les exigences de la liberté d'agir avec l'affirmation des règles fondamentales du jeu collectif. Cette conviction remet en cause le principe de l'autorégulation ... », Jean François Lepetit, *La régulation des marchés financiers*, Intervention dans l'Institut d'économie publique, 23 janvier 2003, 16 pp, in <http://www.idep-fr.org/spip.php?article102>, *spéc.*, p. 5.

²¹⁵ A. Duvivier, « L'attractivité des places financières », *Bull. de la Banque de France*, n° 123, mars 2004, p. 55, cité in Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA*, n° 5, 2009, pp. 6-15, *spéc.* p. 8.

²¹⁶ Jean-François Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'art. 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme. À propos d'une divergence entre le Conseil d'État et la Cour de cassation », *AJDA.*, 1999, pp. 847-859, *spéc.* p. 849.

²¹⁷ Jacques Chevalier, « Régulation et polycentrisme dans l'administration française », *préc.*, *spéc.*, p. 46.

opérateurs exigent que celui-ci soit réalisé dans le respect de certaines conditions assurant continuité et stabilité dans la formulation et l'application des décisions politiques, et garantissant la protection de libertés individuelles, notamment la liberté de commerce. Il devient ainsi nécessaire de mettre en place de nouvelles instances publiques, non administratives et non soumises aux flux propres aux échéances électorales²¹⁸, chargées d'établir les règles et d'assurer leur application. Ces instances sont soustraites au pouvoir hiérarchique, les régulateurs ne sont pas obligés de suivre la politique du gouvernement, modifiant donc la source institutionnelle et politique des décisions politiques par le déplacement de la fonction régulatrice aux autorités de régulation. Ces instances ne sont pas seulement indépendantes des intérêts étatiques, elles doivent privilégier l'usage d'instruments normatifs particuliers (le côté instrumental des nouvelles formes de régulation). Elles sont formatées pour être au service des intérêts du marché. C'est pour cela que le phénomène de la régulation peut être analysé comme une manifestation des « tendances hégémoniques de l'économie dans la société »²¹⁹.

Comment se mettent en œuvre ces ambitions d'indépendance ? C'est l'objet des développements qui suivent.

§2. Les mécanismes destinés à assurer l'indépendance des régulateurs

126. **Panorama.** Plusieurs critères sont pris en compte dans la détermination de l'indépendance d'une autorité et l'analyse montre qu'aucune autorité ne respecte à 100 % les critères d'indépendance établis par la doctrine²²⁰.

D'après nos observations, la situation la plus déconcertante est celle de la SEC, souvent présentée par les médias ou même par les juristes comme un modèle d'autorité, en particulier pour les pays latino-américains, alors qu'elle est sous le contrôle très étroit des pouvoirs politiques. La France, malgré des efforts remarquables pour assurer l'indépendance des régulateurs, n'est pas à l'abri des critiques, la plupart de celles-ci (par exemple celles concernant la professionnalisation ou certains défauts de procédure) pouvant s'appliquer à

²¹⁸ Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 35 et ss.

²¹⁹ Gérard Farjat, *Pour un droit économique*, PUF, Paris, 2004, 224 pp.

²²⁰ « À l'évidence, l'indépendance absolue n'existe pas : les exemples abondent de situations où l'autorité indépendante de régulation tient large compte des prises de position du gouvernement, y compris dans des cas où elle ne les approuve pas. On a vu le régulateur britannique de l'électricité, pourtant jaloux de ses prérogatives, s'incliner devant l'avis du ministre de l'Industrie à l'occasion de restructurations industrielles. Du reste, cette situation est commune s'agissant d'autorités considérées comme indépendantes : ainsi le gouvernement allemand peut passer outre l'avis du Bundeskartellamt lorsqu'il estime que l'intérêt national est en jeu », « Services publics en réseau : perspectives de concurrence et nouvelles régulations. « Rapport du groupe présidé par Jean Bergougnoux », *préc. spéc.* p. 214.

tous les régulateurs analysés. Ainsi, en ce qui concerne l'indépendance d'un point de vue strict, une disposition en particulier du Code monétaire et financier demeure contestable : c'est l'article L. 621-7-2 CMF selon lequel : « En cas de carence de l'Autorité des marchés financiers malgré une mise en demeure adressée par le ministre chargé de l'économie, les mesures urgentes nécessitées par les circonstances sont prises par décret ». Un auteur²²¹ a vu dans cette disposition une manifestation de la volonté du législateur de renforcer les liens de l'autorité avec le pouvoir exécutif, une possibilité d'ingérence directe réservée au gouvernement qui « contient en germe un affaiblissement de l'indépendance de l'autorité (...) »²²².

127. **Plan.** Dans l'exposé qui suit nous pourrions mesurer l'indépendance des régulateurs en gardant en tête que celle-ci ne peut jamais être considérée comme acquise. Nous analyserons : l'investiture et la révocation des régulateurs (A) et la façon dont est assurée une activité indépendante (B).

A. Investiture et révocation des régulateurs

128. **L'intervention étatique.** Idéalement, d'après la logique de la régulation, la nomination du régulateur devrait être le plus loin possible des volontés étatiques. Le régulateur doit également être désigné pour une période assez longue, et son mandat ne peut pas être révoqué, sauf dans des circonstances prédéterminées²²³. Cependant, la nomination des membres de l'autorité appartient toujours aux autorités étatiques : le président de la République seul ou avec l'accord du pouvoir législatif (parfois, même le pouvoir judiciaire a son mot à dire : c'est le cas de l'autorité française.) Nous exposerons d'abord les différents mécanismes de nomination (1) et ensuite la durée des mandats et la possibilité de révocation du mandat (2)

1. Encadrement du mode de nomination

129. **France.** Dans la nomination des membres de l'AMF interviennent différentes autorités étatiques²²⁴ (Conseil d'État, Sénat, Conseil économique, social et environnemental, par

²²¹ Sylvie Thomaset-Pierre, « L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente », *Mélanges AEDBF-France IV*, Rev. Banque éd., p. 417-437, spéc., p. 434.

²²² *Idem.*

²²³ José Francisco García J, « Inflation de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio, *Actualidad Jurídica*, 2009, n° 19 T. I, pp. 327-372, spéc. p. 350

²²⁴ Le collège de l'AMF est composé par : - Un conseiller d'État désigné par le vice-président du Conseil d'État; - Un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la Cour de cassation; - Un conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la Cour des comptes; - Un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur; - Le président du Conseil national de la comptabilité; - Trois membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière

exemple). Quelquefois, même, certains membres font partie de l'autorité qui les désigne. Par exemple, le Conseil d'État désigne un membre parmi ses conseillers²²⁵. Nous remarquons que le président de l'AMF est nommé par décret du président de la République²²⁶. La composition de la CDS ne diffère pas de la composition du collège²²⁷, on remarque seulement que ce sont les membres de la CDS qui élisent leur président et cela parmi les conseillers d'État et les conseillers à la Cour de cassation²²⁸.

L'hétérogénéité des personnes qui nomment les membres de l'autorité semble être un bon mécanisme pour assurer la représentation de différents secteurs étatiques et une certaine diversité qui tend à l'indépendance du régulateur, au moins à l'égard des pouvoirs politiques. Cette hétérogénéité a aussi la vertu d'accroître la légitimité du régulateur, car l'autorité qui nomme transfère son autorité morale au membre nommé²²⁹.

Néanmoins, la question de l'indépendance à l'égard du milieu régulé demeure une des matières à améliorer, car on ne peut pas ignorer le fait que les deux tiers des membres de la CDS sont des représentants des marchés financiers.

d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, respectivement par le président du Sénat, le président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique, social et environnemental ; - Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'Économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'appel public à l'épargne, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux ; - Un représentant des salariés actionnaires désigné par le ministre chargé de l'Économie après consultation des organisations syndicales et des associations représentatives. Art. L. 621-2, II du Code monétaire et financier.

²²⁵ Art. L. 621-2, 2°, CMF.

²²⁶ Art. L. 621-2 CMF. En ce qui concerne ses fonctions, le président de l'AMF :

- représente l'Autorité et a qualité pour agir en son nom devant toute juridiction (art. L 621-2-I CMF).
- il assure le respect des incompatibilités (art. L 621-4-I CMF)
- il nomme le secrétaire général de l'Autorité (art. L 621-5-1 CMF)
- il préside les commissions spéciales du collège (art. L 621-2-III CMF)
- il convoque le collège et les commissions spécialisées du collège
- En cas de prononcé d'une interdiction ou d'une suspension d'activité à l'encontre d'un prestataire, il désigne un prestataire en remplacement (Art. 22, Décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003)

²²⁷ La commission de sanctions est composée par: - Deux conseillers d'État désignés par le vice-président du Conseil d'État; - Deux conseillers à la Cour de cassation désignés par le premier président de la Cour de cassation; Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'Économie ; - Deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre chargé de l'Économie après consultation des organisations syndicales représentatives. Art. L. 621-2, IV CMF.

²²⁸ Art. L. 621-2, IV CMF.

²²⁹ Guillaume Dezobry, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard des opérateurs régulés », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque préc.

130. **Angleterre.** En Angleterre, le ministre des Finances choisit parmi les membres du Conseil celui qui en sera le président²³⁰. Les membres exécutifs du conseil de la FSA sont aussi nommés par le ministre des Finances²³¹. Les membres non exécutifs sont nommés par le Conseil. À la différence de la situation française, il n'y a pas de normes qui prédéterminent le secteur auquel doit appartenir chaque membre désigné, sauf le vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre qui, comme nous l'avons vu, est le seul membre « *ex officio* ». Parmi les membres, en mai 2010, six étaient les dirigeants de grands organismes financiers et les cinq autres membres provenaient d'institutions diverses²³². Il y a ainsi un meilleur équilibre qu'en France, et l'indépendance à l'égard du milieu régulé n'en est que mieux assurée.

131. **États-Unis.** La nomination des membres de l'autorité étasunienne est beaucoup plus simple : tous les membres sont nommés par le président des États-Unis après l'approbation du Sénat (le même traitement est appliqué à la nomination des ministres). Le président de l'autorité est aussi nommé par le président des États-Unis, mais, cette fois-ci, sans besoin d'approbation de la part du Sénat. L'accord entre une chambre et le président est vu comme un moyen ingénieux de concilier politique et indépendance²³³. Ce mode de nomination trouve son fondement dans l'idée d'un exécutif unitaire et fort, propre aux systèmes présidentiels²³⁴, où le président est le responsable de l'administration.

132. **Nuance.** La dépendance au président de la République en vertu du mode de nomination pourrait être justifiée comme un élément d'appui aux régulateurs qui permettrait de pallier le risque d'interférence par d'autres groupes d'intérêt. Quoiqu'il en soit, il faut remarquer qu'il existe des mécanismes qui permettent de contrebalancer le pouvoir de nomination. Ainsi, la législation étasunienne a adopté plusieurs mécanismes destinés à assurer l'indépendance à l'égard du président²³⁵ :

²³⁰ Financial services and markets Act, Schedule 1. *The Financial Service Authority. Part I General. Constitution et Non-executive members of the governing body.*

²³¹ Selon les règles applicables à la fonction publique, après une annonce de vacance de poste. Financial services and markets Act, Schedule 1. *The Financial Service Authority. Part I General. Constitution et Non-executive members of the governing body.*

²³² Dont en mars 2010 un fonctionnaire de l'Office du cabinet, un vice président d'université, le président du Conseil national des consommateurs, un président d'un organisme du service national de santé

²³³ José Francisco García J, « Inflation de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio, *spéc.*, p. 352.

²³⁴ Harold J. Krent, « From a Unitary to a Unilateral Presidency », *B.U. L. Rev.*, 2008, vol. 83, p. 523.

²³⁵ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 188. *Adde.* Neal Devins, « Political Will and the Unitary Executive : What Makes an Independent Agency Independent ? », *Cardozo Law Review*, octobre 1993, vol. 15, pp. 273-304.

- Afin que le président des États-Unis ne puisse pas renouveler entièrement la commission, un des cinq membres du conseil change chaque année.

-Le mandat des membres de l'autorité est de cinq ans, soit un an de plus que celui du président.

- Pas plus de trois commissaires sur cinq peuvent être membres du même parti politique.

Malgré ces mécanismes, la situation reste discutable, à nos yeux, au moins du point de vue de l'indépendance à l'égard des pouvoirs politiques. Le simple accord entre le gouvernement et le Sénat ne semble pas être une garantie suffisante, surtout lorsque le président de la République a une majorité parlementaire. Ce mécanisme ne fait qu'assurer un équilibre entre les deux pouvoirs, mais l'influence, même partagée entre les deux pouvoirs, demeure présente. Il faut aussi considérer qu'il suffit d'atteindre la majorité de trois commissaires pour orienter le conseil²³⁶ : le maximum de trois commissaires appartenant au même parti politique ne semble donc pas très utile. Cela peut expliquer pourquoi on observe une tendance du président de la SEC à appliquer les réglementations (*Executive orders*) adoptées par le gouvernement même si son statut l'en dispense.

133. **Mexique.** Au Mexique, l'intervention gouvernementale dans la nomination des membres de l'autorité est très présente. Le conseil d'administration est composé du président, de deux autres membres désignés par le président de la CNVB, et de dix autres membres nommés par le ministère de *hacienda y crédito publico*²³⁷ (cinq membres), par la Banque du Mexique (trois membres), et par les *Comisiones Nacionales de Seguros y Fianzas*²³⁸ y del *Sistema de Ahorro para el Retiro*²³⁹ (un membre chacune). Le président du conseil est désigné par le ministre de *hacienda y crédito publico*²⁴⁰. Des treize membres du conseil, dix sont des fonctionnaires publics qui n'ont pas de lien professionnel avec la CNBV. Un tel lien n'existe que dans le cas du président et des deux vice-présidents qu'il nomme.

134. **Vulnérations.** Au Chili, le *Superintendente* est nommé par le président de la République et son poste dépend entièrement de ce dernier qui peut le destituer à n'importe quel moment sans avoir à se justifier. La même situation existe en Colombie, où l'e

²³⁶ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc., spéc.*, p. 190.

²³⁷ C'est l'équivalent au ministère du Budget, des Comptes publics et de la Fonction publique.

²³⁸ Organisme à la charge du contrôle des assurances.

²³⁹ Organisme à la charge de la surveillance des institutions qui administrent les fonds de retraite.

²⁴⁰ Art. 14 de la Ley de la comisión bancaria y de valores.

Superintendente est nommé et destitué par le président de la République²⁴¹. Aucune indépendance n'existe dans ces pays.²⁴²

2. *Durée du mandat et révocation*

135. **Lien avec l'indépendance.** En stricte relation avec l'indépendance se trouvent la durée et la possibilité de renouvellement des mandats des membres de l'autorité. La durée doit être suffisamment longue pour assurer la stabilité du système et son indépendance par rapport à l'autorité qui nomme le régulateur.

136. **Tendance : 5 ans.** À cet égard, la durée des mandats des présidents de l'AMF et de la FSA sont identiques : elle est de cinq ans, non renouvelable²⁴³. Cette identité ne s'étend pas aux mandats des autres membres de l'autorité, car la durée du mandat des membres de l'AMF, tant de la CDS²⁴⁴ que du Collège, est de cinq ans²⁴⁵, renouvelables une fois, tandis que le mandat des autres membres de la FSA est seulement de trois ans.

Aux États-Unis, la durée du mandat est uniforme pour tous les membres, elle est de cinq ans et peut être renouvelée. Si un autre commissaire est nommé en remplacement de l'ancien, il se contente de terminer le mandat de son prédécesseur.

137. **Révocation.** En Angleterre, le ministre des Finances était l'autorité compétente pour révoquer le mandat des membres de la FSA, mais seulement en cas de faute dans l'accomplissement de leurs fonctions statutaires. Aujourd'hui, en ce qui concerne la destitution des membres de la FCA, il est prévu²⁴⁶ que le Trésor peut révoquer le mandat d'un membre (a) pour des raisons d'incapacité ou de faute grave, ou (b) au motif que le membre possède des intérêts, de type financiers ou d'autre type, qui sont de nature à avoir un effet importants sur l'étendue de ses fonctions, de manière telle qu'il serait convenable pour la personne de s'en décharger. Des règles identiques sont prévues pour la PRA.

Aux États-Unis, la Cour suprême a affirmé que les commissaires des agences indépendantes ne pouvaient pas être démis de leurs fonctions par le président sauf en cas de faute.

En France, la loi ne contient aucune disposition sur ce point. Selon un auteur, le mandat des

²⁴¹ Il n'y a pas de norme expresse dans ce sens, mais le régime se déduit de la Ley 489 de 1998.

²⁴² Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 190.

²⁴³ En France, les mandats des membres des régulateurs d'industries de réseaux se caractérisent par le fait d'être plus longs, mais non renouvelables.

²⁴⁴ Cependant, la Commission des sanctions est renouvelée aussi par moitié tous les trente mois.

²⁴⁵ À l'exception du représentant de la Banque de France et du président du Conseil national de la comptabilité, dont la durée dépend de leur poste à la Banque de France et au Conseil national de la comptabilité.

²⁴⁶ Schedule 1ZA, The Financial Conduct Authority, Part 1, General, 4 (1).

membres de l'AMF est irrévocable²⁴⁷. En effet, l'indépendance de l'autorité est compatible avec cette solution. Cependant, on pourrait aussi penser que l'irrévocabilité devrait être expressément prévue par la loi. Aucune disposition ne traite non plus de la fin anticipée du mandat²⁴⁸.

Les mandats des autorités chiliennes et colombiennes finissent de *facto* avec le mandat du président du pouvoir exécutif. Le président a en effet le pouvoir de nommer et de destituer les autorités à sa discrétion.

138. **Conclusion.** Comment est-il possible que la nomination du régulateur étasunien qui sert par ailleurs de modèle d'indépendance au reste du monde dépende de ceux dont il est censé être indépendant ? Le cas étasunien et celui des régulateurs chiliens et colombiens sont marquants, car le président de la République peut non seulement nommer, ce qui est commun à toutes les législations, mais il peut aussi révoquer le titre de président de la SEC à tout moment et sans besoin de justification (en fait, dans le cas d'alternance politique au niveau du président des États-Unis le président du conseil est généralement conduit à démissionner). Nous ne pouvons que nous montrer étonnée devant une situation qui semble aller contre le discours, aujourd'hui traditionnel, qui soutient la notion de régulateur indépendant.

B. Indépendance dans le fonctionnement

139. **Critères.** Les critères les plus souvent analysés pour mesurer l'indépendance dans le fonctionnement des régulateurs sont : le régime financier (1), et l'octroi de la personnalité morale (2).

1. Indépendance financière

140. **Critères.** Parmi les critères établis pour analyser l'indépendance de l'autorité, l'encadrement de son budget est un des plus fondamentaux.²⁴⁹ L'indépendance budgétaire peut être analysée à partir de trois points de vue : celui de l'indépendance financière, qui renvoie aux modalités de financement de l'organisme, soit par ressources propres soit par subventions budgétaires (nous analyserons la question dans les développements suivants) ;

²⁴⁷ Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », *préc.* Le mandat des membres de l'ARAF, l'ARCEP, l'ARJEL, la CSA, et la HADOPI est aussi irrévocable. Le Conseil d'État, pour sa part, a affirmé que le gouvernement ne pouvait légalement mettre fin avant terme au fonctionnement du président d'une AAI en raison de son accession à la limite d'âge dans son corps d'origine. C'est le principe de l'irrévocabilité des membres des AAI (arrêt Ordonneau du 7 juillet 1989). Le principe est mis en cause par la loi du 7 décembre 2006 à l'égard des membres de la CRE.

²⁴⁸ *Idem.* Dans le cas de la HADOPI, CSA ou de la CRE il est admis une fin anticipée du mandat par incompatibilité, empêchement, faute grave (cette dernière étant seulement applicable à la CSA et à la CRE)

²⁴⁹ Sur l'insuffisance des moyens *V.* Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *RD. banc. et fin.* n° 5, septembre 2009, dossier 26, n° 57 à 60.

celui de l'indépendance de programmation et d'exécution budgétaire ; et celui de l'indépendance gestionnaire (ces deux dernières perspectives sont analysées *supra* avec l'encadrement des services des régulateurs²⁵⁰).

141. **France.** On peut affirmer que l'AMF est indépendante du point de vue financier, car elle a un budget, des ressources propres acquises comme rémunération à la prestation de services, et elle a la liberté de dépenses. De ce fait, elle n'est pas soumise à un contrôleur financier apposant son visa sur les actes d'engagement de dépenses. Elle perçoit ses ressources directement sous forme de droits à caractère fiscal²⁵¹ payés par les personnes dont l'activité est soumise à son pouvoir de contrôle, et par les initiateurs d'opérations financières qui relèvent de sa compétence (des émetteurs en relation avec les opérations financières et des prestataires de services d'investissement²⁵²). Il y a des droits fixes et des contributions variables. Cependant, en tant qu'organisme public l'AMF a un comptable public et est soumise au contrôle de la Cour des comptes.

142. **Angleterre.** La FCA, et auparavant la FSA, possède une autonomie financière fondée sur la perception de redevances prévues par le *FSA Act*²⁵³. Il y a trois catégories de redevances²⁵⁴ :

- des redevances annuelles qui sont perçues sur les organismes de sa compétence, variables selon leur activité, les incidences de cette activité sur les objectifs de la FSA et les coûts induits pour celle-ci.
- des redevances spécifiques à des interventions déterminées.
- des redevances spéciales liées à des demandes de personnes intéressées.

143. **États-Unis.** L'état de dépendance de la SEC face aux pouvoirs politiques ne réside pas seulement dans le pouvoir de nomination du président de la République. En effet, la SEC est

²⁵⁰ Cf. Olivier Storch, « Les conditions et modalités budgétaires de l'indépendance du régulateur », in Marie-Anne Frison-Roche (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, collection Droit et Économie de la Régulation, Dalloz-Science-Po, Paris, 2004, p. 65-71.

²⁵¹ Dénommés « contributions ». Les sommes perçues à titre du contrôle ne peuvent pas être des redevances pour services rendus, elles constituent des « contributions de toute nature ». Conseil d'État, Rapport public 2001, cité in Thierry Bonneau, France Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., 2010, Economica, 1202 pp., *spéc.*, n° 258. L'article 128 du Décret n° 2010-1724 de 30 déc. 2010 (dit Loi de finances pour 2011) a introduit dans le CMF (art. L. 621-5-3) deux nouvelles contributions destinées à doter l'AMF des ressources financières nécessaires à l'accomplissement de ses missions. V. Frank Martin Laprade, « L'AMF peut désormais compter sur les gros traders et les grandes sociétés cotées pour renflouer ses caisses », *préc.*

²⁵² V. arts. 621-5-2 ; 621-5-3 ; 621-5-4 CMF et art. 32 et ss. Décret n° 2003-1109 du 21 nov. 2003 ; Décret n° 2003-1290 du 26 septembre 2003 relatifs aux montants et aux taxes perçues par l'Autorité.

²⁵³ Paragraph 23 of Part 3 of Schedule 1ZA of the Financial Services and Markets Act (FSMA).

²⁵⁴ André Delion, *préc., spéc.*, p. 223.

également dépendante du point de vue financier : le pouvoir législatif contrôle son budget, lequel est voté chaque année. Elle est soumise à une *réautorisation* budgétaire (tous les deux ans) fixée par l'*Office of Management of Budget (OMB)*²⁵⁵, qui dépend aussi du président, et par le Sénat à travers le *United States Senate Subcommittee on Financial Services and General Government, Committee on Appropriations*²⁵⁶. D'ailleurs, les sommes qu'elle obtient sont versées au Trésor public. Ce système engendre une « apparence de pression »²⁵⁷ exercée sur le régulateur par le pouvoir législatif, ce dernier étant également influencé par les groupes de pression ou *lobbies*. Par exemple, à la fin des années 1990 et sous la pression du pouvoir législatif, la SEC n'a pas imposé la comptabilisation des *stock-options* au bilan en raison de l'opposition des milieux d'affaires et des cabinets d'audit²⁵⁸. La même critique est applicable à la *Suprintendencia de valores y seguros* chilienne.

144. **Amérique latine.** Dans les pays latino-américains, les régulateurs ont une indépendance financière qu'on peut qualifier d'inachevée.

Au Mexique, la loi impose à certaines entités et personnes développant des activités soumises au contrôle de la CNBV, le paiement de droits²⁵⁹. Ces droits sont destinés à fournir le budget de l'autorité. Le budget annuel doit être élaboré par le président de la CNBV, approuvé par l'organe exécutif, puis soumis à l'autorisation du pouvoir exécutif national²⁶⁰.

La législation colombienne octroie à la *Superintendencia* une autonomie financière fondée sur la perception de redevances²⁶¹, parmi lesquelles se trouvent les contributions imposées aux entités surveillées, les droits d'inscription et les cotisations que les personnes inscrites dans le Registre national de valeurs doivent payer, mais aussi les droits en vertu d'offres publiques effectuées au sein du pays ou à l'étranger. La *Superintendencia* possède aussi des ressources en vertu de la vente de ses publications, brochures de licitations, de photocopies, etc. Cependant, elle perçoit aussi des sommes transférées par le budget général de la nation. En effet, parmi les fonctions du *Superintendente* se trouve la mission d'approuver l'ante-projet

²⁵⁵ 44 U.S.C. § 350 6(c)(2), *V. The Center for Regulatory Effectiveness, A blueprint for OMB review of independent agency regulations*, Disponible in <http://www.thecre.com/pdf/blueprint.pdf>

²⁵⁶ La demande corespondant à l'année 2011 est consultable in http://www.sec.gov/news/testimony/2011/ts050411mls.htm#P10_418

²⁵⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Régulateurs indépendants versus LOLF », *RLC*, n° 7 avril-juin 2006, pp. 69-73, *spéc.* p. 73. Ce pouvoir n'est pas nominal : le 19 février 2011 la Chambre des représentants a décidé par vote de réduire d'un tiers le budget d'une agency : la *Commodity Futures Trading Commission*, organe de régulation des marchés à terme (CFTC).

²⁵⁸ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission (SEC)* », *préc.*, p. 191.

²⁵⁹ Art. 18 de la Loi de la CNBV.

²⁶⁰ Art. 16 XI de la Loi de la CNBV.

²⁶¹ Ces redevances sont prévues par l'art. 5 du Décret numéro 4327 de 2005.

du budget annuel de la *Superintendencia* pour qu'il soit incorporé au projet annuel du budget national.

Le cas de la *Superintendencia de valores y seguros* chilienne est assez particulier ; comme en Colombie, l'autorité chilienne possède un patrimoine constitué par les fonds prévus dans le budget public annuel, et elle perçoit aussi des ressources selon les services qu'elle fournit. La loi détaille les actes pour lesquels l'autorité peut demander des droits et les montants de ceux-ci²⁶² : on y trouve, entre autres, des droits pour l'inscription de personnes et d'entités dans les registres de l'autorité, pour l'approbation ou autorisation des règlements boursiers ou des règlements des systèmes de liquidation et de compensation, pour les autorisations des entités surveillées, pour des contrats, pour des certifications, etc. En tout cas, les droits que la *Superintendencia* peut demander vont au bénéfice du trésor²⁶³. Bien que la *Superintendencia* soit soumise à la surveillance de la *Contraloría General de la República*²⁶⁴ elle est restreinte à ce qui concerne l'examen des entrées et des dépenses²⁶⁵.

2. Personnalité morale

145. **Un trait généralisé.** L'organisation de l'AMF correspond parfaitement à la représentation que l'on se fait aujourd'hui, d'un régulateur²⁶⁶. Il s'agit d'un organisme public doté de la personnalité morale et disposant d'une autonomie financière²⁶⁷.

La personnalité morale et l'autonomie financière agissant ensemble lui permettent de recruter librement des salariés du secteur privé et du secteur public. La personnalité morale permet également l'affectation directe de ressources prélevées sur les opérations financières et sur les acteurs contrôlés.

La même situation se présente au Royaume-Uni et aux États-Unis. La *Financial Service authority* (FSA) est dotée de personnalité morale et qualifiée d'agence régulatrice indépendante (*Independant non-governmental body*²⁶⁸). La SEC, pour sa part, est un

²⁶² Art. 14 DL 3538 de 1980.

²⁶³ Art. 16 DL 3538 de 1980.

²⁶⁴ Une sorte d'Inspection générale des finances

²⁶⁵ Art. 25 du DL 3538 de 1980.

²⁶⁶ Alors que même en 2001 la représentation courante des AAI excluait la personnalité morale. V. Conseil d'État, Rapport public 2001, « Les autorités administratives indépendantes » in Etudes et documents n° 52, *La documentation française, spéc.* p. 289.

²⁶⁷ Il s'agit donc, d'une API, autorité publique indépendante dotées de la personnalité morale, et non d'une AAI.

²⁶⁸ *Non-governmental* signifie en anglais en principe, non inclus dans les services du gouvernement et non pas nécessairement « non étatique », mais elle correspond à ce qu'on appelle, en France, une autorité administrative indépendante. André Delion, *préc.*, p. 219.

organisme doté de personnalité morale, qualifié d'agence régulatrice indépendante²⁶⁹.

La *Superintendencia financiera* colombienne²⁷⁰ et la *Superintendencia de valores y seguros* chilienne²⁷¹ sont dotées de la personnalité morale et sont qualifiées par la loi d'organismes jouissant d'indépendance financière.

146. **L'exception.** L'autorité mexicaine est la seule qui ne possède pas de personnalité morale. Elle est qualifiée par la loi d'organisme déconcentré avec une autonomie technique, ce qui au Mexique signifie qu'il s'agit d'un organisme qui possède certaines facultés limitées de décision et qui a une certaine autonomie financière. Ainsi, les facultés administratives que la loi lui octroie peuvent toujours être reprises par l'organisme central dont elle dépend²⁷² : dans ce cas, par la *Secretaría de Hacienda y crédito publico*. Cette norme nous rappelle l'article L. 621-7-2 CMF cité ci-dessus.

L'octroi de la personnalité morale aux autorités nous semble être une manifestation de la volonté étatique de mieux coordonner l'architecture des régulateurs avec le droit classique. Ceci est constatable dans l'évolution du régime juridique français. La COB, précédent gendarme de la bourse, n'avait pas de personnalité morale, mais elle pouvait ester en justice au nom de l'État et devant toutes les juridictions²⁷³ (sauf les juridictions pénales), à travers la figure de son président lequel ne pouvait être mis en cause que comme représentant de l'État²⁷⁴. Il s'agissait d'une « institution non personnalisée ayant les attributs essentiels d'un sujet de droit »²⁷⁵. Dans ce sens, la personnalité juridique n'est pas indispensable.

147. **Conclusion.** On est frappé par la dépendance des régulateurs latino-américains à l'égard des pouvoirs politiques²⁷⁶. Cette dépendance explique pourquoi, en Colombie et au Chili, il n'est pas nécessaire de prévoir une intervention gouvernementale au sein de l'autorité ; celle-ci ne fait qu'exécuter les politiques du gouvernement. La même conclusion peut être tirée de l'examen du régulateur étasunien, comme nous l'avons remarqué *supra*. Concernant le régulateur français, la critique concerne la proportion des membres venant du

²⁶⁹ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 177.

²⁷⁰ Art. 2 du Décret 4327 de 2005.

²⁷¹ Art. 1 du DL 3538 de 1980.

²⁷² Manuel Espinoza Barragán, « Lineamientos de Derecho Público Mexicano », *Cárdenas, Editor y Distribuidor*, Tijuana, Baja California, 1^a. Ed, 1986, p. 141.

²⁷³ Art. 89 de la loi MAF.

²⁷⁴ Beinan Xue-Bacquet, « Une regulation complexe dans l'intégration financière », *Droit et Société*, n° 46, 2000, 457-473, *spéc.* p. 461.

²⁷⁵ *Idem*.

²⁷⁶ Un ranking publié par des chercheurs anglo-saxons met en cause l'indépendance des régulateurs chiliens, mexicains et colombiens, l'étude est à l'origine de beaucoup des critiques de la part de la doctrine. V. James R. Barth *et alii Rethinking Bank Regulation*, Cambridge University Press, 2008, 440 pp.

secteur régulé, qui nous paraît excessive ; néanmoins laissant ce point de côté, il nous semble que la pluralité d'opinions qui assure le mode de nomination des membres de l'AMF devrait être érigée comme un modèle à suivre. Celui-ci, correctement combiné avec le modèle anglais, pourrait permettre d'obtenir, un régulateur idéalement indépendant des pouvoirs politiques et du milieu privé.

L'indépendance du régulateur ne peut qu'être accompagnée de mécanismes destinés à contrôler ses agissements : ils sont exposés dans la section qui suit.

Section 2 : Les difficultés que pose l'indépendance

148. **Plan.** En général, la liberté est limitée par la responsabilité. L'indépendance des régulateurs, forme de liberté, devrait donc être accompagnée d'un régime de responsabilité adéquat. La coordination n'est pas, en pratique, facile, ce qui explique les différents moyens déployés par les systèmes juridiques, afin d'établir un contrôle (§1). Ces difficultés expliquent une des principales controverses posées aujourd'hui à l'égard des régulateurs : la présence des professionnels (§2).

§1. L'indépendance et la responsabilité du régulateur

149. **Les difficultés.** Établir la responsabilité est une tâche qui présente des difficultés au regard des ordres juridique et pratique. Dans l'ordre juridique, il est difficile de gérer des entités étatiques, indépendantes des pouvoirs publics, qui engagent cependant la responsabilité de l'État. Dans l'ordre pratique, comment rendre responsable l'autorité sans pour autant nuire à son indépendance en lui en faisant craindre les conséquences ? (A). Malgré ces difficultés, des mécanismes de contrôle existent dans toutes les législations analysées. Ces mécanismes sont assez particuliers en comparaison de l'image classique qu'on se fait de la responsabilité (B).

A. Délimitation de la responsabilité des régulateurs

150. **Définition.** Sur le plan strictement théorique, marier la responsabilité du régulateur et son indépendance n'est pas un exercice difficile. Le régulateur est indépendant parce qu'il ne reçoit d'instructions de personne et il est responsable parce qu'il peut être obligé à *répondre* de l'exercice qu'il fait de ses pouvoirs²⁷⁷. Mais en quoi se traduit cette responsabilité ? Il y a

²⁷⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », in Marie-Anne Frison-Roche (dir) *Responsabilité et régulation économique*, Droit et économie de la régulation, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz – Sciences-Po., Paris, 2007, pp. 55-70, spéc. n° 109, 161, et 169 et ss. Sur la responsabilité des régulateurs privés V. Fabrizio Cafaggi, « Gouvernance et responsabilité des régulateurs privés », *RIDE*, 2005/2 (t. XIX, 2).

d'abord une responsabilité, que nous dénommons *politique* applicable à l'examen de la convenance de ses agissements (1), alors que le régime général de responsabilité civile, avec certaines spécificités, est applicable à l'examen de la légalité de ses actes et de ses décisions de sanction (2).

1. Responsabilité politique

151. **Responsabilité et efficacité.** Comment éviter que la responsabilité ne devienne une pression sur le régulateur et oriente ses prises de décisions ? Rien n'empêche le régulateur de prendre en compte, dans le processus d'adoption d'une décision quelconque, la responsabilité qui peut lui être imputée suite aux conséquences de son choix.

152. **L'État responsable des agissements des régulateurs.** Pour éviter ce genre de pressions, on décharge le régulateur de sa responsabilité, au sens classique : on rend l'État responsable des agissements de ses régulateurs²⁷⁸. Ce remède est incohérent, car l'État dans ce système doit porter la responsabilité d'agissements sur lesquels il n'a aucune influence.

153. **Remèdes proposés.** Les solutions pour mettre fin à ces incohérences pourraient consister, selon le Professeur Frison-Roche²⁷⁹, soit à intégrer le régulateur dans la hiérarchie des pouvoirs en le rattachant au pouvoir exécutif, ce qui correspond au choix des pays latino-américains (notamment le Chili²⁸⁰), soit à lui rendre sa responsabilité.

La première voie ne se conjugue pas avec la logique de la régulation car elle met à mal l'indépendance des régulateurs. Il ne reste que la deuxième solution, laquelle, pour être appliquée, nécessite d'opérer une qualification de l'activité du régulateur pour déterminer le régime de sa responsabilité.

154. **La responsabilité politique.** De cette démarche, on devrait penser que si le régulateur exerce une activité qui suppose des choix politiques, il devrait supporter une responsabilité qui soit aussi de nature politique. En même temps, comme il exerce une activité dans l'intérêt

²⁷⁸ Comme affirme un auteur chilien, l'État « a le devoir d'encadrer les agissements des "particuliers puissants" afin de les mettre dans les limites en accord avec l'intérêt général et collectif. Cette tâche de l'État est si importante que si l'État ne l'accomplit pas et des agissements des particuliers puissants se dérivent des dommages pour les particuliers normaux, l'État engagerait sa responsabilité, patrimoniale, pour l'inactivité dans l'exercice de ses pouvoirs de contrôle », Cristián Romero Cordero, « Los principios del derecho administrativo sancionador », *préc., spéc.* p. 27.

²⁷⁹ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc., spéc.* n° 166-167.

²⁸⁰ Au Chili « (...) les politiques, plans, programmes du secteur qui définissent le cadre pour l'exercice des pouvoirs de l'organisation, sont définis par le gouvernement, comme responsable politique de la gestion administrative générale (...) et titulaire du pouvoir directif et normatif des différents secteurs (...) », Juan Carlos Ferrada Bórquez, « Los órganos reguladores de actividades económicas relevantes en Chile: una visión panorámica », *Revista chilena de Derecho*, v. 30, n° 2, 2003, pp. 271-286, *spéc.*, p. 284.

d'autrui, on peut penser à la figure du mandataire, il doit rendre des comptes (*accountability*)²⁸¹. La question qui se pose, donc, est celle de la qualification des missions du régulateur (*V. Supra* N°73 et ss). Il nous paraît, à cet égard que certaines missions sont clairement techniques. Par exemple, pour délivrer une autorisation, un *vi sa*, il suffit de déterminer si l'opération ou l'opérateur rencontrent les conditions posées par la normativité. Cependant, en analysant les définitions données au mot « politique », nous considérons qu'il est aussi possible de qualifier les missions des régulateurs comme de nature politique²⁸². L'ouvrage *Vocabulaire Juridique* définit ce mot d'abord, comme : « Qui a trait au gouvernement de la cité, à l'exercice du pouvoir dans un État, à la participation qu'y prennent les citoyens, les organes institués et les partis ». Ainsi, l'exercice du pouvoir réglementaire est clairement de nature politique, car il a trait au gouvernement, il constitue l'exercice d'un pouvoir dans l'État, tout comme l'exercice du pouvoir législatif de la part des parlements nationaux est de caractère politique. L'ouvrage cité donne un deuxième sens au mot « politique », en affirmant : « S'emploie en diverses expressions dans le sens de ligne d'action, de direction imprimée à une action par le choix des objectifs et des moyens de celle-ci ». Par exemple, pendant l'année 2012 le régulateur chilien soumettait à consultation une norme à caractère général, en vertu de laquelle il imposait aux régulés d'informer leurs pratiques de *corporate governance*. La norme a été très discutée rencontrant une forte résistance de la part des opérateurs chiliens. Il ne s'agissait pas simplement de décider si le régulateur avait ou pas le pouvoir d'obliger les opérateurs à révéler leurs pratiques, il s'agissait plutôt de décider si on imposait une norme (choix des moyens) sans l'accord des opérateurs. Cela nous fait penser que les régulateurs sont des organismes à composition technique prenant parfois des décisions politiques.

155. **Une mise en œuvre particulière.** Ainsi, la détermination de la responsabilité du régulateur ne devrait pas, en principe, se dérouler devant les tribunaux ni se traduire par une sanction de type juridique. Elle devrait, toujours dans la logique de la régulation, se traduire par une reddition de comptes plus incertaine, à travers des mécanismes qui font partie des nouvelles formes de régulation, tels que les rapports, communications, conférences, réponses

²⁸¹ En ce qui concerne les nouvelles autorités européennes, elles sont responsables devant le Parlement européen et le Conseil, (art. 3 Règl. n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010). D'autre part, Parlement européen et Conseil peuvent formuler des objections à l'égard des normes techniques de réglementation, les seules normes qui peuvent être prises directement par les autorités de surveillance. Ces objections peuvent empêcher l'entrée en vigueur de la norme communautaire (art. 13, Règl. n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010).

²⁸² Gérard Cornu, *Vocabulaire juridique*, préc. p. 691.

à des questions posées²⁸³. Des principes propres aux nouvelles formes de régulation, tels que la transparence et l'efficacité, s'imposent ainsi, aussi à l'égard des autorités. Ceux-ci vont permettre la mise en œuvre de cette reddition de comptes et de responsabilité²⁸⁴. Leurs fautes seraient sanctionnées par le principe du parallélisme, c'est-à-dire, par le fait de perdre le poste pour lequel l'autorité a été désignée lorsqu'il s'agit d'un fonctionnaire, ou, lorsqu'il s'agit d'un organisme, par le fait de voir son existence supprimée, ou son organisation modifiée.

2. Responsabilité juridique

La nature toute particulière et encore insaisissable des régulateurs fait en sorte que « parfois, sont appliquées aux régulateurs privés certaines règles du droit administratif, parfois sont appliquées certaines règles du droit civil interprétées fonctionnellement pour poursuivre le but réglementaire »²⁸⁵.

156. **Responsabilité et fonction administrative.** Lorsque le régulateur jouit de la personnalité juridique, il est responsable des fautes commises dans l'exercice de ses missions. Il s'agit du régime général de la responsabilité²⁸⁶. En France, les actions en responsabilité du fait de l'illégalité de ses actes non répressifs, par exemple ceux résultant de son pouvoir d'élaborer une doctrine doivent être portées devant le tribunal administratif, l'autorité répondant de la faute simple²⁸⁷.

157. **Indépendant comme un juge.** L'indépendance dans l'exercice de la fonction juridictionnelle exige de conférer aux juges une immunité par ses actes de jugement²⁸⁸. L'argument qui justifie l'immunité personnelle des magistrats est *mutatis mutandis* applicable aux régulateurs. Il s'agit de mettre l'autorité elle-même et les membres de l'autorité à l'abri

²⁸³ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc.*, *spéc.* n° 171.

²⁸⁴ Cf. Julia Black, « Constructing and contesting legitimacy and accountability in polycentric regulatory regimes », *Regulation & Governance* (2008) 2, 137-164.

²⁸⁵ Fabrizio Cafaggi, « Gouvernance et responsabilité des régulateurs privés », *préc.* p. 113. *Adde.* Bertrand du Marais, *Droit public de la régulation économique*, Presses de Sciences Po : Dalloz / DL 2004 4.

²⁸⁶ V. Georges Dupuis *et alli*, *Droit administratif*, 12^{ème} éd. 2011, Sirey, 727 pp., n° 759 et ss. Appliquée aux régulateurs : Bertrand du Marais, *Droit public de la régulation économique*, *préc.* ; Julia Black, « Constitutionalising Self-Regulation », 59 *Modern Law Review*, 1996, p. 24-55 ; Paul Craig, « Public Law and Control over Private Power », in M. Taggart (dir.), *The Province of Administrative Law*, Hart, 1997, p. 196-216.

²⁸⁷ Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 302. *Adde.* Jean-Philippe Kovar, « La responsabilité des autorités de régulation face au dualisme juridictionnel », *RD. banc. et fin.*, n° 2, 2009, 12, pp. 16-17 et plus généralement le dossier, « La responsabilité des autorités de régulation », *RD. banc. et fin.*, mars-avril 2009, pp. 15 et ss. ; Laurence Calandri, *préc.* p. 638 et ss.

²⁸⁸ Cf. Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit à un tribunal impartial », in R. Cabrillac *et alii* (dir.), *Libertés et droits fondamentaux*, 16^{ième} éd., Dalloz, 2010, pp. 499-508, *spéc.* p. 506 et ss. ; Georges Dupuis *et alli*, *Droit administratif*, *préc.*, n° 764.

des risques ou des menaces d'actions en responsabilité de tout genre²⁸⁹. Ainsi, il est commun, en droit comparé, de soustraire les régulateurs « au droit commun de la responsabilité civile, soit par une véritable exonération, soit par une limitation des cas dans lesquels leur responsabilité peut être mise en cause »²⁹⁰. Dans le dernier cas, on exige l'existence de dol ou d'une faute lourde pour engager la responsabilité civile²⁹¹. Cela explique bien, à notre avis, l'immunité personnelle des juges, mais non celle de l'État, laquelle devrait être conciliée avec la personnalité juridique accordée aux régulateurs et le fait que logiquement, il ne devrait pas être responsable des faits sur lesquels il n'a pas eu une incidence.

Au surplus, certaines affaires qui se déroulent encore devant les tribunaux pourraient remettre en cause cette conception de la responsabilité des régulateurs. Ainsi, tant la SEC que la Commission de surveillance du secteur financier du Luxembourg ont été assignées pour faute lourde dans la mise en œuvre de leurs missions de surveillance²⁹². La SEC est aussi évoquée dans l'affaire Lehman pour négligence.

De cette façon, la question de la responsabilité des régulateurs est une des questions qui restent ouvertes à la réflexion juridique autour de la régulation.

158. **Lien.** Les régulateurs sont, dans toutes les législations analysées, des entités étatiques et publiques, quoiqu'indépendantes. Leurs agissements sont donc les agissements de l'État. L'énorme influence exercée par le régulateur ajoutée au cumul de différents pouvoirs (ou « prérogatives ») et au cumul des fonctions²⁹³ exigent que le régulateur soit responsable des conséquences de ses agissements. De cette façon, indépendamment de l'idée qu'elles se font de la régulation, toutes les législations ont mis en œuvre des mécanismes de contrôle plus ou moins semblables, que nous exposerons par la suite.

²⁸⁹ Xavier Dieux, « Questions relatives à la responsabilité civile des autorités de contrôle ou de surveillance en matière économique et financière », 29 pp. Téléchargé in http://www.ulb.ac.be/facs/droit/horaires/attach/autorite_sdecontrole.pdf; V. aussi Cass. ass. plén. 23 février 2001, Evelyne Collomp, « Responsabilité de la puissance publique », GP, 28 juillet 2001 n° 209, p. 28 : « En vertu de l'article L. 781-1 du Code de l'organisation judiciaire, l'État est tenu de réparer le dommage causé par le fonctionnement defectueux du service de la justice. Cette responsabilité n'est engagée que par une faute lourde ou un déni de justice. Constitue une faute lourde toute déficience caractérisée par un fait ou une série de faits traduisant l'inaptitude du service public de la justice à remplir la mission dont il est investi ».

²⁹⁰ Cf. Xavier Dieux, *préc.*, pp. 18-19. En France, V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 302.

²⁹¹ V. C.A. Paris, 15 janvier 1993, *Deverloy*, JCP 1993 ed. E II, 414 note Dobkine ; Frison-Roche, *RD. banc. et fin.* 1993, 93 ; *RJDA* 6/93, n° 520 ; *D.* 1993, p. 273, note C. Ducouloux-Favard ; Jean-Marc Desache, *Bull. Joly Bourse*, 1 mai 1994 n° 3, p. 259, note 42.

²⁹² Affaire LuxAlpha. V. Hubert de Vauplane, Mathieu Dubertret, « La responsabilité des intermédiaires en matière de produits structurés : la fin du début ou le début de la fin ? *Recueil Dalloz*, 28 octobre 2010, n° 37, pp. 2447-2449, *spéc.* p. 2449.

²⁹³ « Regulators have always had difficulty keeping up with Wall Street, and the new legislation is putting more responsibility in their hands than ever before. Is there anything regulators can do to ensure that they are up to the task? David Skeel, « The Dodd-Frank Dilemma » in <http://www.law.upenn.edu/blogs/regblog/2011/04/the-dodd-frank-dilemma.html>

B. Singularité du contrôle des régulateurs

159. **Principe du parallélisme.** Le principal mécanisme de contrôle, existant dans tous les pays, est constitué par le principe du parallélisme, c'est-à-dire la menace de mettre fin à l'existence du régulateur par voie législative (cette menace est donc exercée par le pouvoir législatif). Pour mettre en œuvre ce mécanisme, il faut que le pouvoir législatif puisse prendre connaissance des agissements des régulateurs et de leurs motivations et fondements (1). Cela justifie une obligation qui incombe à tous les régulateurs, et qui obéit à la transparence comme un principe de la régulation contemporaine : nous voulons parler de la production des rapports. Mais, cela ne peut pas suffire, il est nécessaire de mettre en œuvre d'autres genres de contrôle. D'autres mécanismes tels que le contrôle de la légalité au Chili (2) ou, en France, l'homologation et la présence d'un représentant du gouvernement seront aussi évoqués (3).

1. Premier mécanisme : le contrôle parlementaire

160. **Application.** En Colombie, les pouvoirs du parlement concernant l'Autorité des marchés financiers sont les suivants : d'abord, conformément à l'article 135 n° 9 de la Constitution colombienne, chaque chambre du parlement a la faculté de proposer la censure des *superintendentes* en vertu des affaires propres à leur poste ou bien parce que ceux-ci ignorent les demandes ou les citations du Congrès²⁹⁴. D'autre part, conformément à l'article 150 de la Constitution colombienne la création et suppression des *superintendencias* est du ressort du pouvoir législatif. C'est lui qui détermine leur organisation et leurs objectifs. Le principe du parallélisme est ainsi applicable dans ce pays.

La Constitution chilienne ne fait pas mention des *Superintendencias* mais une disposition les concerne de façon indirecte. Il s'agit de l'article 62 n° 2, qui dispose que revient au président de la République l'initiative des lois qui créent, suppriment, ou déterminent les fonctions ou pouvoirs des nouveaux services publics, même ceux autonomes tels que les *Superintendencias*. Il n'est donc pas possible d'établir un lien entre les pouvoirs législatifs et les *Superintendencias* chiliennes qui permette d'appliquer le principe du parallélisme, car, sans la volonté du président de la République, le Congrès ne peut pas supprimer un tel organisme. Cela est en concordance avec la loi organique de la SVS, car elle affirme que le poste de *Superintendente* est de confiance exclusive du président de la République (Art. 7 du DL 3538) et qu'il s'agit d'un organisme autonome, avec personnalité juridique et patrimoine.

²⁹⁴ La possibilité donnée au pouvoir législatif de censurer les *superintendentes* a été introduite l'année 2007 en vertu du *Acto legislativo* n° 1 en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2008.

En ce qui concerne le rôle du ministre d'État qui a pour fonction de servir de lien entre le régulateur et le gouvernement (Art. 1 DL 3538), nous considérons qu'il n'est pas possible d'engager sa responsabilité, prévue par l'article 48 n° 2 de la Constitution chilienne, en vertu des agissements du régulateur financier, tout simplement parce qu'il n'est qu'un lien.

De la même façon, l'article 48 n° 1 de la Constitution chilienne qui octroie à la chambre des députés la faculté de surveiller les actes du gouvernement, d'adopter des accords ou de formuler des observations auxquelles doit répondre le gouvernement à travers le ministre en question ne concerne pas non plus les *Superintendencias*. C'est le *Superintendente* lui-même qui répond face au Congrès. Cela explique pourquoi la chambre des députés chilienne s'est permis de citer le *Superintendente* des banques afin que celui-ci fournisse des explications relatives à certaines normativités adoptées²⁹⁵, excluant expressément la responsabilité du ministre qui sert de lien entre l'organisme en question et le gouvernement.

C'est la loi organique du Congrès (Art. 8 de la loi 18.918) qui fournit les bases d'un contrôle des *superintendencias* de la part du Congrès. Selon cette norme, les organismes de l'administration de l'État doivent faire parvenir au Congrès des rapports relatifs à des faits remarquables concernant leurs activités. L'article 9 de la même loi, donnant une base légale aux demandes d'information de la part du Congrès, affirme que les organismes de l'administration de l'État doivent délivrer les rapports et les antécédents spécifiques demandés par les commissions ou des membres du Congrès. Finalement, selon l'article 7 du DL 3538 « Le *Superintendente* possède l'autorité, pouvoirs et devoirs propres à sa qualité de chef supérieur du service, en conséquence lui sont attribués, les pouvoirs, *responsabilités* et les obligations exprimés dans cette loi et ceux octroyés dans les lois relatives aux marchés des valeurs mobilières et d'assurances ». Même si les textes ne contiennent pas de règles relatives aux conséquences juridiques des agissements du régulateur, cette règle a le mérite d'exprimer que le *Superintendente* est responsable de l'accomplissement des tâches assignées par la loi.

Ceci est en concordance avec l'article 31 de la loi 18575 conformément auquel les services publics ont à leur tête un chef supérieur, nommé directeur, qui doit assurer la direction, l'organisation et l'administration du service et veiller à ce que les objectifs du service soient assurés ; il doit répondre de sa gestion.

En France, conformément à l'article 621-19 du CMF, « le président de l'Autorité des marchés financiers est entendu, sur leur demande, par les commissions des finances des deux

²⁹⁵ À propos du sujet des ventes liées. V. http://www.camara.cl/prensa/noticias_detalle.aspx?prmId=40812

assemblées et peut demander à être entendu par elles ». Quelles conséquences peuvent se dégager de cette disposition ? La logique des nouvelles formes de régulation est présente ici. Conformément à celle-ci, le seul fait de devoir informer, de voir ses agissements soumis au scrutin public, et de répondre aux questions éventuellement posées est perçu comme une façon d'inciter le régulateur à suivre une ligne de conduite appropriée. La mission du pouvoir législatif se limite donc à entendre et à questionner. Il ne peut pas révoquer le mandat du régulateur, ni infliger aucune forme de sanction, sauf le principe du parallélisme, qui a été d'ailleurs mis en œuvre en Angleterre lorsque la FSA a été remplacée. Au surplus, il faut considérer qu'en ce qui concerne les pays européens, le principe du parallélisme est aussi limité par le jeu du droit européen, lorsque la législation communautaire exige la mise en place d'un régulateur indépendant²⁹⁶.

Nous développerons ce point dans la deuxième partie, au moment d'analyser la transparence comme instrument de régulation.

161. **La production des rapports.** L'AMF doit adresser un rapport annuel au président de la République et au Parlement²⁹⁷. La FSA est soumise à un contrôle encore plus poussé, elle doit adresser annuellement un rapport au ministère des Finances, qui le transmet au parlement. Un comité formé par les membres non exécutifs du conseil adresse un rapport sur l'exercice des activités de la FSA, mettant l'accent sur le respect des principes d'efficience et d'économie dans sa gestion. Le ministre des Finances peut décider aussi de soumettre la FSA à des audits d'efficience (*value for money*) et de lancer des enquêtes en cas de défaillances sérieuses du système de régulation²⁹⁸.

2. Deuxième mécanisme : le contrôle de la légalité

162. **Non-exclu.** Le Chili nous fournit un exemple intéressant de contrôle de la légalité. Même si, comme nous l'avons exposé *supra*, le régulateur de ce pays ne se caractérise pas précisément par son indépendance, le législateur lui avait permis d'être exonéré en l'excluant du contrôle effectué par la *Contraloria General de la República*, en dehors de l'examen des

²⁹⁶ V. Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », *préc.*

²⁹⁷ Art. L. 621-19 CMF : « Elle établit chaque année un rapport au président de la République et au Parlement, qui est publié au Journal officiel de la République française. Ce rapport présente, en particulier, les évolutions du cadre réglementaire de l'Union européenne applicable aux marchés financiers et dresse le bilan de la coopération avec les autorités de régulation de l'Union européenne et des autres États membres ».

²⁹⁸ Cf. Jean-Jacques Laffont et Marie-Anne Frison-Roche, « Contrôle et évaluation des autorités de régulation », *Rapport d'expertise* pour la Cour des Comptes, décembre 2001.

entrées et des dépenses²⁹⁹. La *Contraloría* est pourtant chargée par la Constitution politique du contrôle de la légalité des actes de l'administration (Art. 98).

Le tribunal constitutionnel a ainsi déclaré la non-conformité des lois qui excluent implicitement le contrôle de la légalité³⁰⁰ (c'est le cas des lois en question, qui font uniquement référence au contrôle des entrées et des dépenses). Il a affirmé que la seule façon dont ces lois peuvent être comprises inclut le contrôle de la légalité outre le contrôle des entrées et des dépenses³⁰¹, déclaration qui semble induire un changement d'interprétation de la part de l'entité chargée du contrôle de l'administration³⁰².

3. Autres mécanismes de contrôle

163. **Plan.** La conception de la régulation économique soutenue en France trouve évidemment son meilleur exemple dans le régulateur des marchés financiers français. Le régulateur français est ainsi, à notre avis, le régulateur dont l'indépendance et l'impartialité sont le mieux assurées par l'encadrement juridique. Ce degré d'indépendance ne va pas sans poser certaines difficultés, dues notamment aux pouvoirs du régulateur et à la possibilité d'engager la responsabilité étatique avec ses agissements. Ces deux facteurs, indépendance et responsabilité, justifient la mise en place de mécanismes de contrôle qui n'existent pas ailleurs : l'homologation (a) et la représentation du gouvernement (b).

a) Homologation

164. **Définition.** L'homologation est un mécanisme de surveillance exercé par le gouvernement sur des règles édictées par une entité ; elle peut concerner une autorité publique mais aussi des entités privées jouissant d'une habilitation législative. Elle se traduit par un contrôle *ex ante*, justifié du point de vue juridique en raison de la compétence constitutionnelle de principe dont bénéficie l'exécutif.

Cette procédure est applicable seulement en France, les autres pays analysés octroyant à leurs régulateurs un pouvoir d'approbation qui n'est pas ensuite soumis à une homologation

²⁹⁹ Il s'agit d'une exonération commune aux *Superintendencias* chiliennes. La *Contraloría* applique le raisonnement exposé in Dictamen n° 49090, n° 10555 de 2000; n° 7828 de 2001; n° 1075 2001; n° 40684 de 1995; n° 23443 1993; n° 31090 de 1990; n° 34683 de 1989; n° 21771 de 1987, n° 15105 de 1985, tous cités in José Manuel Díaz de Valdés, « Anomalías constitucionales de las superintendencia: un diagnóstico », *Estudios Constitucionales*, n° 1, 2010, pp. 249 – 282.

³⁰⁰ Tribunal Constitucional (1990) rol N° 92, motif septième.

³⁰¹ Tribunal Constitucional (2008) rol n° 1032, motif seizième et dix-septième. *V.* aussi la sentence n° 1.051, de 11 juillet 2008, motif Trente-troisième et trente-quatrième.

³⁰² José Manuel Díaz de Valdés, *préc.* n° 3.

quelconque de la part du gouvernement³⁰³. L'AMF doit ainsi recevoir sous la forme d'un arrêté du ministre chargé de l'Économie l'homologation des règles qu'elle édicte dans son règlement général³⁰⁴. Les règles adoptées par la SEC n'ont pas besoin d'être homologuées. La FSA³⁰⁵ n'a pas non plus besoin de voir ses normes homologuées, mais elle doit notifier ses règles au trésor. L'homologation n'existe pas dans les pays latino-américains analysés.

165. Application dans le domaine financier. Les premières applications de l'homologation dans le secteur boursier se trouvent dans la possibilité d'avoir recours à l'autorégulation³⁰⁶. Historiquement, l'homologation était déjà prévue pour les règlements que le CRBF³⁰⁷ (Comité de la réglementation bancaire et financière) pouvait édicter en vertu de l'ancien article 611-2 et 611-3 du CMF. Le même procédé existait à la COB qui disposait d'un pouvoir réglementaire octroyé par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Les règlements de la COB étaient publiés dans le Journal officiel et dans le Bulletin mensuel de la COB et l'homologation était réalisée par le ministre chargé de l'Économie.

L'homologation était ainsi un moyen de légitimer le pouvoir réglementaire dont bénéficiaient des « autorités professionnelles de droit privé »³⁰⁸, telles que le Conseil des marchés financiers. En effet, aujourd'hui, l'homologation est également prévue pour les normes déontologiques élaborées par des professions organisées en Ordre et pour qui la loi a expressément prévu l'élaboration d'un code de déontologie³⁰⁹.

166. Portée juridique. Le fait d'être homologuée rend la règle susceptible de recours devant la juridiction administrative³¹⁰, lui donne sa force obligatoire³¹¹. Dans le domaine des

³⁰³ Par exemple, en Colombie, V. l'article 28 de la Loi 964 et la Loi 964 du 8 juillet 2005.

³⁰⁴ Art. L. 621-6 CMF : « Pour l'exécution de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie ».

³⁰⁵ *If the Authority makes any rules, it must give a copy to the Treasury without delay. (2) If the Authority alters or revokes any rules, it must give written notice to the Treasury without delay. (3) Notice of an alteration must include details of the alteration. Financial services and markets Act, Part X Rules and Guidance, Chapter 1 Rule-making Powers, Procedural provisions.*

³⁰⁶ Ce mécanisme permet aussi d'incorporer les règles déontologiques dans la pyramide des normes juridiques classiques, c'est une consécration de l'autorégulation. Hélène Aubry, « Réflexions sur l'évolution récente de la déontologie en droit des affaires », *Recueil Dalloz*, n° 37, 2009, pp. 2504-2507, *spéc.*, p. 2506.

³⁰⁷ En vertu de l'ancien Art. L. 611-9 CMF les règlements de la CRBF devaient être homologués par le ministre chargé de l'Économie et publiés au Journal officiel de la République française. Jean-Jacques Alexandre Souyris, « Le pouvoir réglementaire des institutions en matière bancaire et financière », *RRJ, Droit prospectif*, n° spécial 2001, Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, pp. 2221-2224, *spéc.* p. 2222.

³⁰⁸ Qualification donnée par la Cour d'appel de Paris, 11 juin 1997, G.P. 1997, som. p. 335, cité in Jean-Jacques Alexandre Souyris, *préc.*, p. 2223.

³⁰⁹ La loi prévoit que les codes de déontologie soient promulgués sous forme d'un décret pris par le Conseil d'État. Anne Penneau, *Règles d'art et normes techniques*, LGDJ, 1989, 295 pp., note de bas de page n° 13.

³¹⁰ Jean-Jacques Alexandre Souyris, *préc.*, *spéc.* p. 2222.

normes techniques homologuées par un décret pris en Conseil d'État, les normes, en vertu de l'homologation, feront partie de la hiérarchie de règles. Dans ce dernier cas, il s'agira d'une règle de nature réglementaire sans intérêt majeur pour les nouvelles formes de régulation, sauf en ce qui concerne son origine professionnelle « de fait »³¹² qui permet de considérer la norme comme faisant partie du phénomène de la corégulation³¹³.

167. **Qualification juridique.** L'homologation, on l'a soutenu, ne serait qu'une « formalité », puisque les actes des AAI sont toujours homologués³¹⁴. Se pose ainsi la question de ses fonctions et de sa portée juridique :

- On ne peut pas affirmer qu'elle constitue une approbation vu que le ministre n'est pas toujours un supérieur hiérarchique des AAI.

- Ce n'est pas non plus « une reprise de la décision de l'autorité indépendante qui serait destinée à lui conférer la valeur réglementaire qui lui fait défaut (comme c'est le cas, par exemple, d'un décret qui reprend, en l'incorporant, un code de déontologie adopté par un ordre professionnel) »³¹⁵.

- On pourrait la considérer comme la manifestation d'un droit de veto, dont dispose le Premier ministre, et qui n'aurait pas été exercé³¹⁶. Cette dernière possibilité nous rappelle une norme mexicaine, l'article 244 n° VIII de la *Ley de mercado de valores* (loi des marchés des valeurs mobilières), lequel réglementant les maisons de bourse les oblige à émettre des normes destinées à réglementer ses activités et celles de ses membres. Même si le régulateur n'a pas la faculté d'approuver ces règles, il possède un droit de veto des règles émises par les organismes autorégulateurs³¹⁷.

- L'homologation n'est qu'un mécanisme de contrôle exercé par le ministre³¹⁸. On retient cette dernière affirmation : le rôle de l'homologation est de montrer que le pouvoir réglementaire de l'AMF est surveillé, contrôlé. Elle est un mécanisme destiné à suppléer au manque d'un pouvoir général de tutelle du pouvoir exécutif sur les AAI³¹⁹. Ainsi, l'absence

³¹¹ Olivier Douvreur, « La *soft law* en matière financière : le point de vue de l'Autorité des marchés financiers », *RD. banc. et fin.* n°1, janvier 2012, dossier 5, *spéc.* n° 2.

³¹² Anne Penneau, *op. cit.*, p. 3, note de bas de page n° 13.

³¹³ *V. Infra*, deuxième partie.

³¹⁴ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 410.

³¹⁵ *Idem.*, p. 415.

³¹⁶ Christophe Fardet, « L'homologation en droit administratif », *thèse*, Univ. Paris II, 1996, *dactyl.*, p. 165, du même auteur « La notion d'homologation », *Droits*, n° 28, 1998, p. 181.

³¹⁷ Art. 231 I de la *Ley de mercado de valores*. *V. Infra*.

³¹⁸ Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD com.* n° 52, 1999, pp. 257-271, *spéc.*, p. 264.

³¹⁹ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 414.

d'homologation serait un obstacle à la reconnaissance de la nature réglementaire des instructions ou des décisions générales des régulateurs français. Il semble ainsi que l'homologation ait le rôle d'associer la responsabilité de l'exécutif aux décisions du régulateur.

168. **Critique du mécanisme.** L'homologation étant considérée comme une manifestation du contrôle de l'exécutif sur les décisions des régulateurs, le problème qui se pose est de déterminer son ampleur, car la loi ne mentionne pas les conditions de sa mise en œuvre : les codes de déontologie professionnels sont homologués par le Conseil d'État, organisme qui, selon un auteur³²⁰, peut étudier non seulement la régularité juridique des règles, mais aussi « toutes autres questions que le Conseil estime devoir prendre en considération ».

Certains textes ne prévoient aucun véritable contrôle : par exemple, la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 sur modernisation de l'économie³²¹ autorise le gouvernement à prendre des mesures ayant pour objet de « (...) prévoir la mise en place (...) à l'initiative des professionnels, de codes de conduite en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne ou d'assurance sur la vie, que le ministre chargé de l'économie peut homologuer (...) ».

L'article L. 611-3-1 CMF établit que « Le ministre chargé de l'économie peut, après avis du comité consultatif de la législation et de la réglementation financières et à la demande d'une ou plusieurs organisations représentatives des professionnels du secteur financier figurant sur une liste arrêtée par le ministre, homologuer par arrêté les codes de conduite qu'elles ont élaborés en matière de commercialisation d'instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1, de produits d'épargne mentionnés au titre II du livre II du présent code (...) »³²².

La loi n'indique pas sous quelles conditions les normes seront homologuées, elle n'indique pas non plus quels seront les professionnels compétents pour intervenir dans le processus d'homologation. Cela n'a pas empêché l'édition de l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 « relative à la mise en place de codes de conduite et de conventions régissant les rapports entre les producteurs et les distributeurs, en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne et d'assurance sur la vie ». Selon l'article 1 de ce texte, le ministre chargé de l'économie « *peut*, après avis du comité consultatif de la

³²⁰ Hélène Aubry, *préc., spéc.*, p. 2506.

³²¹ Art. 152 3°

³²² Ce dernier mécanisme est distinct de l'approbation des codes de conduite prévue dans l'article 314-2 du Règlement général de l'AMF. V. Michel Storck, « Codes de bonne conduite. Organisation professionnelle », *RD. banc. et fin.* juillet-août 2009, comm. 140, pp. 61-63.

législation et de la réglementation financières et *à la demande* d'une ou plusieurs organisations représentatives des professionnels du secteur financier figurant sur une liste arrêtée par le ministre, homologuer par arrêté les codes de conduite qu'elles ont élaborés »³²³.

Il est temps à présent d'analyser le deuxième mécanisme que la France a mis en place pour exercer un contrôle sur le régulateur.

b) Représentation du gouvernement

169. **Fondement.** Le régulateur français est le plus indépendant de l'exécutif à tout point de vue mais surtout en ce qui concerne le mode de nomination de ses membres. En effet, si on prend en compte l'importance des interventions gouvernementales dans la nomination des membres du régulateur aux États-Unis, dans les pays latino-américains et en Angleterre, on peut admettre que la présence d'un représentant du gouvernement y est superflue.

170. **Évolution.** En France, jusqu'à la loi de régulation bancaire et financière, le gouvernement était représenté par un commissaire du gouvernement siégeant auprès de toutes les formations de l'AMF, sans voix délibérative, et nommé par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi. En vertu des changements introduits par la loi de régulation bancaire et financière, c'est dorénavant le directeur général du Trésor ou son représentant qui siège dans toutes les formations de l'AMF.

171. **Critique.** Si l'évolution de l'encadrement juridique de la représentation du gouvernement illustre bel et bien certaines tensions dans la régulation des marchés financiers, elle démontre également que le schéma régulateur ne va pas toujours dans le sens préconisé par une logique de la régulation plutôt orientée vers l'indépendance des régulateurs.

En effet, la présence au sein du Conseil des marchés financiers (CMF) d'un commissaire du gouvernement fut longtemps prévue par la loi pour être ensuite effacée de la composition de la COB³²⁴. Cependant, la loi MAF a réinstauré auprès de la COB la représentation du gouvernement désigné, intitulé cette fois « représentant du ministère de l'Économie et des Finances ». Comme nous l'avons dit, la représentation gouvernementale est maintenue au sein

³²³ Italiques ajoutées.

³²⁴ En vertu de la loi du 2 août 1989.

de l'AMF : elle était autrefois assurée par un commissaire du gouvernement, et l'est aujourd'hui par le directeur général du Trésor ou son représentant³²⁵.

Avant la création de l'AMF on a pu voir dans cette représentation une manifestation de la tutelle du gouvernement sur l'autorité³²⁶ ; un auteur³²⁷ s'étonnait du « renforcement du pouvoir exécutif au sein d'un organe ayant le statut d'autorité administrative indépendante ». Le Professeur Nicole Decoopman affirmait que le représentant du gouvernement, ayant le droit de soumettre des propositions à l'autorité, jouissait d'un véritable pouvoir d'orientation³²⁸ qui « fragilisait l'indépendance affichée de la Commission »³²⁹. Les critiques étaient quand même nuancées, car dans le cas du CMF on était en présence d'une autorité privée d'ordre professionnel jouissant des prérogatives d'une puissance publique, ce qui justifiait un contrôle de la part de l'État ; et dans le cas de la COB, l'intervention du représentant du ministre concernait seulement le pouvoir réglementaire de l'autorité³³⁰.

172. **Situation actuelle.** La doctrine n'a pas été entendue à ce sujet et dans la configuration de l'AMF le législateur a non seulement prévu la représentation du gouvernement mais il a aussi élargi ses pouvoirs : il peut assister aux séances portant sur des décisions individuelles et sur des décisions de sanctions, mais dans ce dernier cas il n'a pas le droit d'assister au délibéré. Il peut aussi demander une seconde délibération, sauf pour ce qui concerne les sanctions. La loi de régulation bancaire et financière n'altère pas ces facultés.

Compte tenu du fait que l'AMF est une entité publique, et non un organisme autorégulateur, les critiques formulées à l'égard de cette représentation semblent encore pertinentes.

En approfondissant la problématique de la composition du régulateur, on se demande aujourd'hui si la présence de professionnels au sein des régulateurs est judicieuse

³²⁵ L'AMF et la CRE sont les seules autorités qui comptent avec un représentant du gouvernement, le pouvoir législatif avait introduit la figure au sein de l'Arcep, ce qui fut finalement écarté. V. Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », *préc.*

³²⁶ Le « CMF, comme le CBV et le Conseil des marchés à terme, continue d'être placé sous la tutelle du gouvernement ». Hubert de Vuplane, Jean-Pierre Bornet, « Marchés financiers : le défi de la transposition de la DSI », *Bull. Joly Bourse*, juillet-août, 1996, p. 370 cité in Pierre Aidan, *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources*, *préc.* p. 62.

³²⁷ Pierre Aidan, *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources*, *préc.*, *spéc.*, p. 62.

³²⁸ Nicole Decoopman, « La COB », in Thierry Bonneau (dir.), *La modernisation des activités financières*, éd. GLN Joly, 1996, 314 pp., n° 236.

³²⁹ Yves Reinhard, « Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », *RTD com.* 1996, p. 691, cité in Sylvie Thomasset-Pierre, « L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente », *préc.*, *spéc.* p. 433.

³³⁰ L'intervention du commissaire du gouvernement ne concernait pas les décisions individuelles, donc, ni les sanctions, ni les visas, ni les décisions d'enquête étaient comprises.

§2. *Les difficultés posées par la professionnalisation*

173. **Panorama.** Depuis leur apparition, les régulateurs ont vu des auteurs contester leur indépendance face au pouvoir politique³³¹. L'indépendance est pourtant mise en cause aujourd'hui, principalement par la présence de professionnels au sein des régulateurs (A) ; des alternatives à la composition et aux règles de fonctionnement des régulateurs ont donc été proposées (B).

A. Professionnalisation en cause

174. **Conflit d'intérêts.** Il y a un conflit d'intérêts chaque fois que celui qui prend une décision a un intérêt personnel dans celle-ci. La légitimité des autorités démocratiquement élues trouve son fondement parmi plusieurs considérations, notamment dans la confiance que le fonctionnaire va inspirer en privilégiant l'intérêt public plutôt que l'intérêt personnel. Le cas des autorités de la régulation est différent, car celles-ci ont été créées pour remédier à la méfiance de la part des pouvoirs privés économiques, face aux décisions que les pouvoirs publics peuvent prendre. Les pouvoirs économiques sont confiants dans le fait que les régulateurs vont prendre des décisions en privilégiant l'intérêt des marchés plutôt que l'intérêt public. Les données concernant les conflits d'intérêts dans le domaine public et dans le domaine de la régulation sont donc fondamentalement distinctes.

1. Point sur la controverse autour de la professionnalisation

175. **Entre capture et dépassement.** C'est plutôt la doctrine française qui a relevé que l'existence d'un régulateur étatique spécialisé (spécialisation qui provient généralement de la présence des professionnels) peut se traduire par un avantage pour l'industrie, dans notre cas, pour l'industrie financière. Aux États-Unis, par contre, la professionnalisation est envisagée comme une manière de prévenir les conflits d'intérêts aussi à l'égard des pouvoirs privés économiques³³².

176. **Conception française.** La conception française nous semble beaucoup plus pragmatique ; nous allons donc la développer. Les acteurs opérant sur un marché donné peuvent plus facilement capturer ce dernier « en lui faisant admettre leurs impératifs, leurs contraintes sous la forme de règles d'organisation du marché qui leur soient favorables »³³³.

³³¹ L'affirmation correspond à Jean-Louis Autin, qui soutient l'existence d'un consensus assez large à ce sujet. Jean-Louis Autin, *préc. spéc.*, p. 1217.

³³² Neal Devins, David E. Lewis, « Not so Independent Agencies, Party Polarization and the Limits of Institutional Design », *Boston University Law Review*, 2008, vol. 88, pp. 459-498, *spéc.* p. 494.

³³³ Bertrand du Marais, « Crise de la régulation ou capture du régulateur ? » in A. Mérieux, *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 2009, Association d'économie financière, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance

Même en restant sous la logique économique, le conflit d'intérêts est répréhensible « non pas pour des considérations morales, mais parce que les agents dans une telle situation, masquent les informations que leurs fonctions leur ont permis d'obtenir, par les pouvoirs conférés pour cela, pour les utiliser à leur profit plutôt qu'au profit de ceux pour la protection desquels ils avaient reçu de tels pouvoirs »³³⁴.

Les décisions que les régulateurs prennent, tant de faire que de ne pas faire, ont des conséquences sur le secteur régulé en général, sur le sort des opérateurs des marchés financiers en particulier, et aussi sur l'économie en général, en raison du décloisonnement des activités économiques. Quelle conclusion tirer de cette influence et de la présence des professionnels ?

- les membres professionnels peuvent avoir tendance à favoriser leurs camarades ;
- les membres professionnels peuvent se trouver en situation de concurrence auprès des personnes affectées par les décisions, dans un sens large, prises par l'autorité ;
- les membres professionnels lorsqu'ils prennent des décisions assurant l'intérêt du secteur peuvent nuire aux intérêts d'autres secteurs économiques ou à l'intérêt collectif.
- la préoccupation pour leur avenir professionnel peut orienter les prises de décisions³³⁵

Il ne s'agit pas d'une simple spéculation. L'annulation des décisions prononcées par la CDS française démontre la réalité de ces objections, malgré les règles déontologiques auxquelles sont soumis les régulateurs.

2. Décisions juridictionnelles autour de la professionnalisation

177. **Exemples.** Les tribunaux ont pu se prononcer, en quelque sorte, sur la présence des professionnels au sein des régulateurs à l'occasion de l'analyse de l'indépendance de ceux-ci

de la régulation financière », *spéc.* n° 31. L'auteur évoque aussi les mots de l'ancien président de l'AMF, « les régulateurs ont leur part de responsabilité. Ils ne sont pas les seuls. L'industrie a joué un rôle déterminant. Au cours de la période, avec une violence et une constance sans faille, les grands représentants de ce que l'on appelle l'industrie – c'est-à-dire les institutions financières privées – se sont opposés à ce que les régulateurs puissent intervenir sur le terrain de cette externalisation du risque et de l'innovation qui était le levier principal des dérèglements connus. Malheureusement, les régulateurs n'ont pas été capables de résister à cette pression. Dans certains cas, ils l'ont même relayée, convaincus de la validité de ce nouveau paradigme et de la capacité de ces grands industriels à gérer eux-mêmes les problématiques du nouveau système » (M. Prada, *in* Conférence du Conseil d'État – « Crise financière : diagnostic et défaillances du système de régulation », 30 mars 2009, p. 6).

³³⁴ Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* n° 37.

³³⁵ Il faut prendre en compte que « Une commission de déontologie est chargée d'apprécier la compatibilité de toute activité lucrative avec les fonctions effectivement exercées au cours des trois années précédant le début de cette activité par tout agent cessant ses fonctions », Loi n° 93-122, 29-01-1993, Art. 87 Loi n° 2007-148, 02-02-2007, de modernisation de la fonction publique, NOR : FPPX0600067L, version JO. Ces dispositions sont applicables aux agents contractuels de droit public ou de droit privé d'une autorité administrative indépendante.

en tant que juges. Le sujet est vaste et nous y reviendrons³³⁶. Pour le moment, notons que les juridictions ont affirmé l'existence de violations du principe de l'impartialité dans des situations telles que l'existence d'une relation de concurrence entre la personne poursuivie et un groupe de sociétés auquel le rapporteur appartient, l'existence d'un différend financier persistant entre la personne poursuivie et le groupe d'appartenance d'un membre de la CDS, l'existence d'une relation d'associés entre la personne poursuivie et un membre de la CDS³³⁷.

Il est intéressant de soulever que lorsque l'impartialité de l'autorité est en jeu, c'est en raison de la présence des membres professionnels³³⁸. En effet, leur statut de professionnel les place dans une situation de conflit d'intérêts.

B. Remèdes proposés

178. **Plan.** Certaines objections formulées pourraient être écartées par des aménagements législatifs, notamment pour empêcher que les membres professionnels prennent des décisions orientées à leur avantage ou qui nuisent à leurs concurrents (1). On pourrait se demander si l'éviction des membres professionnels est aussi une alternative (2).

1. Encadrement des conflits d'intérêts et imposition des sanctions

179. **Conflits d'intérêts.** Tous les membres de l'autorité doivent être soumis à l'obligation de réaliser une déclaration d'intérêts lors de leur entrée en fonction et chaque fois que ceux-ci sont modifiés. Ils doivent aussi s'abstenir d'intervenir dans des affaires où ils sont en position de conflit d'intérêts. Cette obligation existe déjà en France³³⁹.

Au Chili, en avril 2011, fut présenté un projet de loi relatif à la « *Probidad en la Función Pública* »³⁴⁰ (probité dans la fonction publique, il n'est pas encore approuvé), lequel concerne, parmi d'autres fonctionnaires, les *Superintendentes*. Les mesures prises sont d'ordre classique : déclarations du patrimoine et d'intérêts, devoir de vente ou d'administration fiduciaire de certains biens incompatibles avec la fonction et amélioration de

³³⁶ V. *Infra*. Titre 2 de cette partie.

³³⁷ CE 26 octobre 2006, *Parent c/AMF*, req. n° 276069, *RTD com.* 2007, 406, note N. Rontchvesky ; *D.* 2006, AJ 2792 ; *D.* 2007, Pan. 2418, *spéc.* 2425, obs. B. Le Bars et S. Thomaset-Pierre ; *AJDA* 2007, p. 80, note M. Collet ; *RTDF* 2007/1, p. 117, obs. N. Rontchvesky ; *RD. ban. et fin.* mars-avril 2007, n° 86, p. 42, note D. Bompoin ; *Banque et Droit* janvier-février 2007, n° 11, p. 32, obs. H. de Vauplane, *et alii* ; *LPA* 28 novembre 2006, n°237, p. 18, note J.-M. Glatt ; *LPA* 20 décembre 2006, p. 4 ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 80 §6, concl. M. Guyomer ; *Dr. Sociétés* 2007, Comm. 55, note Th. Bonneau, *JCP E* 2007, 1218, p.15, obs. B. Dondero ; G. Dolidon, *RLDA*, janvier 2007, n° 12, p. 31.

³³⁸ Jérôme Lasserre Capdeville, « L'indépendance des autorités de régulation financière à l'égard des opérateurs régulés », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque, *préc.*

³³⁹ Art. L. 621-4, I, CMF et arts. 111-1 à 111-9 du Règlement général de l'AMF.

³⁴⁰ <http://www.probidadytransparencia.gov.cl/assets/files/documentos/iniciativa.pdf>

l'accessibilité à l'information. Malgré ces règles, des critiques subsistent³⁴¹, plus particulièrement en ce qui concerne le manque de surveillance des situations de conflit d'intérêts, et les défaillances des instruments prévus. Par exemple, le fait que les déclarations d'intérêts sont très imprécises et incomplètes³⁴², et que leur contenu ne soit pas vérifié, tout comme le fait que les interdictions d'emploi sont partielles et imparfaites et le manque d'une compensation à ces interdictions.

Parmi les mesures en vigueur dans la législation chilienne, on peut remarquer l'article 56 inc. 3° de la loi 19.653 qui contient des interdictions d'emploi, les ex-fonctionnaires des organismes de surveillance ne pouvant pas occuper des postes dans les entités privées qui étaient soumises à sa surveillance, mais cette interdiction n'a qu'une durée de 6 mois. Est également limitée la norme selon laquelle les biens du conjoint sont inclus dans les déclarations du patrimoine et d'intérêts puisqu'elle ne s'applique que lorsque le régime matrimonial est celui de communauté universelle.

180. **Définition d'« intérêt » à déclarer.** En France, on entend qu'il y a un intérêt dans la détention des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation et des quotas d'émission de gaz à effet de serre tels que définis à l'article L. 229-15 du Code de l'environnement et autres unités visées au chapitre IX du titre II du livre II dudit code, admis aux négociations sur un marché réglementé³⁴³. Dans ce cas, le membre de l'autorité, professionnel ou non, doit confier la gestion de ces instruments par mandat à un prestataire de services d'investissement³⁴⁴. S'il s'agit de parts ou d'actions de OPCVM de même que de titres de créance émis ou garantis par l'État, ils peuvent conserver la gestion directe³⁴⁵.

La déclaration d'intérêts ne se limite pas à la détention d'actifs. Le membre doit aussi déclarer : les fonctions dans une activité économique ou financière qu'il a exercées au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il exerce ou vient à exercer ; tout mandat au sein d'une personne morale qu'il a détenu au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir. Aussi, lorsqu'un membre de l'AMF vient à exercer une nouvelle

³⁴¹ José Roa, « Probidad pública », in <http://elpost.cl/content/probidad-p%C3%BAblica>

³⁴² Dans le cas de participations dans des sociétés, les déclarations n'indiquent pas avec clarté les intérêts concernés. Elles sont incomplètes car on n'inclut pas toutes les causes du devoir d'abstention, comme, par exemple, les personnes auxquelles le fonctionnaire a préalablement fourni des services rémunérés. V. José Roa, « Probidad pública », *préc.*

³⁴³ Art. 111-1 du Règlement général de l'AMF.

³⁴⁴ L'acquisition et la cession des instruments financiers sont soumises au régime général concernant l'information privilégiée.

³⁴⁵ Art. 111-6 du Règlement général de l'AMF.

fonction dans une activité économique ou financière ou obtient un nouveau mandat au sein d'une personne morale, il doit informer sans délai le président (Art. 111-2 Règlement général de l'AMF).

181. **Encore des sanctions.** Devant à l'impossibilité d'empêcher toute relation entre les membres de l'autorité et les agents du marché, les auteurs proposent l'établissement de sanctions, idéalement graduées, en cas de refus de réaliser une déclaration d'intérêts ou de s'abstenir dans le cadre d'un conflit d'intérêts³⁴⁶ : parmi ces sanctions, on pourrait prévoir l'annulation de la décision concernée, l'exclusion du membre fautif, etc. La création de mesures coercitives semble notamment nécessaire compte tenu du fait que les normes disciplinaires, non sanctionnées de façon coercitive, n'ont pas été suffisantes pour prévenir les conflits d'intérêts entre les membres de la CDS et l'imputé, ainsi que le démontrent les annulations des décisions pour cette cause.

2. *Évincement des membres professionnels*

182. **Le questionnement.** En France, où la provenance des membres du régulateur assure une certaine diversité, la présence de membres professionnels est aussi contestable dans sa proportion. En poussant un peu le raisonnement, on se demande si les professionnels sont vraiment indispensables au sein des régulateurs, notamment accusés d'être incapables de prévenir des crises.

183. **Argument.** Pour justifier l'exclusion des membres professionnels, on a invoqué la compétence technique dont jouissent aujourd'hui les juristes (à la différence de ce qui se passait lorsque le droit financier n'était pas encore développé), laquelle est suffisante pour assurer la compétence technique de l'autorité.

184. **Critique.** Certaines critiques avancées pour remplacer les professionnels par des juristes sont également applicables à ces derniers. En effet, il est très possible aujourd'hui qu'un juriste occupe un poste dans la direction d'une entreprise, précisément parce que les juristes deviennent plus compétents en matière financière. La spécialisation croissante des métiers juridiques ne ferait qu'accentuer cette intégration.

185. **Conclusion.** Nous avons exposé l'indépendance et la professionnalisation des régulateurs des marchés financiers comme les principales ambitions de ceux-ci. Ces deux

³⁴⁶ Charles Arsouze, « Application du principe d'impartialité au rapporteur de la Commission des sanctions de l'AMF », *RTDF*, n°3, 2007, pp. 78-87, *spéc.*, n° 27 ; Jean-Pierre Remy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD. com.* janvier-mars 2010, pp. 29-59, *spéc.*, p. 54 et ss.

caractéristiques cherchent à pallier les critiques de bureaucratie, manque de compétence technique et dépendance des politiques partisans qu'on formulait à l'égard de l'administration étatique classique. Cependant, les crises qui ont affecté les marchés financiers ont pu démontrer que l'ambition de compétence technique n'est pas réussie et plus encore, elles ont mis en évidence que la capture du régulateur professionnel par le milieu privé est une défaillance à laquelle les nouvelles formes de régulation n'ont pas su remédier. La quête d'un équilibre entre professionnalisation, connaissance du milieu régulé et de ses problématiques, garantie d'une carrière professionnelle, se dresse comme un des principaux défis pour ceux qui cherchent à concevoir de meilleurs moyens de régulation économique.

L'autre caractéristique commune aux autorités est le fait de posséder des pouvoirs plus ou moins étendus. En ce qui concerne les tendances, on peut remarquer que la composition de ceux-ci manifeste une tendance à s'élargir, notamment comme conséquence de la fusion des régulateurs existants. Pour mettre en œuvre leurs missions, les autorités jouissent de différents pouvoirs que nous allons à présent analyser.

Titre 2 : Les pouvoirs des régulateurs

186. **Panorama.** L’octroi aux autorités régulatrices d’une véritable palette de pouvoirs, plus ou moins étendue, mais toujours assez ample, existe dans tous les pays analysés. Cet état de fait n’emporte pas l’unanimité ; le cumul de pouvoirs étant en effet une des situations qui dérange le plus les juristes, mais ce n’est pas la seule. C’est pourquoi on peut aussi trouver beaucoup de travaux essayant de coordonner chacun des pouvoirs octroyés et leur ensemble avec les principes généraux du système juridique, qu’il soit anglo-saxon ou continental.

187. **Les pouvoirs généralement octroyés.** Les pouvoirs généralement octroyés aux régulateurs sont : le pouvoir réglementaire, le pouvoir de prononcer des sanctions, le pouvoir de régler des différends et certains pouvoirs complémentaires. Nous verrons que même si tous les régulateurs partagent la propriété de cumuler différents pouvoirs, ils n’exercent pas tous ces pouvoirs de la même façon.

188. **Fondement.** Ce cumul de pouvoirs trouverait son fondement dans la mission des régulateurs, qui ne pourraient se passer de certains pouvoirs pour mener à bien leurs missions³⁴⁷. La régulation ferait ainsi « partie de ces activités d’intermédiaires qui pourraient indifféremment être rangées soit parmi les activités juridictionnelles, soit parmi les activités administratives »³⁴⁸.

Dans les développements suivants, nous commencerons par exposer les pouvoirs dont bénéficient les régulateurs et qui constituent la source de la plupart des controverses autour de leurs régimes juridiques (Chapitre 1), pour énumérer ensuite les efforts déployés afin d’accroître la légitimité de la figure des régulateurs à l’égard de leur pouvoir le plus controversé, le pouvoir de sanction (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Le reproche : le cumul des pouvoirs

189. **Plan.** Les pouvoirs des régulateurs les plus controversés sont au nombre de deux : ce sont d’une part les facultés qui peuvent être considérées comme juridictionnelles et d’autre part le pouvoir réglementaire (Section 1). La mise en œuvre de ces deux pouvoirs, en particulier, mérite une analyse séparée (Section 2) Il existe aussi d’autres pouvoirs qui ont une grande importance pour les régulateurs et qui ne sont pas compris dans les deux catégories

³⁴⁷ « Services publics en réseau : perspectives de concurrence et nouvelles régulations. Rapport du groupe présidé par Jean Bergougnoux », *préc., spéc.* p. 238 et ss.

³⁴⁸ Raymond Odent, (*dir.*), *Les droits de la défense*, EDCE, 1953, p. 55, cité in Alexia Jenecourt, « L’adaptation du système administratif aux enjeux de la régulation », *Banque & Droit*, n° 110, 2006, pp. 10-21, *spéc.*, p. 11.

sus-citées (Section 3).

Section 1 : Le cumul en cause

190. **Des juridictions.** Le droit de la régulation a transformé *de facto* les régulateurs en une sorte de juridiction, d'abord par sa fonction répressive, mais aussi en vertu de sa fonction de règlement de différends, et d'autres pouvoirs connexes. En effet, conformément à l'enseignement qu'on peut tirer de l'arrêt *de Bayo*, un organe collégial doté d'un pouvoir de sanction revêt un caractère juridictionnel³⁴⁹. Nous parlons plus haut d'une transformation « *de facto* » afin de ne pas contredire la doctrine française laquelle, selon un auteur³⁵⁰ n'aurait jamais affirmé que la CDS fut une juridiction à part entière, cela alors même qu'elle prononce des sanctions (de nature administrative) au nom d'une autorité (l'AMF) qui est une autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale.

191. **Corps législatifs.** Le pouvoir législatif est défini comme la prérogative juridique (ou la fonction) d'élaborer les lois³⁵¹. La notion évoque aussi le « législateur », mot qui renvoie à l'organe du pouvoir législatif, qui fait la loi, ou à la personne qui propose et fait adopter un corps de règles par ce même organe du pouvoir législatif³⁵². On peut aussi se référer aux corps législatifs, c'est-à-dire, au collège qui a la qualité d'organe total ou partiel de la fonction législative³⁵³. Tous ces sens pourraient être applicables aux régulateurs, si ce n'était qu'on associe couramment le législateur au Congrès. Cette association de mots ne posant pas des difficultés, le seul pouvoir d'élaborer des normes ne devrait pas susciter d'objections *per se*. Mais les choses se compliquent si on considère que les régulateurs sont (ou deviennent) des entités fortement composées de représentants du milieu privé.

192. **Plan.** Dans un premier temps, nous évoquerons les pouvoirs qui peuvent être analysés comme juridictionnels (§2) pour exposer ensuite la faculté d'élaborer des normes (§2).

§1. Les pouvoirs juridictionnels

193. **Fondement.** Pour justifier l'octroi d'un pouvoir de sanction aux régulateurs en

³⁴⁹ CE, ass., 12 décembre 1953, *AJDA* 1954. 138, note A de Soto ; René Chapus, « Qu'est-ce qu'une juridiction ? in Mélanges Eisenmann, Cujas, 1975, p. 265-297 ; Olivier Gohin, « Qu'est-ce qu'une juridiction pour le juge français ? », *Revue Droits*, 1989, n° 9, p. 93-105, P. Klausen, « Réflexions sur la définition de la notion de juridiction dans la jurisprudence du Conseil d'État, *LPA*, 30 juillet 1993, cités in Emmanuel Piwnica, « La dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives indépendantes », in *Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?*, *RFDA*, n°5, septembre-octobre 2010, pp. 915-919.

³⁵⁰ Hervé Le Nabasque, « La règle "non bis in idem" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) ». *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, repère 6.

³⁵¹ Gérard Cornu, *préc.*, p. 700.

³⁵² Gérard Cornu, *préc.*, p. 539.

³⁵³ *Idem*.

général, on a dit que « la répression disciplinaire s’articule naturellement avec la régulation puisque le bon fonctionnement de ces ensembles complexes suppose le respect non seulement d’une déontologie personnelle, mais aussi d’une déontologie institutionnelle qui concilie les intérêts des professions concernées, qui se trouvent représentées au sein des instances de régulation, et ceux de leurs clients »³⁵⁴.

194. **Mécanismes.** Lorsque les régulateurs se comportent comme des tribunaux ils le font à deux titres : soit par l’exercice d’un pouvoir de sanction, soit parce qu’ils ont été dotés de facultés leur permettant de prendre des décisions à l’égard de tiers. Dans les domaines des marchés financiers on peut constater que, tandis que le pouvoir de sanction est généralisé (B) au moins au niveau des autorités nationales³⁵⁵, le pouvoir de prendre des décisions concernant des tiers est presque inexistant, cette faculté étant déléguée à d’autres entités (A).

A. Inexistence du pouvoir de prendre des décisions à l’égard des tiers

195. **Plan.** Couramment, les législations confèrent aux régulateurs, au sens large, des pouvoirs complémentaires au pouvoir de sanction : le pouvoir de règlement des différends et le pouvoir de médiation (1). Cependant, la plupart des régulateurs des marchés financiers, à la différence des régulateurs d’autres secteurs régulés, ne possèdent pas ce genre de facultés ; la résolution des conflits étant à la charge des tribunaux ordinaires, ou bien à la charge d’autres entités (soit d’autres régulateurs, soit des entités privées [2]).

1. Règlement des différends et médiation

196. **Définitions.** Le règlement de différends consiste en la résolution d’un litige ou d’un conflit³⁵⁶. En vertu de ce pouvoir, certaines autorités statuent sur des litiges, par des décisions obligatoires et après instruction contradictoire. Dans la plupart des cas, la compétence s’impose à la défenderesse dès qu’une des parties saisit l’autorité. La médiation³⁵⁷ est, pour sa part³⁵⁸, un « mode de solutions des conflits consistant, pour la personne choisie par les antagonistes (en raison le plus souvent de son autorité personnelle), à proposer à ceux-ci un projet de solution, sans se borner à s’efforcer de les rapprocher, à la différence de la

³⁵⁴ Joëlle Pralus-Dupuy, « Réflexions sur le pouvoir de sanction disciplinaire reconnu à certaines autorités administratives indépendantes », *RFDA*, may-juin 2003, pp. 554-567, *spéc.* p. 556.

³⁵⁵ Rappelons que nous nous restreindrons dans cette partie à l’analyse des autorités nationales de régulation, mais on peut remarquer que les autorités internationales ou supraétatiques, telles que l’autorité européenne des marchés financiers, ne possèdent pas un pouvoir de sanction.

³⁵⁶ Gérard Cornu, *préc.*, p. 791.

³⁵⁷ Cf., Martine Bourry d’Antin, *et alli*, *Art et techniques de la médiation*, Litec, Paris, 2004, 549 pp. ; Michel Armand-Prévost, « La médiation, Trop connue, mal connue, méconnue », *GP.*, 10 janvier 2006, n° 10, pp. 2 et ss. (première partie), et 12 janvier 2006 n° 12, pp. 11 et ss., (Deuxième partie).

³⁵⁸ Gérard Cornu, *préc.*, p. 583.

conciliation, mais sans être investi du pouvoir de le leur imposer comme décision juridictionnelle, à la différence de l'arbitrage et de la juridiction étatique (...) ». À la différence de la faculté de règlement de différends, dans la médiation il n'y a pas une décision qui s'impose aux parties. Cette faculté vise uniquement à faciliter la réconciliation des parties en cause, le médiateur étant un tiers qui formule des propositions de solution. Une autre définition affirme ainsi que la médiation « désigne une procédure, qu'elle porte le nom de médiation, de conciliation ou un nom équivalent, dans laquelle les parties demandent à une tierce personne (le médiateur) de les aider dans leurs efforts pour parvenir à un règlement amiable d'un litige découlant d'un rapport juridique, contractuel ou autre, ou lié à un tel rapport. Le médiateur n'a pas le pouvoir d'imposer aux parties une solution au litige »³⁵⁹.

197. **Avantages.** Le pouvoir de règlement de différends et le pouvoir de médiation³⁶⁰ présentent des avantages considérables tant pour les opérateurs que pour l'autorité. Ces avantages sont la plupart du temps la contrepartie des défaillances des juridictions ordinaires : le gain de temps et l'expertise sont les principaux avantages que les opérateurs peuvent en tirer, alors que l'autorité peut réaffirmer sa manière d'interpréter les règles du marché. En France, on réclame ces pouvoirs³⁶¹ ; on considère en effet que le pouvoir de règlement des différends « civiliserait » l'action du régulateur étant une alternative au pouvoir de sanction.

Dans ce cadre, le pouvoir de médiation éveille particulièrement l'intérêt, notamment si on considère qu'il est assez convoité alors même qu'il ne donne à l'autorité que la faculté d'exprimer des avis ne se traduisant pas forcément par des décisions. La valorisation du pouvoir de médiation traduit la logique de la régulation : par exemple, un des avantages attribués à la médiation est le fait de ne pas faire de publicité³⁶², c'est-à-dire de ne pas permettre de jouer de la transparence comme mécanismes d'incitation ou dissuasion³⁶³. Ceci démontre à quel point la transparence de l'information est importante pour les opérateurs. Le pouvoir de médiation est aussi rattaché à la mission pédagogique de l'autorité, et permet de la mener à bien : « le rôle pédagogique s'accompagne d'un service de médiation en cas de litige »³⁶⁴. En outre, le pouvoir de médiation peut constituer une alternative à l'absence de

³⁵⁹ Art. 1 du règlement du Centre belge d'arbitrage et de médiation, CEPANI, cité in Michel Armand-Prévoist, *préc.*, première partie.

³⁶⁰ Pour la France V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 301.

³⁶¹ *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

³⁶² *Idem.*

³⁶³ V. *Infra*, en matière de *soft law*, nos développements sur le couple information - transparence comme instrument de régulation.

³⁶⁴ AMF, réponse aux questionnaires, *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

pouvoir de règlement des différends. Ainsi, l'Autorité des marchés financiers, qui comme on l'a dit ne dispose pas d'un pouvoir de règlement des différends, utilise le pouvoir de médiation entre les opérateurs et les consommateurs de produits d'épargne.

198. **Domaine d'application.** Ni le pouvoir de règlement des différends, ni le pouvoir de médiation ne sont d'application générale en matière de marchés financiers. Le premier est conféré en France aux régulateurs ayant à leur charge les industries de réseaux : l'ARCEP³⁶⁵, la CRE³⁶⁶, et la CSA³⁶⁷ bénéficient ainsi de ce pouvoir. Il faut remarquer que, conformément à l'article 516-16 du Règlement général de l'AMF, le régulateur bénéficie d'un pouvoir de règlement de différends limité aux opérateurs, les investisseurs n'étant pas concernés³⁶⁸. En ce qui concerne le pouvoir de médiation, celui-ci est conféré en France principalement aux autorités chargées de la protection des droits et des libertés³⁶⁹. L'AMF est donc une exception à cette règle.

199. **Médiation en France.** L'AMF possède un pouvoir de médiation, dont le fondement légal se trouve établi à l'article 621-19 CMF : « L'Autorité est habilitée à recevoir de tout intéressé les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence et à leur donner la suite qu'elles appellent. Elle propose, lorsque les conditions sont réunies, la résolution amiable des différends portés à sa connaissance par voie de conciliation ou de médiation ». On peut remarquer que l'exercice de ce pouvoir ne constitue pour l'AMF qu'une simple faculté, ainsi « la décision par laquelle celle-ci refuse de donner suite à une demande de conciliation ou de médiation n'est pas susceptible de recours pour excès de pouvoir »³⁷⁰. Il faut en tout cas remarquer que lorsque cette décision fut prononcée, une des parties avait refusé la médiation, on peut donc se demander si l'AMF pourrait refuser l'exercice de sa faculté au cas où les deux parties seraient d'accord avec la médiation. Le Professeur Thierry Bonneau affirme : « (...) si le refus de l'AMF repose uniquement sur une position prise par celle-ci, et non sur le refus des parties, il nous semble alors que la décision de refus devient une décision faisant grief au sens du contentieux de l'excès de pouvoir. Ce qui nous conduit à souligner que si la

³⁶⁵ Art. L. 5-4 et suivants du Code des postes et des communications électroniques.

³⁶⁶ Article 38 de la loi n° 2000-108 du 10 février 2000 relative à la modernisation et au développement du service public de l'électricité.

³⁶⁷ Art. 30-5 de la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986, issu de la loi du 1er août 2000 sur le contrôle des rapprochements d'entreprises de communication audiovisuelles.

³⁶⁸ « À la demande d'une entreprise de marché, l'AMF peut instituer une procédure d'arbitrage destinée à apporter une solution aux litiges survenant entre l'entreprise de marché et les membres du marché que celle-ci gère, entre les membres du marché eux-mêmes, ou entre les membres et leurs donneurs d'ordre ». http://www.amf-france.org/documents/general/7776_1.pdf

³⁶⁹ Médiateur de la République ou de la HALDE.

³⁷⁰ Thierry Bonneau, « Médiateur », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2007, Comm. 35

procédure de médiation ou de conciliation est une faculté pour l'AMF, cette dernière n'est sans doute pas discrétionnaire. Mais peut-être cette hypothèse est-elle théorique (...) ». On pourrait penser au cas où le régulateur constate une infraction à la loi, et il veut exercer son pouvoir de contrôle, se posant alors la question de la confidentialité des informations³⁷¹ qui lui sont transmises : est-elle applicable dans une telle hypothèse ?

Afin de conformer l'activité du médiateur aux recommandations de la Commission européenne, la charte de la médiation de l'AMF a été récemment actualisée, précisant le principe de l'impartialité du médiateur³⁷².

200. Règlement des différends en Colombie. Dans le domaine des marchés financiers, parmi les autorités ici analysées, seule la *Superintendencia* colombienne bénéficie de ce pouvoir, en vertu de l'article 51 de la *Ley* 510 de 1999 modifiant l'article 146 de la *Ley* 446 de 1998³⁷³. Celui-ci affirme qu'il s'agit d'une compétence exceptionnelle en concordance avec la compétence attribuée aux autorités administratives par l'article 116 de la Constitution colombienne³⁷⁴. Les clients des entités contrôlées par la *Superintendencia* peuvent ainsi, à leur gré, soumettre les questions litigieuses qui peuvent surgir entre eux et les institutions financières ou les assureurs (dans les cas prévus par l'article susmentionné), pour qu'elles soient tranchées conformément au droit et avec les pouvoirs propres à un juge. Selon la norme, dans le développement du pouvoir juridictionnel, la *Superintendencia* peut entendre et trancher les litiges entre les clients et les entités surveillées qui sont exclusivement liés à la mise en œuvre et à l'exécution des obligations contractuelles nées de l'exercice de l'activité financière, d'assurance ou d'administration d'organismes de retraite.

³⁷¹ Article 111-9 du Règlement général de l'AMF : « Les membres veillent à assurer la stricte confidentialité des informations orales ou écrites qui leur sont transmises dans le cadre des fonctions qu'ils exercent au sein de l'AMF ».

³⁷² http://www.amf-france.org/documents/general/9775_1.pdf

³⁷³ *Atribución excepcional de competencia a la Superintendencia Bancaria*. En aplicación del artículo 116 de la Constitución Política, los clientes de las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria podrán a su elección someter a conocimiento de esa autoridad, los asuntos contenciosos que se susciten entre ellos y las instituciones financieras y entidades aseguradoras sobre las materias a que se refiere el presente artículo para que sean fallados en derecho, con carácter definitivo y con las facultades propias de un juez. En desarrollo de la facultad jurisdiccional atribuida por esta ley, la Superintendencia Bancaria podrá conocer de las controversias que surjan entre los clientes y las entidades vigiladas relacionadas exclusivamente con la ejecución y el cumplimiento de las obligaciones contractuales que asuman con ocasión del ejercicio de la actividad financiera, aseguradora o previsional ». Il faut considérer que Décret 4327 de 2005 a fusionné la *Superintendencia Bancaria de Colombia* en la *Superintendencia de Valores*, laquelle est aussi dénommée *Superintendencia Financiera de Colombia*. L'article 93 du Décret 4327 2005 affirme qu'à partir son entrée en vigueur, toutes les références des dispositions légales à la *Superintendencia Bancaria*, à la *Superintendencia Bancaria de Colombia* ou à la *Superintendencia de Valores* doivent être comprises comme faisant référence à la *Superintendencia Financiera de Colombia*.

³⁷⁴ « (...) Exceptionnellement, la loi peut attribuer une compétence juridictionnelle à certaines autorités administratives (...) »

Il faut remarquer que la législation colombienne se démarque non seulement par le fait d'avoir conféré ce pouvoir au régulateur, mais aussi par le fait d'intégrer dans le domaine de compétence de l'autorité les plaintes des « clients » et non seulement les affaires entre les opérateurs de marché.

Les autres législations analysées dans ce travail n'ignorent pas les avantages qu'on peut tirer des systèmes alternatifs de règlement de différends, mais ont choisi d'exploiter différemment ces systèmes.

2. *Résolution des conflits dans le droit comparé*

201. **D'autres systèmes alternatifs.** Les autres législations, n'ayant pas octroyé à leurs régulateurs le pouvoir de régler des différends, elles ont dû consacrer des systèmes alternatifs à la justice ordinaire. On distingue deux possibilités : le règlement de différends par un organisme étatique séparé du régulateur et qui, en même temps, n'est pas un juge ordinaire, c'est la voie suivie par le Royaume-Uni et le Mexique (1), et le règlement de différends par la voie de l'autorégulation, c'est la voie suivie par le Chili et les États-Unis (2).

a) Règlement de différends par un organisme séparé du régulateur

202. **La voie anglaise.** Conscient des avantages qu'on peut trouver à se passer des tribunaux civils ordinaires, le Royaume-Uni a créé le *Service Financial Ombudsman* (FOS), organisme qui possède les pouvoirs nécessaires pour régler certains différends rapidement et avec un minimum de formalités, sans négliger le devoir de prendre en compte le contenu des lois, des règlements, et des règles édictées par le régulateur. Il s'agit d'un mélange entre un médiateur et un arbitre, ainsi on peut distinguer en son sein une compétence obligatoire applicable aux sociétés de services financiers autorisés par la FSA (activités réglementées) et une compétence volontaire qui s'applique aux entreprises non comprises dans la juridiction obligatoire³⁷⁵. D'autre part, si (et seulement si) le demandeur accepte la décision de l'Ombudsman, l'entreprise en question est aussi liée par cette décision. Les sentences peuvent aller jusqu'à 100 000 £. Cet organisme a été créé par le FSMA³⁷⁶ mais il est relativement indépendant de la FSA, ainsi même si le FOS est fonctionnellement indépendant, la FSA nomme le président et les administrateurs de ce service. Le service est gratuit pour les consommateurs.

203. **La voie mexicaine.** Il faut se rappeler que la CNBV mexicaine possédait dans cette

³⁷⁵ Il y a aussi une compétence propre au domaine des crédits à la consommation.

³⁷⁶ Part XVI The Ombudsman Scheme.

matière certaines compétences qui ont été abrogées pour être confiées à un organisme distinct du régulateur des marchés financiers, la *Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF*³⁷⁷). Celle-ci est habilitée à arbitrer les différends entre un ou plusieurs usagers³⁷⁸ et les institutions financières, et peut agir comme médiateur, comme amiable compositeur ou comme arbitre. La *Procuraduría Federal del Consumidor*³⁷⁹ (PROFECO) peut aussi agir comme médiateur.

b) Autorégulation dans la résolution de conflits

204. **Une voie non négligeable.** Nous sommes en train d'analyser six législations, dont trois, l'étasunienne, la chilienne et la colombienne, possèdent un système de résolution de conflits qui traduit une certaine privatisation des fonctions. De plus, la législation colombienne, confère aussi aux bourses la faculté d'organiser des centres d'arbitrage et de conciliation pour résoudre les controverses engendrées à cause ou à l'occasion d'opérations ou d'activités du marché public de valeurs³⁸⁰. Les chambres disciplinaires de ces bourses peuvent recevoir la charge de désigner des arbitres ou des médiateurs.

205. **Organismes compétents.** Aux États-Unis, la résolution des conflits est à la charge du FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), organisme privé surveillé par la SEC, qui peut agir tant comme arbitre que comme médiateur.

En Colombie, le *defensor del consumidor financiero* (DCF) peut agir comme médiateur et comme arbitre, lorsque les parties s'accordent pour lui donner ce caractère. C'est la Cour constitutionnelle colombienne qui a dégagé qu'une des fonctions du DCF est de servir de médiateur : « l'intention du législateur, au moment d'introduire la figure (du défenseur) était de la formaliser à travers sa reconnaissance légale, afin d'en faire une instance de médiation efficace et indépendante face aux plaintes présentées par les clients et usagers, tout en respectant la bonne prestation des services et la protection des consommateurs »³⁸¹.

Au Chili, la *Bolsa de Comercio de Santiago* et la *Bolsa Electrónica de Chile*, possèdent

³⁷⁷ V. *Supra* N°73 et ss.

³⁷⁸ La pluralité de demandeurs seuls est permise lorsque ceux-ci ont souscrit un même produit ou service en vertu d'un seul contrat.

³⁷⁹ Procureur fédéral du consommateur.

³⁸⁰ Art. 68 de la Ley 510 de 1991.

³⁸¹ « la intención del legislador al introducir la figura fue formalizarla a través del reconocimiento legal, para que fuese una instancia de mediación efectiva e independiente de solución de las quejas presentadas por clientes y usuarios de las mismas. Todo ello en concordancia con la debida prestación del servicio y la protección al consumidor ». Sentencia C-1150 de 2 de décembre 2003, Eduardo Montealegre Lynett, cité in « Defensor del cliente, remuneración, continuidad del servicio », *Concepto* 2009093439-002 del 18 de febrero de 2010. Les entités surveillées doivent adopter toutes les mesures nécessaires pour assurer le correct exercice des fonctions du DCF, parmi elles, elles doivent le doter d'un budget, et assurer l'indépendance.

chacune un *Comité de regulación* chargé parmi d'autres fonctions de développer des fonctions de médiation ou d'arbitrage. Le *Comité de regulación* doit examiner et résoudre les disputes ayant lieu entre les courtiers, ou entre un et plusieurs courtiers et leurs clients, ou encore entre un courtier et l'entreprise de marché, lorsque le courtier a ignoré les statuts, le règlement de l'entreprise de marché, les lois ou les dispositions édictées par la *Superintendencia*. Il y a bien entendu certaines limites à cette faculté en fonction du montant de l'action, de son caractère exécutoire, etc.

En conclusion, le caractère juridictionnel des régulateurs des marchés financiers ne vient pas en général du pouvoir de résoudre des controverses entre parties, mais procède plutôt du pouvoir de sanctionner la méconnaissance de certaines règles.

B. Pouvoir de sanction

206. **Traits.** Le pouvoir de sanction est le domaine qui rapproche le plus les régulateurs de l'administration classique de l'État. En même temps, le pouvoir de sanction est ce qu'il y a de plus semblable entre les régulateurs malgré les divergences de leur procédure et l'étendue de leurs compétences³⁸². Sous autres domaines, tels que des entités surveillées, des faits susceptibles de sanction, des facultés conférées aux autorités afin de collecter les informations nécessaires, etc., les différents régulateurs se ressemblent en effet beaucoup.

Préalablement à l'application d'une sanction, l'autorité doit établir l'existence d'une infraction réalisée pendant la phase de contrôle ou d'enquête. La phase de contrôle est, comme les sanctions elles-mêmes, définie par une réglementation très stricte (1). Une fois que l'autorité estime établie l'existence d'une infraction, elle procède à l'application de sanctions (2)

1. Contrôles et enquêtes

207. **Autorité à la charge.** Parmi les autorités analysées, l'autorité française est la seule qui a pris soin de séparer la fonction d'instruction de la fonction de sanction entre deux institutions juridiquement différentes. Ainsi, en France les contrôles comme les enquêtes sont de la responsabilité du collège. Elles sont placées sous la direction du secrétaire général de l'autorité et effectuées par les services de l'AMF, éventuellement avec l'aide d'enquêteurs extérieurs habilités³⁸³. Nous pouvons aussi remarquer que la législation française distinguait

³⁸² Une vue d'ensemble des différents moyens mis à la disposition des régulateurs au sein de l'UE, in Annexe III du *Rapport Deletré*, p. 117.

³⁸³ Conformément à l'article L. 621-9-2 CMF « Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'État, l'Autorité des marchés financiers peut : (...) 2° Recourir, pour ses contrôles et enquêtes, à des corps de contrôle

les droits des contrôleurs de ceux des enquêteurs³⁸⁴ et cela trouve une explication historique : leurs procédures d'investigation sont héritées tant de la COB, qui réalisait des enquêtes, que du CMF qui réalisait des contrôles³⁸⁵. Aujourd'hui, en vertu de l'article L.621-10 CMF: « Les enquêteurs et les contrôleurs peuvent, pour les nécessités de l'enquête ou du contrôle, se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support. Les enquêteurs peuvent également se faire communiquer les données conservées et traitées par les opérateurs de télécommunications dans le cadre de l'article L. 34-1 du Code des postes et des communications électroniques et les prestataires mentionnés aux 1 et 2 du I de l'article 6 de la loi n° 2004-575 du 21 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique, et en obtenir la copie. Les enquêteurs et les contrôleurs peuvent convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations. Ils peuvent accéder aux locaux à usage professionnel. Ils peuvent recueillir des explications sur place dans des conditions prévues par décret en Conseil d'Etat » ; il faut remarquer qu'avant la loi de séparation et de régulations des activités bancaires, seuls les enquêteurs avaient le pouvoir de se faire communiquer tous les documents nécessaires à l'exercice de leurs missions.

Nous observons aussi que la surveillance peut aussi être déléguée à certaines entités privées telles que les entreprises de marché et les associations professionnelles de conseillers en services d'investissement³⁸⁶. Dans tous les autres pays, il y a des services chargés de ces tâches, mais ils sont internes au régulateur.

a) Domaine de compétence en matière des contrôles et des enquêtes

208. **Compétence personnelle.** En général, entrent dans le domaine de compétence des régulateurs les émetteurs, les prestataires et les marchés. Parfois, le pouvoir d'inspection se limite aux personnes enregistrées auprès de l'autorité : c'est le cas de la SEC, laquelle peut en tout cas demander à toute personne de fournir un témoignage ou de communiquer certains documents en délivrant un *subpoena*. La SEC est la seule autorité qui possède des pouvoirs d'enquête nationaux et internationaux. Dans ce domaine, en France, la loi de séparation et de

extérieurs, à des commissaires aux comptes, à des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ou à des personnes ou autorités compétentes. Ces personnes peuvent recevoir une rémunération de l'Autorité des marchés financiers à ce titre ».

³⁸⁴ Malgré cela, des différences subsistent. Par exemple, les contrôleurs ne sont pas concernés par le manquement administratif d'entrave, seulement applicable lors de l'investigation d'abus de marché qui est du champ de compétence des enquêteurs, les manquements aux obligations réglementaires étaient de champ de compétence des contrôleurs. Jérôme Lasserre Capdeville, « Le renforcement des pouvoirs de l'AMF dans le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2013 n° 4, p. 164, *spéc.* N°7.

³⁸⁵ *Idem.* *spéc.* N°4.

³⁸⁶ *Cf.* Deuxième partie, notamment les paragraphes consacrés à l'autorégulation.

régulation des activités bancaires a élargi le champ de la compétence personnelle, en relation avec certains moyens de contrôle, comme les visites domiciliaires, qui auparavant étaient limités aux délits d'initié, délits de communication d'une information privilégiée, délits de manipulation de cours et délits de fausse information commis sur un marché réglementé. Il fut étendu à la recherche de tout fait susceptible d'être qualifié de délit contre les biens et d'être sanctionné par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers en application de l'article L. 621-15 du CMF³⁸⁷.

209. **Compétence matérielle.** L'AMF ne surveille pas seulement le respect du règlement mais aussi l'accomplissement des obligations professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés. Elle peut aussi sanctionner la méconnaissance des règles de bonne conduite qui doivent être respectées par les prestataires de services d'investissement et agences de notation. Elle contrôle également la régularité des opérations effectuées sur les titres diffusés. Elle peut effectuer des enquêtes lorsque des faits semblent susceptibles d'avoir perturbé le bon fonctionnement du marché. Au Royaume-Uni, en ce qui concerne les firmes d'investissement, la FSA surveille le correct exercice des activités de gestion de fonds et de conseil ; s'agissant des marchés, elle veille à leur intégrité et au maintien de la confiance publique, par des inspections des organismes et la surveillance des transactions. La FSA a diffusé un code de conduite du marché. Pour recueillir l'information nécessaire à l'exercice de ce rôle la FSA peut ouvrir des enquêtes³⁸⁸.

210. **Élargissement de la compétence matérielle.** L'étude détaillée des faits susceptibles d'être sanctionnés excède le champ de notre étude. Nous faisons toutefois remarquer que le domaine de compétence matérielle tend à s'élargir, ainsi, les abus de marché (opérations d'initiés, manipulations de cours, diffusions de fausses informations) en matière de produits dérivés sont dorénavant susceptibles de sanction, suite à la loi de régulation bancaire et financière³⁸⁹.

211. **Appréciation de la compétence matérielle.** Suite à la crise de l'année 2008, une des principales critiques formulées aux autorités de régulation a été le manque de supervision macro-prudentielle : « *The present EU supervisory arrangements place too much emphasis on*

³⁸⁷ Jérôme Lasserre Capdeville, « Le renforcement des pouvoirs de l'AMF dans le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *préc.* N°4.

³⁸⁸ André Delion, *préc.* p. 224.

³⁸⁹ Art. 24 de la loi de régulation bancaire et financière, modifiant les Arts. L. 621-1 et L. 621-17-2 CMF.

the supervision of individual firms, and too little on the macro-prudential side »³⁹⁰. On n'a pas développé des systèmes d'information, d'évaluation et de centralisation destinés à améliorer la connaissance des risques et à adresser des avertissements. En effet, il n'existe pas de mécanisme d'avertissement. Autrement dit, on constate ici un manque de pouvoir des autorités de supervision³⁹¹.

b) Moyens de contrôle

212. **Moyens semblables.** Tous les régulateurs examinés réalisent des contrôles, soit à travers des outils technologiques, soit à partir des informations données par les prestataires et les organismes de marché³⁹², des informations qui « remontent »³⁹³ systématiquement en vertu de l'obligation d'information qui pèse sur les opérateurs. L'AMF peut aussi obtenir la communication de tout document quel qu'en soit le support, elle peut accéder aux locaux professionnels et procéder à des visites domiciliaires avec l'autorisation du juge et sous son contrôle. Les modifications apportées par l'article 12 de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires permettent plus largement à l'AMF d'obtenir des réponses de prestataires de services d'investissement, de sociétés de gestion de portefeuille ou de toute autre personne ou entité que l'AMF est amenée à réguler et qui figurent dans l'article 621-9 du CMF.

Aux États-Unis, la SEC peut aussi imposer la divulgation de certaines informations. Rappelons que les régulateurs ont le pouvoir de contrôler les documents d'information³⁹⁴. La SEC ne dispose pas d'un pouvoir de perquisition et ne peut pas effectuer d'écoutes téléphoniques, comme dans le cadre d'une enquête pénale. Cette autorité peut demander à un tribunal fédéral, dans le cadre d'une enquête, un séquestre temporaire de tout « paiement extraordinaire » qui pourrait être versé à un administrateur ou à un dirigeant³⁹⁵, elle peut aussi suspendre temporairement l'enregistrement d'un *broker-dealer* en attendant une décision finale sur la suspension.

En Colombie, les moyens d'enquête sont énumérés à l'article 326 n° 4 de *l'Estatuto orgánico del sistema financiero* selon lequel la *Superintendencia* peut pratiquer des visites d'inspection

³⁹⁰ Jacques de Larosière, « The High-Level group on Financial supervision in the EU », *Report*, Brussels, February 25, 2009, *spéc.* n° 153.

³⁹¹ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *RD. banc. et fin.*, n° 6, novembre 2010, étude 35.

³⁹² V. Art. 141-1 du Règlement général de l'AMF.

³⁹³ Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 288.

³⁹⁴ V. *Infra* N°313 et ss.

³⁹⁵ Pour une durée maximale de deux fois 45 jours, ou en cas d'ouverture d'une procédure contentieuse, pour la durée de cette procédure. *Section 1103 du Sarbanes-Oxley Act. Section 21 (c) de l'Exchange Act.*

lorsqu'il y a des preuves raisonnables de l'exercice irrégulier de l'activité financière d'entités non soumises à la vigilance permanente de l'autorité. Concernant les mêmes entités la *Superintendencia* peut réaliser des visites d'inspection, examiner les registres et solliciter l'information nécessaire pour déterminer si elles doivent consolider leur comptabilité avec celle des entités surveillées ou si elles exercent des activités qui peuvent constituer un risque pour les entités financières ou d'assurance. Les visites peuvent aussi avoir lieu dans les locaux des entités surveillées, afin d'obtenir une connaissance intégrale de leur situation financière sur la gestion de leurs affaires ou sur des matières spéciales nécessitant une telle inspection. Elle peut également interroger sous la foi du serment toute personne dont le témoignage peut être utile pour établir des faits. La *Superintendencia* peut exiger une comparution suivie de mesures coercitives, comme il est prévu dans le Code de procédure civile colombien.

Si la crainte d'éventuels préjudices pour les investisseurs ou le marché de valeurs est fondée, la *Superintendencia* peut suspendre de façon préventive une offre publique, les négociations sur une valeur mobilière déterminée, l'inscription de valeurs ou de leurs émetteurs, l'inscription d'un professionnel dans le Registre national de professionnels du marché de valeurs³⁹⁶, etc.

Au Mexique, conformément à l'article 8 de la loi de la CNBV, l'autorité peut effectuer des visites d'inspection lorsqu'une personne est soumise à une investigation. Elle peut solliciter l'aide de la force publique, afin de mettre en œuvre ces visites, afin de procéder à la clôture des locaux, ou pour mettre en œuvre l'intervention administrative qu'elle a décrétée. Au Mexique est prévue l'intervention de l'autorité agissant conjointement avec le ministère public en cas de délit listé dans les lois relatives au système financier³⁹⁷.

La quête doit être effectuée suivant les formalités prévues par un règlement édicté par le pouvoir exécutif³⁹⁸. Les investigations sont orientées par la notion de risque. Ainsi, conformément à la loi mexicaine, l'objet des investigations est d'évaluer les risques et les systèmes de contrôle de risques. Cela explique pourquoi l'autorité peut intervenir administrativement, non seulement à l'encontre des entités contrevenant aux lois, mais aussi face à celles qui réalisent des opérations mettant en péril sa solvabilité, sa stabilité, ou sa liquidité³⁹⁹. L'autorité peut imposer des programmes destinés à éliminer les irrégularités⁴⁰⁰.

³⁹⁶ « Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores ». V. Article 6 c) de la Loi 964 du 8 juillet 2005.

³⁹⁷ Art. 4 XIX de la loi de la CNBV

³⁹⁸ Art. 5 de la loi de la CNBV.

³⁹⁹ Art. 4 XV de la loi de la CNBV.

La CNBV peut aussi enquêter sur les entités qui ne font pas partie des entités surveillées, lorsqu'elle suspecte la réalisation des activités financières régulées⁴⁰¹. L'autorité peut effectuer des visites d'inspection, et même solliciter la comparution de personnes imputées ou de personnes qui peuvent contribuer à éclaircir les faits investigués. L'autorité peut suspendre les cotations de certaines valeurs, si elles s'effectuent dans des conditions désordonnées ou non conformes aux bonnes pratiques⁴⁰².

Les entités surveillées doivent mettre leurs documents et leurs locaux à la disposition de l'autorité⁴⁰³.

Au Chili, l'autorité peut solliciter l'aide des forces de l'ordre directement, sans besoin de l'intervention des tribunaux, afin d'obtenir les informations nécessaires, de procéder à la clôture des établissements, etc.⁴⁰⁴. Elle peut aussi demander aux tribunaux l'application d'une procédure de contrainte judiciaire⁴⁰⁵.

213. **Manquement administratif d'entrave.** En vertu de l'article 12 de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires, l'article L. 621-15 II CMF prévoit maintenant la possibilité de sanctionner « Toute personne qui, dans le cadre d'une enquête effectuée en application du I de l'article L. 621-9 sur demande des enquêteurs et sous réserve de la préservation d'un secret légalement protégé et opposable à l'Autorité des marchés financiers, refuse de donner accès à un document, quel qu'en soit le support et d'en fournir une copie, refuse de communiquer des informations ou de répondre à une convocation, ou refuse de donner accès à des locaux professionnels ».

214. **Secret professionnel et bancaire.** En ce qui concerne le secret professionnel, en France, il n'est pas opposable à l'autorité⁴⁰⁶. Aux États-Unis, le secret professionnel ne peut être invoqué que dans certains cas⁴⁰⁷. En Colombie, le secret bancaire, seule forme de secret qui est réglementée, n'est pas non plus opposable lorsqu'il s'agit d'une enquête concernant

⁴⁰⁰ Art. 5 de la loi de la CNBV.

⁴⁰¹ Art. 4 XVI de la loi de la CNBV.

⁴⁰² Art. 4 XXXV de la loi de la CNBV.

⁴⁰³ Art. 19 de la loi de la CNBV.

⁴⁰⁴ Art. 58 Ley de *Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁴⁰⁵ Art. 26 du DL 3538 de 1980.

⁴⁰⁶ Art. L621-9-3 CMF : « Dans le cadre des contrôles et enquêtes mentionnés aux articles L. 621-9 et L. 621-9-1, le secret professionnel ne peut être opposé à l'Autorité des marchés financiers ni, le cas échéant, aux entreprises de marché ou aux chambres de compensation, corps de contrôle, personnes ou autorités mentionnés à l'article L. 621-9-2, lorsqu'ils assistent l'Autorité des marchés financiers, sauf par les auxiliaires de justice. Pour l'application de la présente sous-section, les commissaires aux comptes sont déliés du secret professionnel à l'égard de l'Autorité des marchés financiers ».

⁴⁰⁷ Les personnes physiques peuvent invoquer le cinquième amendement de la Constitution pour refuser de répondre ou de communiquer des documents, si ces informations peuvent les auto-incriminer

une entité soumise au contrôle de l'autorité⁴⁰⁸. Au Chili, tant le secret professionnel que le secret bancaire sont consacrés, au surplus l'information qui bénéficie du secret bancaire ne peut même pas être partagée entre les autorités⁴⁰⁹.

2. Sanctions

215. **Notion.** Lorsqu'on ignore une norme juridique la conséquence naturelle est l'application d'une sanction qui d'un point de vue restreint peut consister en une punition ou une mesure répressive ou, dans un sens plus large en une mesure, même réparatrice, destinée à assurer le respect de la norme transgressée⁴¹⁰.

216. **Rapport avec les nouvelles formes de régulation.** Le pouvoir de sanction dont jouissent les régulateurs en général et les régulateurs financiers en particulier est une des matières les plus controversées du point de vue juridique⁴¹¹. En l'examinant du point de vue des nouvelles formes de régulation, le pouvoir de sanction permet de mesurer l'étendue des pouvoirs des régulateurs (b), ce qui exige d'examiner au préalable les différentes catégories de sanction (a).

a) Catégories des sanctions

217. **Panorama.** La distinction la plus courante en matière de sanctions est entre les sanctions qui n'ont pas une nature pécuniaire et les sanctions pécuniaires. Il y a plusieurs types de sanctions non pécuniaires dont deux attirent notre intérêt :

218. **La mise en garde :** mesure de police selon le législateur⁴¹² ressemblant un moyen de pression qui peut être suivi selon le cas d'une sanction. Cette sanction fut reconnue à la Commission bancaire, et aujourd'hui elle bénéficie l'ACP. L'AMF peut aussi l'appliquer en

⁴⁰⁸ V. à mode d'exemple l'article 326, n° 3 i i) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* concernant les investissements de capital des entités surveillées.

⁴⁰⁹ Art. 18 bis de la Ley 20.190 de 2007.

⁴¹⁰ V. Gérard Cornu, *préc.*, p. 844.

⁴¹¹ Cf. Charles Arsouze, « Procédures boursières: sanctions et contentieux des sanctions », *Thèse*, Paris I, 2007, éd. Joly, 2009, 657 p. ; Emiliós Avgouleas, *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*, Oxford University Press, 2005, 517 pp. ; Emmanuelle Bouretz et Jean-Louis Emery, « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire : pouvoirs de sanctions et recours », *Revue Banque Edition*, juin 2008, p. 19-115 ; Pierre Henry Conac, « La régulation des marchés boursiers, par la COB et la SEC », *thèse* Paris I, 1999, n° 96, LGDJ, 2002, p. 139 ; Hala Daoud Rumeau-Maillot, « Les Autorités de régulation dans le domaine des services financiers », *Thèse* Lyon 3, décembre 2008, *dactyl.*, 565 p. ; Nicole Decoopman, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Editions du Juris-Classeur*, novembre 2004, Banque - Crédit - Bourse, fascicule n° 1511, p. 1-22 ; Franck Nicolaieff, « Responsabilités et régulation des marchés financiers: recherche sur les rôles respectifs de l'autorité judiciaire et de l'autorité des marchés financiers », *Thèse* Aix Marseille III, 2008, *dactyl.*, 464 p.; Sylvie Thomasset-Pierre, *L'autorité de régulation boursière face aux garanties procédurales fondamentales*, coll. Bibliothèque de droit privé, n° 247, LGDJ, 2003, 519 pp.

⁴¹² La Section 6 à la tête des articles L. 612-30 et ss. CMF se dénomme « Mesures de police administrative »

vertu de l'article L. 621-14 I CMF en cas de pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires et aussi, en vertu de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, en cas de non-respect de règles professionnelles.

219. **L'avertissement et le blâme.** L'avertissement est une menace de sanctions, alors que le blâme « est une sanction disciplinaire consistant dans la réprobation officielle de l'attitude ou des agissements d'une personne soumise à un statut disciplinaire, venant en général dans l'ordre de gravité en seconde ligne après l'avertissement »⁴¹³. Ils constituent les premiers stades des sanctions que chaque autorité peut prononcer.

D'autres sanctions non pécuniaires sont l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités et le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle.

220. **Sanctions selon son destinataire.** En la matière, la doctrine française distingue les sanctions selon la personne contre laquelle le pouvoir s'exerce : on rencontre ainsi des sanctions administratives et des sanctions disciplinaires. En marge de ces deux types de sanction, on trouve aussi les sanctions de mesures de police. Ces distinctions nous semblent parfaitement applicables à tous les régulateurs.

221. **Sanction administrative.** Le pouvoir de sanction administratif est le pouvoir général de sanction qui s'exerce à l'encontre de l'auteur d'une pratique pouvant donner lieu à une injonction. Les sanctions administratives « ont pour objet d'assurer l'intégrité du marché financier et la protection des investisseurs »⁴¹⁴. On pourrait dire qu'il s'agit d'une sanction pénale, au sens large, qui ne dit pas son nom, avec toutes les conséquences qui peuvent en découler.

222. **Sanction disciplinaire ou professionnelle.** Le pouvoir de sanction disciplinaire est exercé à l'encontre des professionnels des marchés qui ont manqué à leurs obligations professionnelles. Le but de ce pouvoir est de maintenir la discipline dans l'exercice de la profession concernée⁴¹⁵. Ces sanctions impliquent l'appartenance préalable du sanctionné à une profession particulière et affectent les droits dérivés de cette appartenance.

223. **Procédure commune.** En France, la mise en œuvre du pouvoir de sanction

⁴¹³ Nikolina Apostolova, « Codes de bonne conduite et responsabilité dans le droit des marchés financiers », *Mémoire*, Université de Strasbourg, 2003-2004, 70 pp. Disponible in <http://www-cde.u-strasbg.fr/da/da/AnnexesMemoires/Promo2004/Apostolova.pdf>, p. 44, Gérard Cornu, *préc.*, p. 117.

⁴¹⁴ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 293.

⁴¹⁵ *Idem.*

disciplinaire présente certaines spécificités à l'égard du droit administratif et du droit disciplinaire proprement dit⁴¹⁶, cependant la procédure pour appliquer les deux types de sanctions est identique. L'importance de la distinction réside alors en ce qu'elle nous permet de savoir quelles sont les personnes visées, quelles sont les pratiques sanctionnées et les tribunaux compétents pour connaître des recours contre la décision de sanction⁴¹⁷.

224. **Les mesures de police.** Une sanction, au sens large, peut être qualifiée d'administrative ou de disciplinaire, mais dans certains cas elle se démarque et constitue une mesure de police. Les mesures de police ne sont pas de nature répressive, mais préventive, elles tendent à protéger l'ordre public et le respect de certaines règles minimales qui organisent l'exercice d'une activité, c'est pourquoi le fait qui donne lieu à la mesure de police pourrait aussi être sanctionné par des injonctions ou des mises en garde⁴¹⁸. Dans ce type de mesures, le comportement de l'acteur n'est pas déterminant, c'est pour cela qu'on dit que l'exercice d'une mesure de police est moins stigmatisant pour l'acteur.

225. **Une distinction légale.** Une même mesure peut être prononcée au titre de « pouvoirs de police » ou à titre de « pouvoirs de sanction *stricto sensu* »⁴¹⁹. Le retrait d'un agrément à une société de gestion de portefeuille est un exemple qui nous permet d'illustrer cette différence : ce retrait peut être réalisé conformément à l'article L. 532-10 CMF lorsque la société ne remplit plus les conditions ou les engagements auxquels était subordonné son agrément ou si la société n'a pas fait usage de son agrément dans un délai de douze mois ou lorsqu'elle n'exerce plus son activité depuis au moins six mois (retrait comme mesure de police). Cependant, l'article L. 532-12 affirme que la radiation d'une société de gestion de portefeuille de la liste des sociétés de gestion de portefeuille agréées peut être prononcée à titre de sanction par l'Autorité des marchés financiers (retrait comme sanction *stricto sensu*). La distinction est ainsi reconnue par la loi.

226. **Mise en œuvre.** Pour déterminer la nature juridique de la sanction, dans les cas où une même mesure peut être prononcée à deux titres, il faut analyser l'ensemble des circonstances qui ont accompagné la prononciation de la sanction et les motifs retenus et se concentrer sur la finalité de la sanction, la démarche n'étant pas toujours aisée. On peut remarquer en tout cas que les mesures qui donnent lieu à des doutes, lorsqu'elles sont prises comme sanctions

⁴¹⁶ Cf. Joëlle Pralus-Dupuy, *préc.* p. 554.

⁴¹⁷ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 299.

⁴¹⁸ Joëlle Pralus-Dupuy, *préc. spéc.* p. 557

⁴¹⁹ Mattias Guyomar et Pierre Collin, note sous CE, 22 juin 2001, *AJDA*, 2001, p. 635, cité in Joëlle Pralus-Dupuy, *préc. spéc.* p. 557

stricto sensu, sont accompagnées d'autres sanctions de telle façon qu'elles semblent une sanction accessoire.

227. **Pertinence.** Mis à part le fait, très important sans doute, que les mesures de police sont moins stigmatisantes pour ceux qui les subissent, la conséquence la plus remarquable de la qualification d'une sanction comme mesure de police c'était l'exclusion de l'application des principes du droit pénal de fond qui régissent la répression administrative. Parmi ces principes n'étaient pas applicables les garanties procédurales dérivées de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme⁴²⁰. Cependant, cette distinction tend à s'estomper. Par exemple, le principe de la contradiction est aujourd'hui applicable aux mesures de police prises par l'ACP⁴²¹.

b) Comparaison du pouvoir de sanction des régulateurs

L'exposition fournie ci-dessus, ramenée à des termes beaucoup plus prosaïques, va nous permettre de comparer l'étendue des pouvoirs des régulateurs.

228. **Deux types de pouvoirs.** Nous partons de la constatation qu'il y a des mesures que l'autorité peut prendre et qui découlent d'autres pouvoirs qu'elle détient ; ainsi, l'autorité peut révoquer une autorisation, suspendre l'inscription en un registre déterminé, etc. lors d'une infraction aux conditions d'approbation ou d'enregistrement. Il s'agit là de sanctions au sens large, de mesures à caractère préventif. Par contre, lorsque l'autorité applique des mesures telles que le blâme, l'avertissement, l'amende, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou d'une partie des services fournis, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, etc., elle exerce son pouvoir de sanction proprement dit ; il s'agit de la sanction comme punition ou sanction au sens restreint : elle est répressive.

229. **Restrictions étasuniennes.** Sur la base de ce qui a été exposé, nous estimons qu'aux États-Unis la SCE ne possède pas, à rigoureusement parler et contrairement à l'idée que l'on se fait, un pouvoir de sanction très étendu⁴²². La SEC peut prononcer des sanctions préventives, professionnelles et disciplinaires, par exemple refuser ou supprimer

⁴²⁰ Joëlle Pralus-Dupuy, *préc.*, spéc. p. 561.

⁴²¹ Art. L. 612-35 CMF.

⁴²² Nous avons utilisé l'expression « en stricte rigueur », afin de prendre en compte, en toute justice, l'avis d'un auteur selon lequel la SEC « dispose de pouvoirs répressifs très importants, empiriquement plus importants que l'AMF ». L'origine de ce pouvoir empirique se trouve dans un pouvoir en concret, le pouvoir de transaction, car « malgré tout un arsenal de pouvoirs de sanction (civile, administrative et disciplinaire), dans près de 90 % des cas le contentieux boursier aux États-Unis se règle par la transaction. En effet, du fait de la possibilité offerte à la SEC de transiger sur des poursuites civiles donc fédérales, elle a ainsi un pouvoir de sanction de fait ». Pierre-Henri Conac, « La transaction : une pratique déjà éprouvée en matière financière aux États-Unis », in *Faut-il accorder à l'amf le pouvoir de transiger ?*, compte rendu du Colloque organisé par l'AEDBF le 8 février 2005.

l'enregistrement de valeurs mobilières au moyen d'un *Stop Order*⁴²³, ce qui constitue, à notre avis, la contrepartie de son pouvoir d'agrément. Sont concernés par ce pouvoir les professionnels sous son contrôle tels que les *broker-dealers*, les sociétés de placement collectif, les conseillers d'investissements. Sont également concernés par ce pouvoir les SROs, leurs dirigeants et leurs membres. Cependant, la SEC peut demander aux tribunaux l'application des sanctions civiles. Elle peut demander des mesures permanentes⁴²⁴, des sanctions pécuniaires civiles devant un tribunal fédéral, ou exiger l'interdiction temporaire ou définitive d'un administrateur ou dirigeant d'une société offrant des titres financiers au public (*director and office bar*). En application de l'APA certaines sanctions administratives et disciplinaires sont prononcées par les *Administratives Law Judges*, indépendants des services de la SEC⁴²⁵.

On peut donc affirmer que le régulateur étasunien possède un pouvoir de persécution large, mais un pouvoir de sanction restreint.

230. **Concessions latino-américaines.** Les autorités latino-américaines semblent beaucoup plus puissantes en ce qui concerne leur pouvoir de sanction. Au Mexique par exemple, les normes qui confèrent un pouvoir de sanction sont nombreuses et d'ailleurs les normes qui déterminent les conduites répréhensibles sont très larges. Ainsi, le régulateur bénéficie du pouvoir de porter des sanctions administratives pour des infractions aux lois qui régissent les activités, entités et personnes surveillées, ainsi que pour infraction aux dispositions des autorités⁴²⁶. D'autres normes plus spécifiques permettent à l'autorité de déterminer ou de recommander, selon le cas, l'admonestation, la suspension, ou l'inhabilité des personnes remplissant certains postes⁴²⁷. Comme contrepartie de son pouvoir d'agrément et d'autorisation, l'autorité mexicaine peut ordonner la suspension des opérations des entités régulées, par exemple une entreprise ou un établissement qui se rend coupable de pratiquer sans autorisation des activités qui en nécessitent une. Elle peut également intervenir administrativement dans une négociation, ou si nécessaire procéder à la clôture de locaux⁴²⁸. Au Chili et en Colombie, les sanctions prévues sont la censure, l'admonestation, les amendes,

⁴²³ Section 8 (d) du Securities Act.

⁴²⁴ Les tribunaux ont admis que la SEC peut demander le déboursement des profits réalisés (*disgorgement*) ce qui, en tout cas, n'est pas juridiquement parlant une sanction car elle vise seulement à priver du profit réalisé.

⁴²⁵ À différence des juges fédéraux, les ALJ ne sont pas prévus par la Constitution. La procédure de sanction administrative est précisée dans ses règles de pratiques (*Rules of Practices*)

⁴²⁶ Art. 4 XIX de la loi de la CNBV.

⁴²⁷ Art. 4 XIII de la loi de la CNBV : conseillers, directeurs, commissaires, délégués fiduciaires, représentants, fonctionnaires, inspecteurs de comptes indépendants, et d'autres personnes qui peuvent engager la responsabilité de l'entreprise, en conformité à la loi

⁴²⁸ Art. 4 XIV et XVII de la loi de la CNBV.

la révocation de l'autorisation d'existence d'une société, la suspension et la révocation d'un poste, la révocation d'une autorisation⁴²⁹. L'autorité colombienne a aussi recours à la clôture des bureaux⁴³⁰, et elle peut parfois appliquer plusieurs de ces sanctions simultanément. Dans ce pays, on a prévu l'existence d'un registre de sanctions qui se conserve pendant vingt ans.

Le pouvoir de sanction applicable en matière de régulation des marchés financiers ne serait peut-être pas si controversé si les régulateurs ne jouissaient pas aussi du pouvoir d'élaborer certaines normes qui régissent le secteur.

§2. Le pouvoir réglementaire

231. **Orienter des conduites.** L'objectif de tout régulateur est d'orienter la conduite de ses subordonnés dans le sens qui lui semble le plus approprié pour maintenir le bon fonctionnement du secteur. À cette fin, les régulateurs ont recours, lorsqu'ils le peuvent, à leur pouvoir réglementaire (A). D'autres fois et pour différentes raisons, les régulateurs se contentent de faire connaître leur position sur certains sujets, à travers des mécanismes souples qui se rapprochent du pouvoir réglementaire (B).

A. Pouvoir réglementaire proprement dit

232. **Définition.** Le pouvoir réglementaire est le pouvoir d'élaborer de règles de droit, c'est-à-dire des dispositions de portée générale et obligatoires⁴³¹. Tant les pays développés (1) que les régulateurs latino-américains (à l'exception de la Colombie) octroient de nombreux pouvoirs à leurs régulateurs de marchés financiers.

1. Situation dans les pays du Nord

233. **Le pouvoir le plus important de la SEC.** Parmi les autorités analysées, la SEC américaine est le régulateur qui possède le pouvoir réglementaire le plus large. En effet, si on se limite à analyser les lois financières américaines, telles que la *Securities Exchange Act* ou la loi *Sarbanes-Oxley of 2002* on constate des textes longs mais qui se limitent plutôt à définir des objectifs et qui habilitent largement la SEC à fixer l'encadrement juridique de l'activité régulée. Un bon exemple se trouve dans le *Sarbanes-Oxley of 2002*, qui dans sa *Section 7202 (Commission rules and enforcement – Statute -)* établit : (a) *Regulatory action. The Commission shall promulgate such rules and regulations, as may be necessary or appropriate*

⁴²⁹ Art. 27 et 28 du DL 3538 de 1980.

⁴³⁰ V. Partie VII de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*. C'est le Titre VI de la Loi 964 de 2005 qui réglemente les sanctions que peuvent être appliquées par l'autorité et c'est l'article 53 qui énumère les sanctions applicables.

⁴³¹ Gérard Cornu, *préc.*, pp. 700, 788, 791 ; V° : « Pouvoir », « Réglementaire », « Règlement », et « Règle ».

in the public interest or for the protection of investors, and in furtherance of this Act.

234. **Situation en France.** En France, seule une minorité des AAI dispose d'un pouvoir réglementaire⁴³². Parmi elles se trouve l'Autorité des marchés financiers qui bénéficie d'un pouvoir réglementaire assez large, mais pas autant que celui de la SEC. D'abord, l'autorité n'a pas le pouvoir général d'adopter des règlements, son pouvoir réglementaire devant être exercé dans les limites imposées d'un règlement général unique. Ensuite, honorant la tradition légaliste de la France, le Code monétaire et financier énumère, à titre illustratif⁴³³, les domaines relevant de son pouvoir réglementaire⁴³⁴. Il faut considérer qu'à travers ce pouvoir, l'Autorité a conféré une valeur réglementaire à certaines de ses instructions ou recommandations en les incorporant dans le corpus du nouveau texte⁴³⁵, façon de procéder critiquable, et sur laquelle nous reviendrons.

235. **Royaume-Uni.** Au Royaume-Uni c'est le *FSM Act* qui fixe le cadre légal du pouvoir réglementaire de la FSA, lequel doit être complété par le *Financial Services and Markets Act* de l'année 2000 (FSMA). La FSA jouit aussi de pouvoirs réglementaires en vertu du *Building Societies Act* de 1986, des *Friendly Societies Acts* (1974 et 1992), et de l'*Industrial and Provident Societies Act* de 1965.

La FSA a le pouvoir de formuler des règlements et comme les autorités françaises et étasuniennes, elle complète ce pouvoir par la faculté d'adopter des directives. Sa normativité peut être classée en :

- des règles qui fixent des standards prudentiels applicables aux compagnies et établissements financiers. Ces standards concernent les ressources financières, l'adéquation au management et le système d'audit interne.
- des standards de gestion et de relations avec les usagers, valables pour les acteurs des

⁴³² *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

⁴³³ Car l'article L. 621-7 du CMF affirme : « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment... »

⁴³⁴ Parmi lesquels on remarque les pouvoirs suivants : - Fixer les obligations d'information des émetteurs faisant offre au public de titres financiers ou dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ainsi que les règles qui doivent être respectées lors d'opérations sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation. - Fixer les règles concernant les opérations financières particulièrement les OPA, - Fixer les règles de bonne conduite des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation et des analystes financiers. - Fixer les conditions d'agrément et d'exercice des sociétés de gestion de portefeuille, des teneurs de comptes conservateurs, des dépositaires centraux, des systèmes de règlement livraison et des analystes financiers. - les obligations relatives à la présentation et à la publication de notations ainsi que les exigences de publication qui incombent aux agences de notation. - Fixer les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des marchés réglementés et d'autres marchés. Articles L. 621-6, L. 621-7 et L. 621-7-1 CMF.

⁴³⁵ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, 2^{ème} éd. n° 263.

marchés et les organismes régulés. Ces standards précisent les responsabilités des dirigeants et les règles concernant les informations que ceux-ci doivent transmettre au public, en faisant en sorte qu'elles soient claires, loyales, adaptées à leurs besoins et ne les induisent pas en erreur, en particulier en matière de publicité des produits financiers.

La FSA fixe aussi les règles du *Financial Ombudsman Service* et du *Financial Service Compensation Scheme*, organismes indépendants, chargés d'organiser des compensations pour les victimes de défaillances de firmes financières.

2. Situation des autorités latino-américaines

236. **Panorama.** En Amérique latine, la situation du pouvoir réglementaire ressemble à celle existant en France. En général, les régulateurs ont un pouvoir réglementaire large, mais controversé.

237. **Restrictions colombiennes.** Le pouvoir réglementaire conféré à l'autorité colombienne est beaucoup plus limité que dans les pays du Nord. Elle ne possède pas un pouvoir réglementaire général, la législation colombienne spécifiant plus ou moins son domaine d'application. En effet, la *Superintendencia financiera de Colombia* possède uniquement la faculté d'adopter les normes générales auxquelles seront soumises les entités lors de la publication de leurs bilans financiers⁴³⁶ et le pouvoir de dicter les normes générales que devront respecter les entités surveillées en matière de comptabilité⁴³⁷.

238. **Au Chili.** La situation chilienne se caractérise par des controverses autour du pouvoir réglementaire de certaines autorités administratives, parmi lesquelles se trouve la SVS. Conformément à la loi, la *Superintendencia* a le pouvoir d'interpréter administrativement, dans les matières qui sont de sa compétence, les lois, règlements, et autres normes régissant les personnes et entités surveillées, mais elle possède aussi la faculté de fixer des normes (pouvoir réglementaire), d'émettre des instructions et de dicter des commandements pour l'application de la normativité. La loi prévoit même que les conflits de compétence qui se posent à ce sujet entre les autorités administratives seront résolus par la Cour suprême⁴³⁸. Cependant, comme en France, le pouvoir réglementaire n'est pas évoqué dans la Constitution : une partie des auteurs considèrent donc que ce pouvoir contrevient au pouvoir

⁴³⁶ L'art. 326 n° 2 k) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁴³⁷ Ce pouvoir ne porte pas préjudice à la liberté des entités surveillées d'utiliser des méthodes complémentaires en conformité à la loi. Art. 326 n° 3 b) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁴³⁸ Art. 4 a) du DL 3538 1980.

réglementaire du président de la République⁴³⁹.

239. **Au Mexique.** L'autorité mexicaine bénéficie aussi de compétences réglementaires formulées de manière assez large. En effet, l'autorité est chargée d'adopter « dans le cadre de ses compétences la régulation prudentielle à laquelle seront soumises les entités⁴⁴⁰ », ainsi que d'édicter « les dispositions légales nécessaires pour exercer les facultés que la loi lui octroie et pour obtenir l'efficacité de la normativité⁴⁴¹ ». La CNBV possède aussi des facultés spécifiques de réglementation⁴⁴².

Le pouvoir réglementaire est, toujours et partout, complété par la faculté de produire des actes de qualification juridique certes un peu difficile, mais qui poursuivent le même objectif que le pouvoir réglementaire : ils constituent la doctrine de l'autorité.

B. Pouvoir d'élaborer une doctrine

240. Ce que nous nommons *pouvoir d'élaborer une doctrine* représente un ensemble d'instruments destinés à permettre une véritable adhésion aux normes en vigueur, par la compréhension de la part de leurs destinataires, telles que ceux destinés à améliorer l'information du secteur régulé, à expliquer la régulation explicitant la façon dont l'autorité aborde la normativité, à conseiller ou orienter les régulés. Ces instruments et actions sont connus dans la littérature anglo-saxonne sous le nom de « guidance »⁴⁴³. Il s'agit d'un pouvoir

⁴³⁹ Eduardo Aldunate Lizana, « La distribución de potestades normativas en la constitución: potestades reglamentarias administrativas, autos acordados y facultades del fiscal nacional », *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, XXXIII, 2009, pp. 371-390. Alejandro Silva Bascañan, *Tratado de Derecho Constitucional. Gobierno*, 2^a edición, Santiago, Editorial Jurídica de Chile, Tomo V, 2000, spéc. p. 174; Enrique Silva Cimma, *Derecho Administrativo Chileno y Comparado. Actos, Contratos y Bienes*, Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1992, pp. 250-252; Carlos Carmona Santander, *Una aproximación general sobre las superintendencias desde la perspectiva del derecho*, apuntes de clases, p. 12; José Francisco García García, « ¿Inflación de superintendencias? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio », *prec. spéc.* pp. 341-342 ; Eugenio Evans Espiñeira, « Control de Constitucionalidad de la normatividad regulatoria de las actividades económicas », *Revista de Derecho Administrativo Económico*, n° 16, pp. 111-128, spéc. p. 122.

⁴⁴⁰ Art. 4 II de la *Ley de la Comisión bancaria y de valores* de 28 avril 1995, modifiée la dernière fois le 13 août 2009.

⁴⁴¹ Art. 4- XXXVI de la *Ley de la Comisión bancaria y de valores* de 28 avril 1995.

⁴⁴² La CNBV possède aussi des facultés spécifiques de réglementation, par exemple : - elle est chargée d'émettre des règles générales relatives à la forme dont les entités qui disposent des informations privilégiées doivent les faire de connaissance publique (Art. 4- XXXI de la *Ley de la Comisión bancaria y de valores*), - elle doit émettre des normes concernant les conditions minimales de divulgation au public qui doivent être respectées par les institutions chargées d'évaluer des valeurs mobilières, en ce qui concerne la qualité des émissions qu'elles ont établie et sur d'autres éléments tendant à l'amélioration des services qu'elles fournissent aux usagers, - elle doit émettre des règles régissant les sociétés de bourse et leurs opérations avec leurs actionnaires, conseillers, directeurs et employés (Art. 4 N° XXXIII *Ley de la Comisión bancaria y de valores (CNBV)*). L'autorité mexicaine doit aussi dicter les normes de registre d'opérations applicables aux entités. Elle doit fixer les règles pour l'estimation des actifs et des obligations et responsabilités des entités conformément à la loi. Elle doit émettre des normes concernant l'information que les entités doivent lui fournir périodiquement, ainsi que les normes déterminant les caractéristiques et conditions que doivent respecter les inspecteurs de comptes.

⁴⁴³ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *prec.*, n° 11.

généralisé (1) mais qui n'est pas pour autant moins complexe (2).

1. Pouvoir généralisé

Toutes les autorités ici analysées ont recours à des instruments plus ou moins semblables afin d'orienter la conduite des opérateurs.

241. **Les pays anglo-saxons.** Les pays anglo-saxons se caractérisent par l'ampleur des pouvoirs réglementaires conférés à leurs régulateurs, mais ils ont aussi recours à des instruments plus ou moins stricts, allant des *Schedules* publiés par la SEC pour l'application de ses règlements, jusqu'au *Handbook Online* de la FSA où on peut trouver les *legal rules and guidance*. Dans le même site Internet de la FSA on trouve également les *Policy documents* et les *communication documents*. Une consécration de ce pouvoir se trouve dans la Section 64 (*Conduct: statements and codes*) de la *FSA Act* conformément à laquelle, l'autorité : (1) (...) *may issue statements of principle with respect to the conduct expected of approved persons*.

242. **France.** La doctrine de l'autorité peut prendre différentes formes, quelques-unes, il faut le remarquer, non prévues par les textes : des instructions (aussi nommées circulaires), des recommandations, ainsi que des avis, des communiqués, des positions, des pratiques de marché admises et les rescrits. La doctrine est approuvée par le collège de l'AMF. Remarquons que, dans l'élaboration de la doctrine de l'autorité, la consultation des destinataires est prévue : « Sauf exception motivée par des circonstances exceptionnelles ou particulières imposant des délais resserrés ou la confidentialité de la doctrine jusqu'à sa publication, les interlocuteurs de l'AMF - professionnels et représentants des épargnants - sont consultés au cours du processus d'élaboration, dans le cadre des commissions consultatives et/ou par le biais d'associations représentatives ou de personnalités qualifiées possédant une expertise dans le domaine concerné »⁴⁴⁴.

243. **Colombie.** L'autorité colombienne jouit aussi de différentes attributions lui permettant donner des instructions, comme le prévoit par exemple l'article 326 numéro 3 a) de *l'Estatuto orgánico del sistema financiero*, d'après lequel la *Superintendencia* doit « enseigner aux entités surveillées la façon dont doivent être entendues les normes qui régulent leurs activités, mais aussi fixer les critères techniques et juridiques qui facilitent le respect desdites normes et établir des critères afin d'en assurer une application correcte ». Il faut remarquer que cet

⁴⁴⁴ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », document mis en ligne le 7 décembre 2010, Téléchargé in http://www.amf-france.org/documents/general/9747_1.pdf, p. 2.

article se trouve dans le chapitre consacré au contrôle et à la surveillance, le pouvoir réglementaire n'est donc pas conçu en Colombie comme distinct du pouvoir de surveillance.

244. **Mexique.** Nous n'avons trouvé aucune règle établissant un pouvoir d'instruire, car toutes les règles pouvant avoir un rapport avec l'instruction confèrent directement le pouvoir d'établir des normes. Cependant, nous estimons que le pouvoir d'instruction, qui est le pouvoir de faire connaître la position de l'autorité face à un sujet déterminé, est inclus dans la faculté d'édicter les normes générales à caractère prudentiel destinées à préserver la liquidité, solvabilité et stabilité des entités financières⁴⁴⁵, et dans la faculté d'établir des critères d'application générale dans le secteur financier concernant les actes et les opérations considérés comme contraires aux usages commerciaux, bancaires, et boursiers ou aux bonnes pratiques des marchés financiers⁴⁴⁶.

245. **Chili.** Au Chili, la *Superintendencia* compétente en matière de marchés financiers a la faculté d'interpréter administrativement les lois, règlements et autres normes qui régissent l'activité des entités surveillées. Elle peut donner des instructions et aussi des commandements nécessaires pour obtenir le respect de ces normes.

2. Pouvoir complexe

246. La France se caractérise par sa tradition légaliste, les textes légaux expriment ce qui peut être fait ou pas et la façon dont cela doit être fait, alors que la doctrine française se caractérise par sa tendance à catégoriser et à conceptualiser, notamment lorsqu'il y a des controverses sous-jacentes. Faut-il voir là une justification de la réputation de cartésianisme excessif qui poursuit les Français ? Le pouvoir d'élaborer une doctrine est un bon exemple de cette situation, les limites du pouvoir réglementaire du régulateur n'étant pas bien établies dans la loi⁴⁴⁷, tant la doctrine que le régulateur lui-même⁴⁴⁸, se sont efforcés de définir les instruments qui permettent à l'AMF de se faire entendre. Le résultat est résumé ci-après.

247. **Instructions.** En France⁴⁴⁹, elles sont définies comme une « prescription pratique

⁴⁴⁵ Art. 4 II et art. 6 de la Loi de la CNBV.

⁴⁴⁶ Art. 4 VII de la Loi de la CNBV.

⁴⁴⁷ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 271.

⁴⁴⁸ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.*, p. 1.

⁴⁴⁹ C'est la loi de modernisation financière du 2 juillet 1996 qui officialise le pouvoir d'édicter des instructions et qui en définit leur portée et leur régime juridique. Cependant, la technique était déjà utilisée par la COB laquelle édicta des instructions notamment pour préciser les conditions dans lesquelles seraient prises les décisions individuelles. Aujourd'hui, c'est l'article L. 621-6, alinéa 2 CMF qui prévoit : « L'Autorité des marchés financiers... peut... publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général », in *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d'action, A. - Actes à

donnée à un subordonné pour l'exécution d'un ordre ou l'application d'une règle », alors qu'en matière administrative, les circulaires ou instructions de service sont les « prescriptions adressées par les chefs de service aux agents placés sous leur autorité et relatives soit à l'interprétation et à l'application des lois et règlements, soit au fonctionnement du service et aux conditions d'exécution de leurs fonctions »⁴⁵⁰. Au moins une limite se dégage de cette définition : la prescription émane de l'autorité et s'adresse au fonctionnaire.

L'AMF, pour sa part, dans le document auquel nous faisons référence *supra*, indique que ses instructions ont pour finalité de préciser l'interprétation du règlement général en indiquant ses modalités d'application ainsi que ses conditions de mise en œuvre ; l'instruction, ajoute le texte, « informe les acteurs de marché des procédures à suivre et des règles à appliquer »⁴⁵¹. L'instruction que soutient l'AMF, à la différence de la conception soutenue par la doctrine juridique, est destinée aux acteurs de marché.

La doctrine ne devrait pas s'étonner de la conception d'instruction soutenue par l'AMF. Il y a déjà longtemps que les auteurs affirment que les instructions sont destinées à indiquer les manières dont l'autorité entend qu'il faut procéder, qu'elles engagent l'autorité⁴⁵² et sont opposables aux opérateurs. Nous sommes donc, dans le domaine du droit dur, mais comme elles ne sont pas homologuées « l'AMF doit veiller à ne pas faire de ce mode d'intervention un moyen de contourner le contrôle gouvernemental »⁴⁵³.

248. Nature juridique des instructions. En ce qui concerne l'appréciation jurisprudentielle des circulaires, la jurisprudence administrative leur a reconnu un caractère réglementaire.

D'abord, elle exigeait, pour opérer cette reconnaissance, que ces instruments innovent « en accordant aux administrés des droits ou des garanties ou en leur imposant des obligations *supplémentaires* par rapport à la législation ou à la réglementation en cause »⁴⁵⁴. Il fallait

caractère général, n° 71, Instructions. Cote : 01,2012. *V. aussi*, Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit. spéc.* n° 71-1.

⁴⁵⁰ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, 8^e éd., Puf, 2009, Paris, p. 500. Dans le même sens [http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_\(fr\)](http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_(fr))

⁴⁵¹ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.*, p. 1.

⁴⁵² Qui ne pourrait pas retenir une interprétation différente au moment de prononcer une décision. *V.* Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, 2^{ème} éd., n° 271. Les instructions ont notamment attiré la doctrine à l'occasion de leur usage par la COB, *V.* Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, 2^{ème} éd., n° 271.

⁴⁵³ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 271-1

⁴⁵⁴ René Chapus, *Droit administratif général*, t. 1, 4^e éd., 1988, Montchrestien, n° 571, p. 339, cité *in* Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *préc., spéc.* p. 265. italiques par nous.

aussi qu'il s'agisse d'actes impératifs⁴⁵⁵.

Le fait d'ajouter quelque chose à la législation, en consacrant des droits ou des obligations, permettait de différencier les actes à portée réglementaire des actes simplement interprétatifs. Plus tard, avec l'arrêt *Duvignères*⁴⁵⁶, il n'y eut plus qu'un seul critère de recevabilité du recours contre les circulaires : le caractère impératif. La jurisprudence efface ainsi les différences entre le droit souple émis par les régulateurs et le droit dur, au moins en ce qui concerne les circulaires⁴⁵⁷. D'ailleurs, la jurisprudence réaffirme le monopole de la sanction dont jouit l'État.

249. Notion de recommandations et communiqués. La recommandation est le moyen par lequel l'autorité préconise une certaine manière d'agir mais qui, d'après les dispositions régissant cette autorité, ne comporte pas, pour celui à qui on s'adresse, l'obligation de se conformer⁴⁵⁸. En matière de marchés financiers, la loi du 2 juillet 1996 ne fait pas une distinction entre la portée et le régime juridiques des instructions et des recommandations. Le Code monétaire et financier, en son article L. 621-6, se borne à indiquer que les recommandations et les instructions ont pour finalité « de préciser l'interprétation du règlement général »⁴⁵⁹, mais on peut constater que certaines recommandations « interviennent dans des domaines qui ne sont pas expressément envisagés par des textes »⁴⁶⁰. Ainsi, en pratique, la catégorie est beaucoup plus complexe. Le Professeur Bonneau constate les catégories suivantes⁴⁶¹ :

« – les études qui comportent en leur sein des recommandations (v. Étude portant sur l'information financière, 20 mai 2009) ; les positions-recommandations (v. position/recomm.

⁴⁵⁵ Selon la jurisprudence *Institution Notre-Dame du Kreisler*. CE, Ass., 29 janvier 1954, Rec. p. 64, cité in Martin Collet, « De la consécration à la légitimation, Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation », *préc. spéc.* p. 47.

⁴⁵⁶ CE, Sect. 18 décembre 2002, *Mme. Duvignères*, *Les grands arrêts de la jurisprudence administrative*, 14^e éd., Dalloz, 2003, p. 902, cité in Martin Collet, *préc., spéc.* p. 47.

⁴⁵⁷ Avant l'arrêt *Duvignères*, le contrôle du droit doux avait pour conséquence d'effacer les différences qui pouvaient exister entre celui-ci et le droit prescriptif (droit dur - *hard law*). Cet effacement se produisait à l'égard des actes réglementaires des AAI, lesquels n'avaient pas une véritable spécificité, car les juges ne lui réservaient pas un régime particulier, en le soumettant, en effet, au régime général des actes administratifs. Cela, même lorsqu'il s'agissait d'actes non prescriptifs qui se soumettaient au même régime que des actes administratifs non prescriptifs, notamment les circulaires. V. Arnaud Haquet, *préc.*, p. 398. Aujourd'hui, le raisonnement n'est pas applicable.

⁴⁵⁸ Il s'agit d'une adaptation de la définition de recommandation contenue dans le Dictionnaire de la terminologie du droit international. *Dictionnaire de la terminologie du droit international*, Paris, Sirey, 1960, 755 pp. *spéc.* p. 507, cité in Pierre Bringuier, « De la recommandation en droit interne et international (Considérations sur la recommandation internationale et le plan incitatif) », *La terre, la famille et le juge, Etudes offertes à Herni-Daniel Cosnard*, Paris, Economica, 1990, pp. 443-452, *spéc.* p. 444.

⁴⁵⁹ Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit. spéc.* n° 271-1

⁴⁶⁰ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 271-2.

⁴⁶¹ Thierry Bonneau, « Recommandations AMF et RSE », Éditorial, *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 69.

AMF n° 2010-11, 17 nov. 2010), cette catégorie comprenant une modalité particulière avec les positions-recommandations qui constituent des guides (v. position/recomm. AMF n° 2010-10, 17 nov. 2010) ; les recommandations-guides (v. recomm. AMF n° 2010-07, 3 nov. 2010) ; et les recommandations-rapports : participe à cette catégorie la recommandation n° 2010-13 du 2 décembre 2010, Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale (RSE) ».

L'AMF a défini les recommandations comme une « invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, comportement ou disposition que l'AMF considère comme susceptible de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son domaine de compétence, sans exclure que d'autres comportements ou dispositions soient également compatibles avec ces normes ou ces principes généraux (...) »⁴⁶².

250. **Différence avec des instructions.** Pour les différencier des instructions, on a dit qu'elles n'ont pas le caractère général et abstrait de l'instruction ni le caractère individuel de l'injonction⁴⁶³. Quant à leur champ d'application, on peut les différencier car en pratique les instructions définissent essentiellement les éléments d'information que doivent contenir les dossiers formulant les demandes de décisions individuelles et les conditions dans lesquelles sont délivrées ces décisions, alors que les recommandations interviennent surtout dans le domaine de l'information périodique et permanente, domaine dans lesquels l'AMF dispose d'un pouvoir de contrôle *a posteriori*⁴⁶⁴.

Le communiqué, pour sa part, est une déclaration d'information destinée à être publiée, conformément à une obligation d'information qui incombe à celui qui l'émet. Plus spécifiquement, c'est l'annonce officielle d'une mesure n'étant pas en général exécutoire par elle-même⁴⁶⁵. Il « n'est alors qu'un média, le vecteur d'un acte d'une autre nature »⁴⁶⁶.

En France, on a dit que les communiqués émis par l'Autorité des marchés financiers permettent de « porter à la connaissance du public les observations qu'elle a été amenée à faire à un émetteur ou les informations qu'elle estime nécessaires »⁴⁶⁷. La COB les utilisait

⁴⁶² AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 1. L'autorité reprend la qualification des recommandations réalisée par un auteur, comme des « procédés invitatifs ». V. Laurence Calandri, *préc.*, p. 217.

⁴⁶³ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 271-2.

⁴⁶⁴ *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d'action, A. - Actes à caractère général, n° 72, Recommandations. Cote : 01,2012.

⁴⁶⁵ Gérard Cornu, *préc.*, p. 185 : Communiqué et Communication.

⁴⁶⁶ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 274.

⁴⁶⁷ Art. L 621-18 CMF.

aussi pour « informer le public des suites données aux enquêtes menées par ses services, mettre en garde contre les agissements de certains professionnels ou prendre position sur un projet d'émission de titres avant même la sollicitation du visa »⁴⁶⁸. Le CMF les utilisait pour auto-interpréter ses normes par rapport aux offres publiques⁴⁶⁹.

251. **Nature juridique des recommandations.** La question de leur nature juridique et de leur valeur juridique continue à être débattue, à cause des décisions contradictoires de la part de la jurisprudence⁴⁷⁰. D'une manière générale, le non-respect d'une recommandation ne peut, en lui-même, caractériser une violation de la réglementation⁴⁷¹, les recommandations n'étant pas obligatoires ; selon l'AMF, elles ne sont même pas des présomptions. L'autorité ne possède ainsi aucun moyen de pression *direct* pour faire appliquer ses recommandations⁴⁷². Cependant, elle possède des moyens de pression indirects⁴⁷³ : d'abord parce qu'elle peut, compte tenu des circonstances de l'espèce, prendre en considération la politique d'information de l'émetteur lorsqu'elle prend certaines décisions (telle que le visa, l'opposition à l'admission aux négociations). Ensuite, parce qu'en matière d'information permanente, si les recommandations ne peuvent à elles seules fonder une sanction, elles peuvent servir de directive d'appréciation du comportement des personnes concernées. Ainsi, se conduire conformément à la recommandation contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation. Par exemple, les pratiques de marché admises par l'AMF sont un type de recommandation qui ne concerne que les manipulations de marché, permettant d'instaurer une présomption de légitimité à l'égard des acteurs de marché qui s'y conforment⁴⁷⁴.

252. **Nature juridique des communiqués.** Les communiqués ont été comparés aux circulaires administratives « interprétatives » auxquelles le Conseil d'État dénie toute valeur juridique⁴⁷⁵. La question de leur nature juridique et de leur portée s'est posée de la même façon qu'en matière de recommandation, ce qui a été dit à propos de ces dernières est aussi

⁴⁶⁸ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 274.

⁴⁶⁹ Pierre Aidan, *op. cit. spéc.* p. 95.

⁴⁷⁰ CE, 27 septembre 1989, *JCP G*, 1990, II, 21525, note J. Frayssinet, *contre* Cons. const. Décision n° 86-217, du 18 septembre 1986. *Adde.* CE, ass. 20 mai 1985, Labbé et Gaudin, *RFDA*, 1985, pp. 554 et ss., cités par Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 271-2.

⁴⁷¹ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 1.

⁴⁷² *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512, n° 72, *préc.*

⁴⁷³ *Idem.*

⁴⁷⁴ Par exemple la Pratique de marché admise n°2011-07 relative au contrat de liquidité. http://www.amf-france.org/documents/general/9908_1.pdf

⁴⁷⁵ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, 2^{ème} éd., n° 271.

applicable ici⁴⁷⁶. Autrement dit, n'étant pas impératifs, ni coercitifs, il ne leur reste que leur poids moral⁴⁷⁷, dérivé de la position et de la qualité de leurs auteurs⁴⁷⁸ ainsi que de leur publication⁴⁷⁹ : en ce sens, ils relèvent d'un droit mou⁴⁸⁰. Néanmoins, ils doivent être maniés de façon prudente par l'autorité, notamment pour éviter l'atteinte au principe de la présomption d'innocence ou de le transformer en sanction cachée⁴⁸¹, ou plus simplement pour respecter la légalité des ses pouvoirs⁴⁸².

Recommandations et communiqués sont donc considérés comme de nature infraréglementaire⁴⁸³.

253. **Les avis et positions**⁴⁸⁴. Il s'agit du même instrument, la position étant le nom que l'AMF utilise aujourd'hui pour désigner ce qu'auparavant on désignait sous le nom d'avis⁴⁸⁵. Les auteurs définissent l'avis comme un instrument permettant à l'AMF de faire connaître son opinion sur des questions qui lui sont posées⁴⁸⁶. L'autorité fait ainsi diffuser sa position concernant telle ou telle question.

L'AMF définit la position comme l'instrument d'interprétation des dispositions législatives et réglementaires entrant dans son champ de compétence, qui indique la manière dont elle les applique à des cas individuels⁴⁸⁷. On pourrait dire que c'est l'instruction appliquée au cas concret : elle s'intéresse plus aux détails, et peut même servir à interpréter l'instruction.

254. **Positions explicatives et normatives.** On distingue les positions explicatives et

⁴⁷⁶ V. à propos d'un communiqué individuel, Jean-Jacques Daigre, « Une nouvelle source du droit, le communiqué ? À propos d'un communiqué de la COB du 4 mai 1999 », *JCP G* 1999, p. 1277.

⁴⁷⁷ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3ème éd., n° 150.

⁴⁷⁸ Jean-Jacques Daigre, « Une nouvelle source du droit, le communiqué? », *préc.*

⁴⁷⁹ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 274.

⁴⁸⁰ Céline Le Barzic et Eva Menduina, Règlement et recommandations sur l'information financière en ligne : quelle articulation ?, Téléchargé de www.glose.org/CEDCACE6.pdf

⁴⁸¹ V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 274.

⁴⁸² L'exemple le plus remarquable de vulnération de la légalité à travers un communiqué fut le Communiqué de l'AMF du 19 septembre 2008 relatif aux ventes à découvert, lequel interdit les ventes à découvert et la spéculation à la baisse. V. Thierry Bonneau, « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », *RD. banc. et fin.* n°5, septembre 2008, repère 12 ; H. de Vauplane, *et alli.*, « Ventes à découvert - Interdiction (non) - Restrictions (oui) », *Banque & Droit*, n°122, novembre-décembre 2008, p. 32.

⁴⁸³ Nicole Decoopman, « La COB », *J-Cl. Sociétés*, fasc. 1510, n° 96, et Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *préc., spéc.* p. 266, note n° 72. « La recommandation ne revêt donc pas de caractère impératif », AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 1.

⁴⁸⁴ Art. L. 621-6 CMF ? Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 272-1

⁴⁸⁵ « Plus exactement, l'AMF ne publie pas des avis (comme le faisait auparavant la COB), mais des "positions", dont certaines se révèlent à la lecture très proches des avis », *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d'action, A. - Actes à caractère général, n° 73, Avis. Cote : 01,2012. L'AMF, dans le document *préc.*, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », ne définit pas les avis. p. 1.

⁴⁸⁶ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, 2^{ème} éd. n° 272.

⁴⁸⁷ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 1.

normatives, les premières cherchant à expliquer le droit applicable, alors que les secondes contiennent « l'opinion de l'autorité sur un procédé, un type d'opération aux fins de prescrire ou dissuader »⁴⁸⁸, elles sont notamment utiles lorsque le sujet excède le domaine du Règlement général de l'AMF et, donc, ne peut pas donner lieu à une recommandation.

L'AMF a adopté des positions dans des domaines tels que la commercialisation des instruments financiers complexes⁴⁸⁹ ou la rédaction des questions/réponses des examens destinés à vérifier les connaissances minimales des acteurs de marché⁴⁹⁰.

255. Portée juridique des positions. Quant à la portée juridique et pratique de l'interprétation soutenue dans l'avis ou la position, les auteurs⁴⁹¹ considèrent que ces instruments sont dépourvus de valeurs juridiques (ils n'ont qu'une valeur indicative, ils ne peuvent contrevenir aux lois et règlements ni y ajouter ; ils ne lient pas le juge⁴⁹²) mais ont une influence certaine sur les comportements de ceux auxquels ils sont destinés⁴⁹³, pouvant donc devenir un usage⁴⁹⁴ étant donné le pouvoir de décision individuelle que l'autorité détient (droit mou, encore une fois !) À cet égard, l'usage des positions exige aussi un maniement soigneux de la part de l'autorité, afin d'éviter d'être accusée d'agir *praeter legem*, voire *contra legem*⁴⁹⁵.

256. Le rescrit. C'est le document par lequel l'autorité, interrogée par un professionnel à l'occasion d'une opération précise, déclare l'opération contraire ou conforme à son règlement⁴⁹⁶, c'est une forme particulière d'avis⁴⁹⁷. Cet acte, on l'a dit, a une portée générale et fait en conséquence l'objet d'une publication dans la revue mensuelle de l'AMF et sur son site internet⁴⁹⁸. Il ne vaut que pour le demandeur et ne lie que l'autorité⁴⁹⁹. La procédure

⁴⁸⁸ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 272-1.

⁴⁸⁹ Fabrice Bussière, « Position AMF du 15 octobre 2010 relative à la commercialisation des instruments financiers complexes », *Banque & Droit*, n° 145, 2011, pp. 45-46.

⁴⁹⁰ http://www.amf-france.org/documents/general/10036_1.pdf

⁴⁹¹ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n°272-1.

⁴⁹² *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d'action, A. - Actes à caractère général, n° 73, Avis. Cote : 01,2012.

⁴⁹³ *Idem*.

⁴⁹⁴ Aurélie Ballot-Léna, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le "droit mou", s'endurcit » pp. 17, in www.glose.org/CEDCACE1.pdf

⁴⁹⁵ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n°272-1. *Adde.* Thierry Bonneau, « Les positions de l'AMF », *Dr. Sociétés*, mars 2006, Repère 3.

⁴⁹⁶ V. art. 121-1 à 123-1 du Règlement général de l'AMF.

⁴⁹⁷ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 273

⁴⁹⁸ *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d'action, A. - Actes à caractère général, n°73, Avis. Cote : 01,2012.

⁴⁹⁹ Cf. Laurent Richer, Alain Viander, « Le rescrit financier (Commentaire du règl. N° 90-07 de la Cob », *JCP E*, 1991, I 10.

d'édiction du rescrit étant très lourde et formaliste et ne satisfaisant pas tous les besoins qui sont à l'origine des actes interprétatifs, il a eu une influence mitigée⁵⁰⁰. On remarque que cette procédure ne concerne que les professionnels, ainsi l'autorité est en droit de ne pas répondre aux questions des particuliers⁵⁰¹.

Nous venons d'exposer le pouvoir juridictionnel et le pouvoir réglementaire des régulateurs ; ce sont ces deux pouvoirs, les plus importants, qui constituent, indépendamment l'un de l'autre mais plus encore lorsqu'ils sont combinés, la principale source de controverses autour des régulations indépendantes.

Section 2 : Les régulateurs analysés sous le regard du droit classique

257. **Plan.** Nombre de pays, en cherchant un mode de gouvernance économique adapté à leur réalité, ont porté plusieurs atteintes aux différents principes du système juridique, mais cette question excède le champ de notre étude. Nous voulons nous concentrer sur les bouleversements qui sont la conséquence directe de la mise en œuvre des nouvelles formes de régulation et notamment de leur côté institutionnel. L'analyse montre que la principale conséquence des pouvoirs des régulateurs et, surtout de leur cumul est un bouleversement du principe de la séparation des pouvoirs (§1). Dans une ambition typique du droit contemporain, et grâce notamment aux travaux de la doctrine, le droit de la régulation cherche à s'adapter pour respecter ce principe fondamental du système juridique (§2).

§1. Le bouleversement de la séparation des pouvoirs

258. **Les sources du bouleversement.** Nous avons vu que les régulateurs cumulent des pouvoirs de différents genres, ce qui est déjà en soi contestable, et qui pourrait permettre même de contester la qualification des régulateurs⁵⁰². Représentent-ils en effet des autorités administratives comme le suggère la terminologie française⁵⁰³ ? Est-ce qu'ils relèvent plutôt du pouvoir législatif ou du pouvoir judiciaire ?

Trois faits sont donc à la source du bouleversement de la séparation des pouvoirs : le pouvoir réglementaire (A), le pouvoir de sanction (B), et l'indépendance des régulateurs (C).

⁵⁰⁰ Pierre Aidan, *op. cit. spéc.* p. 93.

⁵⁰¹ Thierry Bonneau, « Médiateur », *préc.*

⁵⁰² Cf. Jean-Louis Autin, *préc.* p. 1217 et ss.

⁵⁰³ L'intérêt de la qualification résidait dans le fait qu'elle unifie le régime contentieux au profit du Conseil d'État, question qui a été remise en cause par le législateur, au moins en ce qui concerne l'AMF. V. notre paragraphe consacré aux recours.

A. Pouvoir réglementaire et séparation des pouvoirs

259. **Plan.** Nous pouvons aisément affirmer que le pouvoir réglementaire est le moins controversé au niveau factuel (1), et le plus controversé au niveau doctrinaire (2).

1. Fondements du pouvoir réglementaire

260. **Inefficacité du législatif.** On a constaté que l'ordonnancement juridique prévoit des organismes pour fournir des règles juridiques à la société, lesquels n'ont pas eu la capacité d'accomplir efficacement cette tâche : l'existence de vides juridiques en est la démonstration. Parfois aussi, les normes émises ne sont pas adaptées aux besoins de la société, et ne sont donc pas vraiment appliquées. Ce problème s'est aggravé à mesure que les rapports sociaux se sont complexifiés. Une vente est une opération juridique simple, un bail est une opération un peu plus complexe, un *leasing* ou crédit-bail est encore plus complexe. Que dire, alors, d'une opération de titrisation ?

261. **Les réponses.** Face à cette réalité, le système juridique a répondu de plusieurs manières :

- Il a accepté les règles élaborées par des personnes non titulaires de la puissance législative (l'autorégulation, par exemple).
- Il a donné à des organismes faisant partie de l'administration mais non du pouvoir législatif le pouvoir d'élaborer des règles. Le pouvoir réglementaire des régulateurs en est un exemple⁵⁰⁴. Cette dernière réponse ne pose pas de problème. On sait qu'une lecture souple de la séparation des pouvoirs, établissant une collaboration entre les pouvoirs publics, octroie au président de la République et aux ministres le pouvoir d'adopter des règles. Ce principe, en effet, n'implique pas une séparation complète des fonctions.

Nous devons donc nous concentrer sur les deux premières réponses, le bouleversement procédant de deux faits : d'abord, de l'existence de normes d'origine privée (question qui sera analysée dans la deuxième partie de notre travail), et ensuite de la mise en place d'un modèle administratif de type polycentrique, dont les régulateurs sont le principal élément. C'est ce dernier point que nous allons analyser à présent.

2. Controverse généralisée

262. **France.** En France, le pouvoir réglementaire dont bénéficient les AAI est controversé ; on l'accuse de mettre en cause le principe énoncé à l'article 21 de la Constitution qui confie

⁵⁰⁴ Sur les différentes qualifications du pouvoir réglementaire des AAI V. Arnaud Haquet, *op. cit.*, p. 406.

ce pouvoir au Premier ministre, celui-ci ne pouvant le déléguer qu'aux seuls ministres⁵⁰⁵.

Avec des variantes⁵⁰⁶, la même controverse est soulevée dans tous les pays dont la législation est analysée dans ce travail. Aux États-Unis la discussion tourne autour de la pertinence de la *non-delegation doctrine* fondée sur le texte de la Constitution étasunienne selon lequel tout pouvoir législatif appartient au Congrès des États-Unis. Pour ceux qui défendent la doctrine de la *pro delegation* le texte constitutionnel n'interdit pas la délégation de cette fonction. Des arguments d'efficacité sont aussi invoqués⁵⁰⁷.

263. **Chili.** Au Chili, on assiste aussi à des controverses touchant le pouvoir réglementaire des *Superintendencias* et en général des organismes qui font partie de l'administration centralisée et décentralisée. Par exemple, au sujet des circulaires ou des instructions de service, un auteur suivant la doctrine française les définit comme « les prescriptions que les chefs des services donnent aux fonctionnaires qui se trouvent sous leur autorité en ce qui concerne l'interprétation et l'application des lois et des règlements »⁵⁰⁸. Selon le même auteur, la qualification juridique desdits instruments est différente selon la position que l'on adopte. Donc, du point de vue des fonctionnaires de l'entité ayant interprété la norme, ainsi que pour le reste de l'administration⁵⁰⁹, elles sont obligatoires, alors que pour les administrés, les circulaires ne sont pas juridiquement obligatoires, et ils peuvent contester leur légalité devant les tribunaux ordinaires, lesquels ne sont pas non plus, en vertu de la séparation des

⁵⁰⁵ Emilie Carrasco, « Les autorités administratives indépendantes », <http://dpa.u-paris2.fr/IMG/pdf/AAI.pdf>, p. 2.

⁵⁰⁶ Les différences sont principalement d'ordre formel. Elles viennent principalement du fait que le pouvoir réglementaire appartient en exclusivité, dans la plupart des pays, au président de la République ou au Congrès, avec exclusivité. L'interdiction de la délégation se pose en pratique, dans les mêmes termes.

⁵⁰⁷ Sur ces questions Cf. Bruce Ackerman, « The storrs lectures : discovering the constitution », *Yale Law Journal*, 1984, v. 93, pp. 1013-1069 ; Peter H. Aranson, *et alii*, « A theory of legislative delegation », *Cornell Law Review*, 1982, v. 68, pp. 1-56 ; Stephen G. Breyer, *et alii*, *Administrative law and regulatory Policy. Problems, text and case* (2^{ème} Ed.), New York, Aspen, 2002, 1224 p. ; John Hart Ely 1997, *Democracy and Distrust, A Theory of Judicial Review*, Harvard University Press, 1980, 268 p. ; Mariano Magide Guerrero, *Límites constitucionales de las administraciones independientes*, 2000, Madrid, Ministerio de Administraciones Públicas, 561 p. ; Jerry Mashaw, *Greed, Chaos & Governance. Using public choice to improve public law*, 1997, New Haven, Yale University Press, 231 p. ; David Schoenbrod, « Politics and the principle that elected legislators should make the laws », *Harvard Journal of law and Public Policy*, 2003, v. 26, pp. 239-280 ; Cass R. Sustein, « Non delegation canons », *John Olin Law and Economics Working*, paper n° 82, Téléchargeable in <http://www.law.uchicago.edu/Publications/Working/index.html> (consulté le 6 septembre 2010). Un bilan en espagnol sur les arguments confrontés in José Francisco García, Sergio Verdugo, « De las Superintendencias a las agencias regulatorias independientes en Chile : Aspectos constitucionales y de diseño regulatorio », *Actualidad Jurídica*, 2010, n° 22, pp. 263-305.

⁵⁰⁸ Hugo Caldera Delgado, *Tratado de Derecho Administrativo*, Ed. Parlamento Ltda., Santiago, 2001, p. 358, cité in Juan Carlos Flores Rivas, « Límites constitucionales de las facultades interpretativas de los organismos de la Administración », *Rev. de Derecho Público*, 2007, v. 69, Tomo II, 22 pp., spéc. p. 12.

⁵⁰⁹ Avec une exception possible: la Contraloría general de la república. Contraloría General de la República (1995) Dictamen n° 41909 y Contraloría General de la República (1991) Dictamen n° 30909.

pouvoirs⁵¹⁰, liés par l'interprétation.

Cela ne leur ôte pas leur pouvoir *de facto* puisque l'administration applique les circulaires auprès des administrés⁵¹¹, et notamment parce qu'en conformité avec l'ordonnement juridique chilien, les circulaires, tout comme les décisions individuelles, sont considérées comme des actes administratifs⁵¹². En tant qu'actes administratifs, les circulaires, instructions et décisions individuelles sont soumises à la *Ley de bases de los procedimientos administrativos*⁵¹³. Plus concrètement, un auteur chilien a critiqué « le langage excessivement enthousiaste du législateur » qui a conduit à la création par voie administrative de notions qui ne sont pas prévues par la loi. Par exemple, la norme générale n° 210 de la SVS du 15 janvier 2008 modifiant la norme générale n° 30 du 10 novembre 1989 réglementant l'information importante pour la prise des décisions financières et d'autre nature⁵¹⁴.

264. **Colombie.** En Colombie, l'exercice *de facto* du pouvoir réglementaire de la part de l'exécutif est mis en cause. L'exécutif a été ainsi accusé de lancer une intervention normative comme politique étatique, notamment sous couvert de décrets compilateurs. Cette accusation touche, dans les matières que nous analysons, l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*⁵¹⁵, norme fondamentale de la régulation financière.

B. Pouvoir de sanction et séparation des pouvoirs

265. **Le principe et la réalité.** Le cumul de deux fonctions au sein d'une même autorité est contraire au principe de la séparation des pouvoirs⁵¹⁶. Cependant, il n'est pas surprenant de constater que certains régulateurs, comme les régulateurs financiers, possèdent à la fois un pouvoir de sanction et un pouvoir réglementaire. Plus encore, cette controverse excède le champ de la régulation et concerne le pouvoir de sanction de l'administration classiquement

⁵¹⁰ Iván Aróstica Maldonado, « Los dictámenes y la interpretación de la ley en sede administrativa », *Actualidad Jurídica*, n° 14, 2006, pp. 149-160, *spéc.* pp. 155-156; Eugenio Evans Espiñeira, *préc.*, *spéc.* pp. 122-123

⁵¹¹ Juan Carlos Flores Rivas, *préc.* p. 12

⁵¹² Ils sont définis comme « un ordre rationnel unilatéral, émis par un sujet en exercice de la fonction administrative, laquelle est destinée à satisfaire un besoin public concret, en produisant des effets juridiques directs ». Eduardo Soto Kloss, « La noción de acto administrativo en el ordenamiento jurídico chileno, una perspectiva sustancial », in *Ley 19.880, Sobre Procedimientos Administrativos, Conferencias Santo Tomás de Aquino*, Santiago, nov. 2003, p. 36, cité in Juan Carlos Flores Rivas, *op. cit.*, p. 12.

⁵¹³ Ley 19.880.

⁵¹⁴ José Manuel Díaz de Valdés, « Anomalías constitucionales de las superintendencia: un diagnóstico », *préc.*

⁵¹⁵ Decreto 663 de 1993. Cf. Francky Urrego et Manuel Quinche-Ramírez, « Los decretos en el sistema normativo colombiano. Una política estatal de invención normativa », *Universitas*, suppl. 116, junio 2008, pp. 53-83.

⁵¹⁶ Ce pouvoir bouleverse la séparation des pouvoirs dans sa facette la plus importante, c'est-à-dire, en tant que garantie des droits de l'homme, cette question, ainsi que celle plus générale de l'articulation de ce pouvoir avec les principes du droit pénal sont analysées *infra*, n°398 et ss..

entendue⁵¹⁷.

266. **Les critiques.** Le cumul des pouvoirs en général est critiqué parce que cela place la société dans une situation où l'autorité qui pose des normes se charge aussi d'en sanctionner le non-respect. On suppose que dans ce cas, l'autorité n'est pas impartiale, et nous avons vu que l'impartialité et l'indépendance sont des exigences fondamentales⁵¹⁸ en matière de régulation.

Dans le cas des régulateurs, le pouvoir de sanction transforme l'autorité administrative ou une partie de cette autorité lorsque celle-ci possède un organe de poursuite séparé, en une autorité quasi juridictionnelle qui possède, en même temps, un pouvoir réglementaire⁵¹⁹. Un auteur s'étonne ainsi qu'on parle d'« une "commission"⁵²⁰ (...) soumise aux règles du procès équitable ! statuant en matière pénale ! à charge d'appel devant la cour d'appel de Paris (qui, elle, est une juridiction) ! et appelée à trancher des litiges par application de règles de droit ! »⁵²¹.

267. **La justification.** Les objections concernant la dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives sont levées dès lors que l'on considère que cette dévolution est nécessaire pour réprimer les manquements aux prescriptions d'une autorité administrative⁵²². L'efficacité revient une fois de plus comme un argument majeur qui justifie toute atteinte. Cependant, des efforts de nature plus juridique ont aussi été déployés et nous les exposons à présent.

§2. *L'encadrement par le droit classique*

268. Le droit est réactif, il a la capacité de s'adapter aux changements de pensée qui se produisent dans la société. Cette affirmation est aussi applicable aux changements introduits par les nouvelles formes de régulation. Cette tâche de conjugaison harmonieuse n'est pas facile à mener à bien, principalement parce qu'elle ne peut pas être exhaustive. En effet, les

⁵¹⁷ Pour le Chili, *V.* la bibliographie citée in Gladys Camacho Cepeda, *préc.*, p. 12-21. En France, *V.* le numéro spécial «Les sanctions administratives », *AJDA.*, octobre 2001, *spéc.* Jean Marc Sauvé, «Les sanctions administratives en droit public français ».

⁵¹⁸ Impartialité structurelle surtout et impartialité fonctionnelle aussi. *V.* Jean-Pierre Remy, *préc.*, *spéc.* p. 38.

⁵¹⁹ Nonobstant les réformes destinées à opérer une séparation des fonctions d'instruction et de sanction, les justiciables n'ont pas hésité à argumenter l'absence d'impartialité de la Commissions des sanctions du fait de l'accumulation des pouvoirs réglementaires et disciplinaires, argument qui a été rejeté. *V.* CE 22 juin 2006, req. n° 293625, inédit au *Recueil Lebon*.

⁵²⁰ « ce n'est pas une nature juridique ! » Hervé Le Nabasque, « La règle "non bis in idem" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) ». *préc.*.

⁵²¹ *Idem*.

⁵²² Au Chili, *Cf.* Gladys Camacho Cepeda, *préc.*, *spéc.*, p. 10; et les prononcements du Tribunal constitutionnel chilien cités par Camacho, *préc.*, p. 18 et ss.

nouvelles formes de régulation correspondent à un état d'esprit capable de concevoir des manières d'agir en nombre infini selon les besoins qui se présentent.

Cependant, grâce à l'action des agents d'unification que sont la doctrine et la jurisprudence, les principes politiques du système juridique, notamment la séparation des pouvoirs, ont été préservés, soit par des limites posées à l'égard des pouvoirs des régulateurs (A) soit par une nouvelle lecture de ces principes (B)

A. Limitation des pouvoirs des régulateurs

269. La jurisprudence a limité tant le pouvoir de sanction (1) que le pouvoir réglementaire (2).

1. Limitation du pouvoir de sanction

270. **Le pouvoir de sanction est légitime.** Le débat au sujet de l'octroi aux régulateurs d'un pouvoir de sanction est désormais clos⁵²³ ; la jurisprudence française a en effet admis la légitimité du pouvoir de sanction des AAI. La jurisprudence européenne pour sa part n'interdit pas l'attribution d'une compétence décisionnelle à une autorité non juridictionnelle dans une procédure d'accusation en matière pénale⁵²⁴. Tout cela au nom de l'efficacité, comme le Conseil constitutionnel l'a affirmé : « (...) l'attribution d'un pouvoir de sanction à une AAI ne porte pas atteinte au principe de séparation des pouvoirs dès lors qu'on se situe dans le cadre d'un régime d'autorisation administrative rendu nécessaire par l'obligation de prendre en compte des contraintes techniques et des objectifs à valeur constitutionnelle ; et que ce pouvoir est exercé par une autorité administrative indépendante ».⁵²⁵

Dans le cadre latino-américain, la doctrine chilienne affirme que « (...) la mission de l'État contemporain, c'est d'assurer le respect des règles du jeu, tant dans l'aspect social que dans l'aspect économique, ce qui a accentué fortement sa fonction de régulation. De façon

⁵²³ Dans ce sens, Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 916. « Le développement des sanctions administratives auquel on a, en France comme dans la plupart des pays voisins, dans les secteurs les plus divers, assisté depuis un peu plus d'un quart de siècle, s'est d'abord heurté, de la part de la doctrine, aux plus vives préventions. Il a finalement reçu, en 1989, de la part du Conseil constitutionnel (décisions des 17 janvier et 28 juillet) quelque chose comme une consécration. Consécration finalement reconnue comme nécessaire tant pour désencombrer la juridiction pénale que pour assurer, dans certains domaines, l'efficacité d'une répression perçue comme nécessaire des comportements peu ou prou délictueux, mal appréhendés par les juridictions judiciaires, et encore pour parvenir à assurer, sur un processus qu'il paraissait difficile d'éviter, un contrôle adéquat », Jean-Michel Belorgey, « Les principes directeurs », *LPA*, 12 janvier 2006 n° 9, p. 3.

⁵²⁴ Cf. Jean-François Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 §1 de la Convention européenne des droits de l'homme », *AJDA*, 20 novembre 1999, pp. 847-859, *spéc.* p. 849. .

⁵²⁵ Décision 248 DC du 17 janvier 1989, CSA, loi modifiant la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication, considérant 32, cité in *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

conjointe à ce changement de l'axe de l'activité administrative, on trouve le renforcement des pouvoirs publics relationnés avec la régulation, intervention et contrôle des activités (...) »⁵²⁶. On remarque que la Constitution confie à l'État la fonction d'établir les mécanismes appropriés pour garantir la protection des droits et des intérêts des usagers.

271. **Conditions.** Le pouvoir de sanction sera donc justifié dès lors qu'il sera nécessaire pour réprimer les manquements aux prescriptions d'une autorité administrative. En outre, plusieurs conditions se posent afin de légitimer ce pouvoir :

- L'application de sanctions susceptibles d'entraver l'exercice d'un droit fondamental peut correspondre uniquement aux juridictions⁵²⁷, ainsi, les sanctions susceptibles d'être infligées excluent la privation de liberté⁵²⁸.

- La dévolution du pouvoir de sanction doit respecter les principes de spécialité et de proportionnalité consacrés par la jurisprudence du Conseil constitutionnel, selon lequel « Le principe de la séparation des pouvoirs, non plus qu'aucun principe ou règle de valeur constitutionnelle, ne fait obstacle à ce qu'une autorité administrative, agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique, puisse exercer un pouvoir de sanction dans la mesure nécessaire à l'accomplissement de sa mission »⁵²⁹. La dévolution du pouvoir de sanction n'est donc pas un corollaire indispensable de l'existence d'un régulateur. Ce pouvoir est justifié uniquement lorsqu'il est nécessaire pour l'accomplissement des objectifs que le régulateur poursuit⁵³⁰.

- La loi doit prévoir les mesures destinées à sauvegarder les droits et libertés constitutionnellement garantis, tels que la non-rétroactivité des sanctions pénales⁵³¹ et la nécessité ou la proportionnalité des peines⁵³². La sanction aussi doit être prévue ou au moins

⁵²⁶ Gladys Camacho Cepeda, *préc.*, p. 10.

⁵²⁷ Cons. const. décision n° 2009-580-DC, 10 juin 2009, *Loi favorisant la diffusion et la protection de la création sur internet*, consid. 12-16 (HADOPI)

⁵²⁸ Conseil Constitutionnel, Décision 260 DC du 28 juillet 1989, loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, cité in *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

⁵²⁹ Cons. const. décision n° 88-248, 17 janvier 1989, *Loi modifiant la loi n° 86-1067*, 30 septembre, 1986 relative à la liberté de communication, consid. 6 et 32. Cons. const. décision 89-260-DC, 28 juillet 1989, *Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier*, consid. 6 (Commission des opérations de bourse) ; décision n° 96-378-DC, 23 juillet 1996, *Loi relative à la loi portant réglementation des télécommunications*, consid. 15 (ART) ; décision n° 2000-433-DC, 27 juillet 2000, *Loi modifiant la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communications*, consid. 50 (CSA), décision HADOPI, 36. *préc.*, consid. 14.

⁵³⁰ Emmanuel Piwnica, *préc.*, p. 915.

⁵³¹ Principe défini par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789

⁵³² Décision 237 DC du 30 décembre 1987, loi de finances pour 1988, cité in *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

autorisée par la loi⁵³³ (principe de légalité des peines⁵³⁴). Le législateur pour sa part doit définir les infractions en termes suffisamment clairs, précis, et concrets⁵³⁵.

272. **Colombie.** Dans ce pays, la Cour constitutionnelle colombienne⁵³⁶ a jugé que le pouvoir de sanction de la *Superintendencia Bancaria* trouve son fondement dans l'exercice de son rôle de police administrative, en vertu duquel elle doit surveiller et contrôler les entités qui reçoivent des ressources publiques et veiller à ce qu'elles soient conformes aux normes légales qui s'y appliquent. Ainsi, la Cour considère que les sanctions ne peuvent être appliquées que lorsqu'elles ont été établies dans des lois et des règlements. Dans ce dernier cas, il faut qu'il s'agisse de règlements établis par le président de la République, en exercice de ses facultés constitutionnelles et en conformité avec la loi. Il est évident, dit la sentence, que ne sont pas compris dans cette catégorie les règlements, les circulaires ou les concepts émis par la *Superintendencia Bancaria*.

2. Limitation de la portée du pouvoir réglementaire

273. **Position jurisprudentielle française.** Comme dans les autres législations étudiées, la jurisprudence constitutionnelle et administrative a voulu trancher le débat autour du pouvoir réglementaire, au moins en ce qui concerne le principe de la séparation des pouvoirs. La réponse du Conseil constitutionnel a été donnée en deux étapes.

274. **Ce pouvoir est légitime, bien encadré.** Dans une décision du 18 septembre 1986, le Conseil constitutionnel français a reconnu la légitimité du pouvoir réglementaire et de sanction de la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL), sous réserve

⁵³³ Cons. const. décision n° 88-248 DC, 17 janvier 1989 *Loi modifiant la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communications*, consid. 36, CE 9 octobre 1996, *Société Prigest*, Lebon, p.690, cités par La dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives indépendantes », in *Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?*, Colloque co-organisé par la Cour de cassation, l'Université de Montpellier I, et le Centre d'études et de recherches de sciences administratives (CNRS-Université Paris II), RFDA, n° 5, 2010, pp. 873-935, spéc. p. 915-919.

⁵³⁴ Il est établi par l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen.

⁵³⁵ Exigence affirmée par le Conseil constitutionnel (décision n° 80-127 des 19 et 20 janvier 1981, *Loi renforçant la sécurité et protégeant la liberté des personnes*, consid. 7, décision n° 98-399-DC, 5 mai de 1998, *Loi relative à l'entrée et au séjour des étrangers en France et au droit d'asile*, consid. 7, décision n° 84-181-DC 10 octobre 1984, *Loi visant à limiter la concentration et à assurer la transparence financière et le pluralisme des entreprises de presse*, consid. 30, décision n° 2003-484-DC, 20 novembre 2003, *Loi relative à la maîtrise de l'immigration, au séjour des étrangers en France et à la nationalité*, consid. 43), par le Conseil d'État (CE, 9 octobre 1996, *Société Prigest*, préc.), par la Cour de cassation (Crim. 27 mars 1995, Bull. crim., n° 125 ; 29 octobre 1991, Bull. crim., n° 386) ainsi comme par la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH, 29 mars 2006, *Achour c. France*, req. n° 67335/01, §41 s.), tous cités in Emmanuel Piwnica, préc. p. 916.

⁵³⁶ Sentence C-1161 du 6 septembre 2000.

que ce pouvoir soit encadré strictement⁵³⁷. Cette décision affirme que l'article 21 de la Constitution ne faisait « pas obstacle à ce que le législateur confie à une autorité autre qu'au Premier ministre le soin de fixer (...) des normes permettant de mettre en œuvre une loi », à la condition que ce soit « dans un domaine déterminé et dans le cadre défini par les lois et les règlements ».

275. **Ce pouvoir est légitime, mais limité.** La décision citée a été précisée plus tard par le Conseil constitutionnel⁵³⁸, qui a affirmé que l'habilitation législative au profit d'une autorité autre que le premier ministre « ne concerne que des mesures à portée limitée tant par leur champ d'application que par leur contenu ».

276. **Ce pouvoir est légitime, mais subordonné, second et spécialisé.** Même s'il est ici question de la France, le raisonnement est également applicable aux législations latino-américaines citées : le pouvoir réglementaire des régulateurs est un pouvoir d'application des lois et non un pouvoir réglementaire autonome⁵³⁹. Le pouvoir réglementaire des AAI serait par conséquent subordonné, second⁵⁴⁰ et spécialisé par rapport au pouvoir réglementaire national. Plus encore, « la compétence réglementaire ne doit pas présenter une certaine *importance*, ne doit pas porter sur *l'essentiel* »⁵⁴¹. Les fondements de cette modération sont les articles 20 et 21 de la Constitution française, interprétés littéralement, auxquels s'ajoute l'interprétation soutenue par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 18 septembre de 1986⁵⁴².

277. **Précisions doctrinales.** L'école aixoise du droit constitutionnel fait partie des principaux défenseurs des limitations du pouvoir réglementaire des régulateurs⁵⁴³. Elle soutient que la compétence réglementaire des AAI est limitée « "en surface" (...) mais aussi "en profondeur" »⁵⁴⁴. Cela suppose, selon cette école, que l'habilitation législative soit limitée d'un point de vue quantitatif (le domaine d'habilitation doit être étroit), et d'un point de vue

⁵³⁷ L'habilitation législative pour exercer une compétence réglementaire doit concerner « *des mesures de portée limitée tant par leur champ d'application que par leur contenu* ». *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié » *préc.*

⁵³⁸ Décision n° 8-24 DC du 17 janvier 1989, (consid. 15).

⁵³⁹ Anne Gazier, « Les pouvoirs des autorités administratives indépendantes », *préc.*

⁵⁴⁰ *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié, *préc.*

⁵⁴¹ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 400.

⁵⁴² Décision 217 DC du 18 septembre 1986, CNCL.

⁵⁴³ Cf. une présentation de cette école se trouve dans l'article de X. Magnon, *in Mélanges Favoreu*, Paris, Dalloz, 2007, p. 233, cité *in* Arnaud Haquet, *préc.*, p. 403.

⁵⁴⁴ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 405.

qualitatif (l'habilitation ne peut pas porter sur des matières importantes⁵⁴⁵). Les autorités peuvent donc, « arrêter les mesures de détail, alors que le pouvoir réglementaire national a défini les éléments essentiels »⁵⁴⁶.

278. **Au Chili.** Au Chili, un auteur⁵⁴⁷, suivant la voie française, a opéré une distinction entre la faculté réglementaire autonome et la faculté réglementaire d'exécution. La première s'exerce dans les domaines qui ne sont pas inclus dans la réserve légale, c'est-à-dire dans ceux qui, selon la Constitution, ne sont pas matière de loi. À travers la seconde, l'administration ne fait que concrétiser la loi afin de satisfaire les objectifs visés par la Constitution ou par la loi elle-même.

279. **Colombie.** En Colombie, la question a été analysée du point de vue du pouvoir des régulateurs pour établir des sanctions en exercice du pouvoir réglementaire. La Cour Constitutionnelle colombienne⁵⁴⁸ a déclaré inconstitutionnel l'article 52 de l'*Estatuto Orgánico del Sistema Financiero*, qui octroyait au régulateur la faculté de préciser les sanctions applicables en cas de méconnaissance des normes qu'il pouvait édicter dans l'exercice de sa fonction de régulation. Selon la Cour, la définition des conduites répressibles ne peut pas, sans nuire au principe de la légalité, être déléguée à l'autorité administrative⁵⁴⁹.

À partir de cette sentence, le Conseil d'État colombien a affirmé que les circulaires sont des actes administratifs dont la méconnaissance ne peut servir de fondement pour qualifier certains faits comme susceptibles de sanction⁵⁵⁰.

Nous pouvons noter deux choses. D'abord, la question s'est posée à l'égard d'un régulateur tellement lié au gouvernement qu'on pourrait même considérer qu'il représente le pouvoir exécutif. Les raisons de la Cour pour limiter le pouvoir réglementaire diffèrent donc de celles qui motivent la jurisprudence française. Ensuite, il faut remarquer que la sentence citée affirme que la *Superintendencia* ne peut pas créer des sanctions (elle ne pourrait pas créer une amende là où la loi n'en prévoit pas). L'interprétation a été étendue jusqu'à considérer que

⁵⁴⁵ Jean-Yves Chérot, « Le Premier ministre (...) exerce le pouvoir réglementaire », observations sur quelques mots de l'article 21 alinéa 1^{er} de la Constitution », *RRJ, Droit prospectif*, n° spécial 2001, Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, p. 2195.

⁵⁴⁶ GDCC, déc. n° 39, CSA, Dalloz, 13^e éd., p. 701, cité in Arnaud Haquet, *préc.*, p. 406.

⁵⁴⁷ Eugenio Evans Espiñeira, « La ley, su ejecución y la interpretación normativa por los órganos del Estado », *Rev. de Derecho Público*, vol. 65, 2003, p. 67 cité in Juan Carlos Flores Rivas, *op. cit. spéc.* p. 3.

⁵⁴⁸ Sentence C-1161 du 6 septembre 2000.

⁵⁴⁹ « Il est vrai que la norme établit une limite car elle affirme que les sanctions peuvent être uniquement pécuniaires. Nonobstant cette limite, la faculté conférée au gouvernement est ouverte (...) ladite disposition méconnaît donc le principe de légalité (...) ». Sentence C-1161 du 6 septembre 2000.

⁵⁵⁰ Conseil d'État colombien, 8 septembre 2005, IFI LEASING S.A. Compañía de Financiamiento Comercial *contre Superintendencia Bancaria*. V. aussi la Sentence du 26 février 2004. *Expediente* 13216.

l'autorité ne peut pas sanctionner sur la base des circulaires, c'est-à-dire que la circulaire ne peut pas établir de nouveaux faits répréhensibles.

Jusqu'ici, nous avons exposé une façon de réconcilier la séparation des pouvoirs avec les pouvoirs cumulés des régulateurs en limitant strictement ces derniers. Cependant, il est possible de soutenir un avis différent réhabilitant le pouvoir réglementaire des régulateurs.

B. Réhabilitation du pouvoir réglementaire

280. **Deux pouvoirs réglementaires.** À la différence de la position soutenue par l'école aixoise du droit constitutionnel, un auteur⁵⁵¹ a réhabilité le pouvoir réglementaire, affirmant l'existence de différents pouvoirs réglementaires portant chacun sur un objet différent : l'un d'eux a compétence pour exécuter une loi, compétence qui trouve son fondement dans la Constitution, alors que l'autre correspond à une compétence qui trouve son fondement dans la loi⁵⁵². Les AAI ne seraient bénéficiaires que de compétences législatives, compétences qui doivent se restreindre à l'exercice des missions que la loi leurs a confiées⁵⁵³.

281. **Au cadre de l'article 21 de la Constitution.** Le pouvoir réglementaire constitutionnel constituerait un pouvoir d'exécution des lois ; il aurait pour finalité d'exécuter la loi, c'est-à-dire de préciser son contenu. Il appartient au Premier ministre (ou au président de la République) qui a le monopole de ce pouvoir. À travers ce pouvoir, le Premier ministre exerce la « mission de compléter la loi, d'en fixer les modalités d'application »⁵⁵⁴.

282. **Au cadre de l'article 72 de la Constitution.** Il existe aussi un pouvoir réglementaire attribué par l'article 72 de la Constitution⁵⁵⁵, pour lequel le monopole au bénéfice du Premier ministre, institué par l'article 21, n'est pas applicable⁵⁵⁶. Ce pouvoir réglementaire a pour finalité l'application des lois, c'est-à-dire qu'il n'est que l'un des moyens juridiques dont les autorités disposent pour exercer leurs compétences légales⁵⁵⁷.

283. **Coordination des compétences.** Autrement dit, les autorités disposent d'un certain nombre de compétences conférées par la loi et pour les exercer elles disposent de différents

⁵⁵¹ Jean-Marie Auby, « Le pouvoir réglementaire des autorités des collectivités locales », *AJDA* 1984, p. 474, cité in Jean-Yves Chérot, *préc.*, p. 2193.

⁵⁵² Cela en ce qui concerne les AAI, car s'agissant des collectivités locales, la compétence trouve son origine dans l'article 72 de la Constitution.

⁵⁵³ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 409.

⁵⁵⁴ Jean-Yves Chérot, *préc.*, p. 2193.

⁵⁵⁵ Les origines de cette thèse se trouvent dans les discussions autour du pouvoir réglementaire des collectivités locales, question plus ancienne qui a, en général, abouti au même résultat : un rejet du pouvoir réglementaire aux mains d'une autorité autre que le Premier ministre.

⁵⁵⁶ Jean-Yves Chérot, *préc.*, p. 2192.

⁵⁵⁷ Jean-Claude Douence, « Rapport de synthèse des rencontres d'Angers de 1983 », *Cahiers du CFPC*, n° 13, octobre 1983, cité in Jean-Yves Chérot, *préc.*, p. 2193.

moyens, parmi lesquels se trouve le pouvoir réglementaire. Ce pouvoir n'est pas une prérogative mais une des facettes du pouvoir de prendre des décisions administratives pour exercer leurs fonctions⁵⁵⁸. À travers l'exercice du pouvoir réglementaire, l'autorité procède à la concrétisation de la loi, les règles qui découlent de ce pouvoir ne font qu'appliquer un dispositif législatif préexistant. Ce dispositif n'est pas un pouvoir de réglementation autonome. Il ne devrait donc pas y avoir concurrence des pouvoirs entre l'AMF et le Premier ministre. Le Premier ministre ne pourrait pas adopter un règlement général de l'AMF, parce que la loi ne lui a pas confié ce pouvoir. Au contraire, ce pouvoir a été confié par la loi à l'AMF, autorité qui dispose d'une « indépendance de principe [...] qui interdit l'intervention du Premier ministre dans l'exercice de [ses] compétences »⁵⁵⁹.

284. **Critique de la limitation du pouvoir réglementaire.** La distinction exposée a été masquée par la décision du Conseil constitutionnel citée *supra*, qui évoque les mesures prises par les AAI « permettant de mettre en œuvre une loi »⁵⁶⁰. Ainsi, le caractère second et subordonné de la réglementation des AAI n'est pas toujours pertinent ; selon Arnaud Haquet, on peut affirmer que la réglementation des AAI est seconde à celle du Premier ministre du point de vue de la hiérarchie des normes juridiques parce que le règlement de l'AAI est hiérarchiquement inférieur à celui du Premier ministre. Mais l'affirmation est inexacte si ce que l'on veut entendre est que la mission de l'AAI, lorsqu'elle édicte une règle, est secondaire.

285. **Critique de la réhabilitation du pouvoir réglementaire.** Cette dernière thèse n'a pas non plus été exempte de critiques. Selon le Professeur Faure la distinction réalisée n'est qu'un « subterfuge [qui] trahit davantage le souci de contourner la difficulté que d'affronter l'hypothèse d'une concurrence des administrations dans la mise en œuvre des lois, d'un partage d'un seul et même pouvoir »⁵⁶¹. De plus, on ne peut pas méconnaître, surtout en examinant les paragraphes consacrés par le Code monétaire et financier aux pouvoirs de l'AMF, que l'autorité est la « maîtresse de sa compétence »⁵⁶². C'est l'une des nombreuses questions qui subsistent en France sans pouvoir être tranchées. Il nous semble que la

⁵⁵⁸ *Idem.*

⁵⁵⁹ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 410.

⁵⁶⁰ Consid. 58 de la décision n° 86-217 DC, consid. 15 de la décision n° 88-248 DC, consid. 30 de la décision n° 89-260 DC, consid. 11 de la décision n° 96-378 DC, consid. 6 de la décision n° 2004-497 DC, consid. 37 de la décision n° 2006-544 DC. Toutes citées *in* Arnaud Haquet, *préc.*, p. 411.

⁵⁶¹ Bertrand Faure, « Les pouvoir réglementaire des collectivités locales », *thèse* Pau, 1992, p. 206, cité *in* Jean-Yves Chérot, *préc.*, p. 2194.

⁵⁶² Jean-Jacques Daigre, « L'inversion des sources formelles en droit des marchés financiers », *RTDF* n° 2, 2006, p. 105.

principale source de difficultés, l'aspect le plus gênant à cet égard, est le fait que l'autorité soit composée en grande partie de professionnels. Ainsi, il existe une privatisation de la norme édictée par l'autorité.

286. **Chili.** Au Chili, la question se pose du point de vue des facultés interprétatives⁵⁶³, mais elle est tout aussi pertinente en ce qui concerne le pouvoir réglementaire. En effet, différents textes légaux octroient aux *Superintendencias* la faculté d'interpréter les dispositions dont la fiscalisation est à leur charge, soit pour un cas concret soit de façon générale.

287. **La loi, facteur de légitimité.** Un auteur⁵⁶⁴ chilien a justifié le pouvoir conféré aux *Superintendencias* pour interpréter les lois de forme obligatoire en affirmant que ce pouvoir avait une origine légale indépendante, sans qu'on pût soutenir qu'il dérivait de la faculté réglementaire octroyée au président de la République. Afin de justifier la légitimité constitutionnelle des facultés octroyées aux *Superintendencias*, en vertu de la loi, un auteur⁵⁶⁵ a soutenu que celles-ci émanaient de l'article 7 de la Constitution, conformément auquel aucune magistrature ne peut s'arroger d'autres droits que ceux qui lui ont été attribués par la Constitution et les lois ; la loi est donc, pour cet auteur, une des sources possibles des pouvoirs de l'administration.

288. **Obligatoire, mais pas pour les tribunaux.** La Cour d'appel de Santiago a affirmé que l'interprétation soutenue par la *Superintendencia* des banques et des institutions financières était obligatoire pour les entreprises surveillées, mais qu'elle ne s'imposait pas aux tribunaux car ceux-ci sont souverains pour interpréter les lois sans être soumis à aucun autre critère autre que la loi elle-même⁵⁶⁶. Cette position nous semble pour le moins singulière.

Section 3 : Les autres pouvoirs

289. **Plan.** Tous les régulateurs ont été dotés d'autres pouvoirs aussi importants que ceux qu'on vient d'exposer. Certains parmi eux ressemblent aux facultés ordinaires de l'administration classique des États ; c'est le cas de certains pouvoirs qui ne font pas l'objet

⁵⁶³ Au Chili le sujet est traité du point de vue de l'administration en général, ce qui inclut les régulateurs, procédé justifié notamment compte tenu des liens entre les régulateurs (*Superintendencias*) et l'État, beaucoup plus étroits par rapport au droit comparé.

⁵⁶⁴ Enrique Silva Cimma, *Derecho Administrativo Chileno y Comparado*, Ed. Jurídica, Santiago, 4^e edición, 1996, T. I, pp. 250-251 cité in Juan Carlos Flores Rivas, *préc. spéc.* p. 3.

⁵⁶⁵ Alejandro Silva Bascuñan, *Tratado de Derecho Constitucional La Constitución de 1980 Gobierno*. Ed. Jurídica, Santiago, 2000, T.V, n° 16, p.174

⁵⁶⁶ « Bco. de Santiago con SII », cité in Rodrigo Céspedes Proto, « La fuerza vinculante de la jurisprudencia administrativa », *Rev. Chilena de Derecho*, vol. 28, n° 1, pp. 149-159, *spéc.* p. 153.

de controverses importantes (§1). Le cas du pouvoir de transaction est quelque peu différent (§2)

§1. Les pouvoirs non controversés

290. **Trois pouvoirs.** Il s'agit du pouvoir de prendre des décisions individuelles (A), du pouvoir de se constituer partie civile lorsque les tribunaux jugent des affaires concernant le secteur régulé (B) et du pouvoir de proposer des lois (C).

A. Décisions individuelles

291. **Exemples.** Les autorités de la régulation des marchés financiers ont souvent le pouvoir de prendre des décisions de portée individuelle. Il s'agit d'un pouvoir qui ressemble aux pouvoirs détenus par l'administration de l'État et qui trouvent sa justification dans l'intérêt général de l'activité régulée. On parle du pouvoir d'édicter des injonctions (1), de viser certains documents (2), d'agréer certains opérateurs (3), et d'approuver des règles adoptées par les organismes privés (4). Dans les développements suivants nous donnerons des exemples de ces pouvoirs, exposant sous quelles conditions ils sont conférés.

1. Injonctions

292. **Généralités.** Par injonction, on entend des ordres, prescriptions et commandements émanant d'une autorité donnée⁵⁶⁷. Le pouvoir d'enjoindre est consubstantiel aux régulateurs et aux autorités en général, c'est ce pouvoir qui en fait des autorités. Une injonction cependant peut être directe ou indirecte. Ce dernier cas peut avoir un domaine d'application distinct exigeant l'intervention d'un juge. Le pouvoir d'enjoindre peut être octroyé en termes généraux, ou dans les différents domaines particuliers qui sont de la compétence de l'autorité. C'est pourquoi, nous trouvant dans l'impossibilité de recenser toutes les compétences, nous nous bornerons à en exposer quelques exemples.

293. **Colombie.** Parmi les autorités analysées, l'autorité colombienne possède le domaine de compétence le plus large pour décréter des injonctions. Elle peut ordonner la suspension de pratiques illégales, non autorisées ou juste dangereuses, ainsi que des mesures de corrections, lorsqu'elle considère qu'une entité surveillée est en train de transgresser ses statuts ou une disposition légale, ou lorsque l'entité est gérée de façon non autorisée ou dangereuse. La *Superintendencia* colombienne peut aussi imposer aux personnes qui exercent des activités financières sans pouvoir justifier de l'autorisation nécessaire, des mesures préventives telles

⁵⁶⁷ Gérard Cornu, *préc.*, p. 492.

que des amendes, la suppression de la personnalité morale ou la liquidation rapide et progressive des opérations réalisées illégalement suivie de la saisie des biens des entités en question⁵⁶⁸. Pour éviter qu'une entité surveillée ne se rende coupable d'actes susceptibles d'être sanctionnés par la saisie de ses biens ou pour remédier à ces actes, la *Superintendencia* peut établir une surveillance spéciale, charger une autre entité de l'administration fiduciaire des biens et des affaires de l'entité surveillée, ordonner la recapitalisation, disposer la fusion de l'institution, etc.⁵⁶⁹. Ce pouvoir peut être exercé seulement auprès des entités soumises à la surveillance de la *Superintendencia*⁵⁷⁰.

294. **France.** Le collège de l'AMF possède la faculté de prononcer des injonctions administratives en cas de manquements aux lois ou à ses règlements, mais aussi en cas des manquements aux règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement pouvant porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché⁵⁷¹. Dans les mêmes cas, le collège de l'AMF peut solliciter une injonction judiciaire (injonction indirecte) ou demander des mesures conservatoires⁵⁷².

295. **Mexique.** L'autorité mexicaine aussi conformément à l'article 7 de la loi de la CNBV peut ordonner la suspension temporaire de tout ou partie des opérations des entités financières mais cela seulement lorsqu'elles contreviennent de manière grave ou réitérée à la législation qui leur est applicable.

296. **États-Unis.** La SEC peut prendre des injonctions (*cease and desist order*) contre toute personne placée sous son contrôle : par exemple l'injonction temporaire de s'abstenir de réaliser certains actes (*temporary cease and desist order*) à l'encontre de certains professionnels⁵⁷³. Elle peut aussi prononcer l'interdiction d'être administrateur ou dirigeant d'une société offrant au public des titres financiers. C'est l'injonction administrative⁵⁷⁴.

297. **Royaume-Uni.** La FSA peut aussi interdire à une personne l'exercice d'une ou plusieurs fonctions, voire de toute fonction à l'intérieur d'un organisme autorisé à développer

⁵⁶⁸ Les mesures qui peuvent être imposées par l'autorité sont prévues dans l'article 108 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁵⁶⁹ Article 326 n° 5 c) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁵⁷⁰ Article 6 d) de la Ley 964 du 8 juillet 2005.

⁵⁷¹ Art. L. 621-14 CMF

⁵⁷² Art. L. 621-17 CMF

⁵⁷³ Lorsqu'une violation du droit boursier peut probablement résulter en une dissipation d'actifs, un dommage significatif aux investisseurs ou à l'intérêt public.

⁵⁷⁴ Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 193.

des activités réglementées (*prohibition orders*)⁵⁷⁵. À travers l'injonction judiciaire, la SEC peut demander à un tribunal fédéral de première instance (*US District Court*) des injonctions temporaires (interdictions ou obligations : *temporary restraining order*), un gel des comptes (*asset freeze*) ou la nomination d'un administrateur judiciaire (*receiver*) pour gérer les actifs d'une personne, le tribunal possédant une grande souplesse⁵⁷⁶.

298. **Chili.** Pour connaître les pouvoirs dont bénéficie la *Superintendencia* chilienne il faut consulter les lois qui régissent les entités surveillées car le décret 3538 qui a créé la *Superintendencia* ne lui donne pas la faculté générale d'enjoindre les firmes ; on peut seulement y trouver, par exemple, la faculté de l'autorité à imposer aux intermédiaires de valeurs, aux administrateurs de fonds surveillés (par rapport aux fonds surveillés) et d'autres entités surveillées, de s'abstenir de réaliser certaines transactions que l'autorité spécifie avec des entités liées ou à travers celles-ci par une période de trois mois maximum renouvelables, lorsque la situation financière met en péril les fonds administrés, patrimoines séparés ou compromis avec des investisseurs⁵⁷⁷. Par contre, dans d'autres genres de lois, par exemple dans la loi qui régit les entités qui administrent des fonds de retraite, la *Superintendencia* est autorisée à informer les entités de l'illégalité de leurs contrats ou des règlements. Elle peut aussi suspendre la commercialisation des quotas du fond jusqu'à la mise en œuvre de modifications destinées à remédier aux défaillances qu'elle a observées dans les règlements et les contrats⁵⁷⁸.

299. **Procédure.** En France, les injonctions sont prononcées après que la personne concernée ait été mise en demeure de présenter ses explications, alors qu'aux États-Unis la décision peut être non contradictoire (*ex parte*). Au Chili, l'autorité doit solliciter devant les tribunaux l'application de mesures conservatoires, par exemple, lorsqu'il s'agit de protéger les droits des personnes lésées par l'usage d'information privilégiée⁵⁷⁹.

⁵⁷⁵ Part IV, Performance of Regulated Activities, n° 56 Prohibition orders : (1) Subsection (2) applies if it appears to the Authority that an individual is not a fit and proper person to perform functions in relation to a regulated activity carried on by an authorised person. (2) The Authority may make an order ("a prohibition order") prohibiting the individual from performing a specified function, any function falling within a specified description or any function. (3) A prohibition order may relate to- (a) a specified regulated activity, any regulated activity falling within a specified description or all regulated activities; (b) authorised persons generally or any person within a specified class of authorised person.

⁵⁷⁶ Cf. Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.* p. 193.

⁵⁷⁷ Art. 4 u) DL. 3538 de 1980.

⁵⁷⁸ Art. 1 6) de la Loi N° 20.448.

⁵⁷⁹ Art. 4 q) du DL n° 3538 de 1980.

2. Visas

300. **Définition.** Certains documents d'information qui circulent dans les marchés financiers ne peuvent pas être diffusés sans être visés par l'autorité. Ensuite, nous citerons quelques exemples :

301. **France.** L'AMF est habilitée à délivrer un visa sur le prospectus⁵⁸⁰ préalable à toute opération d'offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé⁵⁸¹.

302. **Royaume-Uni.** La FSA vérifie les notes d'information et les prospectus ainsi que tous les documents transmis par les sociétés émettrices et assure qu'elles diffusent un volume régulier d'information adaptée.

303. **États-Unis.** La SEC américaine contrôle aussi les documents établis par les émetteurs au moment d'enregistrer leurs titres⁵⁸². Elle contrôle aussi l'information périodique et permanente des émetteurs des offres publiques⁵⁸³.

304. **Amérique latine.** Parfois, l'autorité établit l'information qu'il faut diffuser, le document en question doit alors simplement parvenir à l'autorité, sans qu'on exige de celle-ci une autorisation expresse et, bien entendu, sans que soit entamée la faculté de l'autorité de demander des modifications, corrections, etc. C'est le cas chilien, où on exige que les documents utilisés pour diffuser des émissions de valeurs contiennent l'information déterminée par la *Superintendencia*, et qu'ils soient remis au Registre de valeurs. Les prospectus correspondant à des OPA doivent seulement être remis à la *Superintendencia*, sans besoin d'une autorisation spéciale⁵⁸⁴, nonobstant la faculté de la *Superintendencia* à demander des modifications. La procédure est la même en Colombie⁵⁸⁵. En outre, la *Superintendencia* colombienne doit approuver les programmes de capitalisation, la publicité et les états financiers des entités surveillées avant leur publication. Au Mexique, la sollicitation d'une inscription dans le registre de valeurs doit être accompagnée d'un prospectus, et ces deux

⁵⁸⁰ Art. L. 621-8 et L. 412-1 CMF. V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 277.

⁵⁸¹ Par rapport à la mise en œuvre de ce pouvoir par la COB, V. Arnaud See, « Le visa de la Commission des opérations de bourse, Essai sur le régime juridique de la régulation financière », in http://cde.alsace.cnrs.fr/IMG/pdf/s_E9e.pdf

⁵⁸² Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.*, p. 192.

⁵⁸³ Ces documents d'information sont disponibles sur une base de données électronique disponible sur internet (EDGAR).

⁵⁸⁴ Art. 203 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁵⁸⁵ V. Resolución 400 de 1995

documents doivent être préalablement approuvés par la CNBV⁵⁸⁶.

3. Agréments

305. **Définition.** L'agrément est l'un des principaux instruments utilisés par la régulation afin de surveiller la qualité des prestataires de services financiers. Il s'agit d'une faculté généralisée conformément à laquelle, pour développer certaines activités, il faut compter avec l'autorisation du régulateur.

306. **France.** En France, particulièrement dans le domaine de la gestion d'actifs, l'AMF agréée les sociétés de gestion de portefeuille, de fonds communs de créances, de sociétés civiles de placement immobilier et de sociétés d'épargne forestière, et autorise les OPCVM à la commercialisation. En général, l'autorité surveille la qualité des prestataires qui veulent fournir des services financiers par le biais de l'agrément, mais aussi en délivrant des passeports européens ou des cartes professionnelles, ou par le biais de l'habilitation et de l'enregistrement⁵⁸⁷. Par exemple, les conseillers en investissements financiers doivent adhérer à une association professionnelle, laquelle doit être agréée par l'AMF⁵⁸⁸.

D'après la loi de régulation bancaire et financière, et dans le prolongement du règlement CE n°1060/2009 du 16 septembre 2009, l'AMF est compétente pour l'enregistrement et la supervision des agences de notation⁵⁸⁹.

307. **États-Unis.** Aux États-Unis, les SROs et de nombreux intermédiaires doivent s'enregistrer auprès de la SEC, obligation qui concerne principalement les *broker-dealers*, les sociétés d'investissement et les conseillers d'investissement, les *Public Utilities Holding Companies* et les *Transfert agents*⁵⁹⁰. En vertu de la *Dodd Frank Act*, les *Market participants* (où on inclut les *swap dealers* et les *major swaps participants*⁵⁹¹) doivent s'enregistrer auprès de la SEC pour les titres, et de la CFTC pour les marchandises. Les *hedge funds* sont aussi soumis à une obligation d'enregistrement⁵⁹².

308. **Royaume-Uni.** Au Royaume-Uni, la FSA doit autoriser l'exercice d'activités financières soumises à régulation. Les critères d'autorisation sont l'honnêteté, la compétence et la solidité financière. Sauf exception (*exemptions* ou droit européen), seules *les authorised*

⁵⁸⁶ Art. 86 de la Ley del mercado de valores.

⁵⁸⁷ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 278.

⁵⁸⁸ Art. L. 541-4 CMF

⁵⁸⁹ Art. 10, I, 5° de la Loi de régulation bancaire et financière et art. L. 544-4 CMF.

⁵⁹⁰ Section 17A (c) de l'*Exchange Act*. Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.*, p. 192.

⁵⁹¹ Cf. Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *préc.*

⁵⁹² *Idem*.

persons peuvent exercer l'activité régulée. Dans ce pouvoir d'autorisation se trouvent compris le pouvoir d'enjoindre à la firme à se soumettre à la procédure d'autorisation, et le pouvoir de vérifier que les agents des firmes occupant des fonctions de contrôle s'acquittent convenablement de leur tâche⁵⁹³. La FSA « reconnaît » certains organismes tels que les bourses et *clearing houses* anglaises et les bourses et *clearing houses* étrangères assurant un niveau de protection équivalent à celui garanti en Angleterre. La FSA établit aussi la liste des titres admis à cotation.

309. **Colombie.** En Colombie, certaines entités surveillées nécessitent, pour fonctionner, l'autorisation de la *Superintendencia financiera*⁵⁹⁴. Par exemple, la *Superintendencia Financiera* surveille le bon fonctionnement des organismes autorégulateurs⁵⁹⁵. De plus, l'autorité colombienne a la faculté d'approuver ou de rejeter la constitution et le fonctionnement des entités surveillées, ainsi que leur fusion, division, transformation, et la cession de leurs actifs, passifs, et de leurs contrats. Elle autorise aussi l'installation des bureaux de représentation des organismes financiers et de réassureurs venus de l'étranger.

Malgré la place non négligeable de l'autorégulation⁵⁹⁶, la *Superintendencia* colombienne est l'entité chargée d'administrer le système intégral d'information du marché de valeurs⁵⁹⁷ qui est constitué par le registre national de valeurs et d'émetteurs⁵⁹⁸, le registre national d'agents du marché de valeurs⁵⁹⁹ et le registre national de professionnels du marché de valeurs⁶⁰⁰.

310. **Mexique.** Au Mexique, la CNBV doit autoriser les personnes physiques qui réalisent des opérations de conseil, de promotion d'achat et de vente de valeurs avec le public, comme représentants des intermédiaires de valeurs⁶⁰¹. Elle autorise la constitution et l'opération, et détermine le capital minimum des entités que la loi indique⁶⁰². L'autorité autorise et surveille les systèmes de compensation, d'information centrale, de qualification de valeurs et d'autres mécanismes tendant à faciliter des opérations, à les perfectionner ou à perfectionner le

⁵⁹³ Par exemple, La FSA développe une procédure d'entretien individuel qui lui a déjà permis, en 2008 de refuser 18 candidats à des positions bancaires élevées. Ces tests dits « éthiques » ont été établis pour mesurer la capacité des dirigeants à diriger leurs institutions. « Royaume-Uni : des banquiers bientôt compétents dans le domaine de l'éthique » in <http://www.ethiquedesorganisations.com/>

⁵⁹⁴ Art. 326 n° 1 de l'Estatuto orgánico del sistema financiero.

⁵⁹⁵ Art. 25 paragraphe 4° de la Ley 964 du 8 juillet 2005.

⁵⁹⁶ *V. Infra*, N°496 et ss.

⁵⁹⁷ « Sistema integral de información del mercado de valores ». *V.* Art. 7 de la Ley 964 du 8 juillet 2005.

⁵⁹⁸ « Registro Nacional de Valores y Emisores ». Elle doit émettre des certifications concernant l'inscription des émetteurs, des valeurs et leur type ainsi que l'existence et la représentation légale des entités surveillées.

⁵⁹⁹ « Registro Nacional de agentes de valores ».

⁶⁰⁰ « Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores ». Il est limité aux personnes physiques.

⁶⁰¹ Art. 4 XII de la Loi de la CNBV.

⁶⁰² Art. 4 XI de la Loi de la CNBV.

fonctionnement du marché de valeurs⁶⁰³.

Comme en Colombie, l'autorité est chargée du registre national de valeurs et d'intermédiaires et doit certifier les inscriptions⁶⁰⁴. Elle peut donc autoriser, suspendre ou supprimer les inscriptions des valeurs et des spécialistes boursiers dans le registre, et suspendre l'inscription des entreprises de marché⁶⁰⁵.

311. **Chili.** Le registre de valeurs chilien, le registre d'intermédiaires⁶⁰⁶, et d'autres registres tels que le registre d'agences de notation⁶⁰⁷ ou celui de valeurs étrangères⁶⁰⁸ sont aussi à la charge de la *Superintendencia* qui doit fixer, à travers des normes générales, les conditions d'inscription⁶⁰⁹. Une fois inscrite une valeur dans le registre chilien, l'opérateur doit procéder à l'inscription dans une bourse de valeurs, laquelle ne peut pas la refuser⁶¹⁰. L'établissement de la société de bourse elle-même est aussi soumis à l'autorisation de la *Superintendencia*⁶¹¹.

Il y a ici une différence entre le choix des législations pour surveiller les agents et les actifs commercialisés. En France, cette tâche est effectuée par les entreprises de marché elles-mêmes, sans préjudice à certains pouvoirs d'intervention du régulateur, alors que dans les trois pays d'Amérique latine ici étudiés, cette tâche est directement à la charge des autorités de régulation des marchés financiers.

4. Approbation

312. **Définition.** Toutes les législations analysées prévoient que les organismes de marché et les auxiliaires de marché soient dotés des règles qui vont régir leurs activités. Ces règles sont élaborées par l'organisme lui-même, laissant ainsi place à l'autorégulation. Cependant, dans l'esprit *contemporain* des nouvelles formes de régulation, lesdites règles doivent être plus ou moins contrôlées par l'autorité, surveillance qui s'exerce à travers la faculté qu'elle a de les approuver et de les modifier. Comme dans les autres matières ici analysées, nous nous limiterons à exposer quelques exemples de ce pouvoir, nous trouvant dans l'impossibilité de recenser tous les domaines de compétences qu'il recouvre.

⁶⁰³ Art. 4 XXXIV

⁶⁰⁴ « Registro Nacional de Valores y de intermediarios », Art. 4 XXVIII de la Loi de la CNBV.

⁶⁰⁵ Art. 4 XXIX de la Loi de la CNBV.

⁶⁰⁶ Art. 26 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶⁰⁷ Art. 71 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶⁰⁸ Art. 183 de la de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶⁰⁹ Art. 5 et ss de la *Ley Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981. Ce registre comprend les valeurs et les émetteurs.

⁶¹⁰ Art. 23 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶¹¹ Art. 41 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

313. **France.** L'AMF peut approuver ou refuser les règles de fonctionnement des organismes et auxiliaires de marché⁶¹². Elle est ainsi indispensable dans le processus de reconnaissance d'un marché réglementé. L'autorité dispose aussi d'un pouvoir d'opposition face à l'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé⁶¹³. L'autorité peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers, en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier⁶¹⁴. Dans un autre domaine, en vertu de la directive dite «abus de marché»⁶¹⁵, l'AMF approuve les «pratiques de marchés», sorte de sceau qui les rend opposables à l'AMF même pour éviter la qualification d'une conduite comme manquement d'initié⁶¹⁶. L'AMF peut aussi certifier des contrats types d'opérations sur instruments financiers, sur demande dûment motivée d'un ou plusieurs prestataires de services d'investissement ou d'une association professionnelle de prestataires de services d'investissement. Pour cela, elle doit procéder à la vérification de la conformité des dispositions du contrat type au règlement général de l'AMF⁶¹⁷.

314. **États-Unis.** La SEC doit approuver les règles adoptées par les SROs et les organismes placés sous son contrôle, par exemple, elle approuve les modifications appliquées aux règles d'admission, ou aux négociations d'une entreprise de marché. La procédure d'approbation de ces règles implique la mise en place d'une procédure de publicité et un appel aux commentaires du public, deux éléments qu'on ne trouve pas dans le processus d'élaboration des règles dans le cadre d'un pouvoir législatif classique.

315. **Royaume-Uni.** La FSA doit, par exemple, approuver le régime des fonds communs de placement⁶¹⁸, la *FSMA* établissant aussi une interdiction générale selon laquelle nul ne peut exercer une activité réglementée au Royaume-Uni, ou prétendre le faire, à moins qu'il soit autorisé ou exempté⁶¹⁹.

316. **Colombie.** La *Superintendencia* colombienne approuve les règlements que, pour

⁶¹² Organismes de marché, c'est-à-dire les entreprises de marché et chambres de compensation, auxiliaires de marché sont les dépositaires centraux, les sociétés gestionnaires de systèmes de règlement - livraison. n° 523 et s. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n°280.

⁶¹³ Art. L. 421-4 CMF.

⁶¹⁴ En vertu des modifications introduites par la Loi de la loi de régulation bancaire et financière du 11 octobre 2010, *spéc.* art. 2.

⁶¹⁵ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003.

⁶¹⁶ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n°272.

⁶¹⁷ Article 131-1 Règlement général AMF, en application de l'art. L. 621-18-1 CMF.

⁶¹⁸ « (1) Any application for an order declaring a unit trust scheme to be an authorised unit trust scheme must be made to the Authority by the manager and trustee, or proposed manager and trustee, of the scheme » Chapter III Authorised Unit Trust Schemes n°242 à 244 de la Financial Services and Markets Act de 2000

⁶¹⁹ Part III, Regulated and Prohibited activities n°19.

fonctionner, doivent créer les systèmes de compensation et de liquidation (chambres de compensation et dépositaires centraux⁶²⁰ inclus), et les organismes d'autorégulation⁶²¹.

317. **Mexique.** Afin d'obtenir la concession nécessaire pour agir comme maison de bourse, il faut adresser un dossier contenant, entre autres, un projet de règlement intérieur⁶²². Les bourses doivent aussi formuler des normes destinées à encadrer l'activité de leurs membres. Il faut remarquer que nous n'avons pas trouvé de normes octroyant à l'autorité la faculté d'approuver les règles énoncées par les bourses, ou de les homologuer, cependant, un droit de veto de l'autorité sur les normes issues des organismes autorégulateurs est consacré⁶²³. De plus, en vertu de l'article 228 de la *Ley de mercado de valores*, toutes les bourses ont le caractère d'organismes autorégulateurs. Ce droit de veto est donc applicable.

318. **Chili.** Comme le veut la tendance exposée jusqu'ici, au Chili ce sont les mêmes organismes de marché qui doivent se doter des règles qui vont régir leurs activités et celles des intermédiaires. La *Superintendencia* doit approuver le règlement interne de l'organisme de marché⁶²⁴, mais elle possède aussi la faculté de formuler « des instructions et des normes » afin d'obtenir un fonctionnement équitable, concurrentiel, ordonné, et transparent⁶²⁵. La même faculté existe concernant les chambres de compensation⁶²⁶.

Il n'existe pas, en Amérique latine, de procédure de publicité préalable à l'approbation de ces règles, comme c'est le cas en France ou aux États-Unis.

B. Possibilité de se constituer partie civile

319. **Définition.** La méconnaissance des normes qui régissent les marchés financiers peut porter préjudice à des tiers, préjudice dont l'indemnisation doit être demandée devant les tribunaux ordinaires. L'autorité peut éventuellement se constituer partie civile.

320. **France.** Lorsque des poursuites sont engagées pour atteintes à la transparence des marchés⁶²⁷, l'Autorité des marchés financiers peut exercer les droits de la partie civile. Toutefois, elle ne peut, à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits, exercer en même temps les pouvoirs de sanction qu'elle tient du code et les droits de la partie

⁶²⁰ « *Cámaras de riesgo central de contraparte* ». Il faut remarquer que seulement l'année 2008 la Colombie s'est vu dotée d'une chambre de compensation et contrepartie centrale.

⁶²¹ Art. 28 de la Loi 964 du 8 juillet 2005.

⁶²² Art. 335, II, D) de la Ley de mercado de valores.

⁶²³ Art. 231 I de la Ley de mercado de valores.

⁶²⁴ Art. 44 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶²⁵ Art. 39 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶²⁶ Art. 160 de la *Ley de Mercado de Valores* n° 18.045 de 1981.

⁶²⁷ En application des articles L. 465-1 et L. 465-2 CMF.

civile⁶²⁸.

321. **États-Unis.** La SEC intervient souvent devant les tribunaux, spontanément, en tant qu'*amicus curiae*, ou à leur demande, lorsque l'affaire porte sur un point de droit important. Elle ne peut pas se constituer partie civile, cependant elle peut informer le Parquet fédéral d'une violation du droit boursier.

322. **Royaume-Uni.** En ce qui concerne les sanctions pénales, la FSA peut poursuivre des délits en collaboration avec d'autres autorités telles que l'Office de fraudes graves, le ministère du Commerce et de l'Industrie, le ministère de l'Intérieur, le service national d'information sur la criminalité, voire en collaboration avec les autorités étrangères⁶²⁹.

323. **Mexique.** La CNBV peut assister à l'organisme chargé des quêtes pénales (*Ministerio publico*)⁶³⁰ et, dans certains cas exceptionnels fixés par la loi, elle doit être entendue dans les processus destinés à déterminer l'existence d'un délit⁶³¹.

324. **Colombie et Chili.** En Colombie et au Chili, les régulateurs ne peuvent pas intervenir dans des procédures judiciaires, si ce n'est pour présenter des rapports. Ainsi, au Chili, l'autorité peut uniquement intervenir dans les causes civiles par des déclarations sur les faits qu'elle a constatés, déclarations qui peuvent avoir le caractère de preuve pleine⁶³², à la discrétion du tribunal.

C. Droit de proposition de lois ou règlements

325. **Définition.** Les régulateurs peuvent-ils proposer de nouvelles lois ou des changements législatifs devant le pouvoir législatif ou l'exécutif? Dans certaines législations, cette possibilité est explicitement prévue alors que dans d'autres elle est considérée comme illégale.

326. **France.** L'AMF «peut formuler des propositions de modifications des lois et règlements concernant l'information des porteurs d'instruments financiers et le statut des prestataires de service d'investissement»⁶³³. Ces propositions peuvent être sollicitées par le législateur s'il souhaite prendre connaissance de l'opinion de l'autorité. Dans ce cas, l'autorité peut participer en tant que membre aux commissions des lois ou être entendue en tant

⁶²⁸ Art. L. 621-16-1 CMF.

⁶²⁹ André Delion, *préc.*, p. 223.

⁶³⁰ Art. 4 n° 19 de la Loi de la CNBV.

⁶³¹ Art. 38 de la Ley de mercado de valores.

⁶³² Art. 4 r, du DL 3538, 1980.

⁶³³ L. 621-19 CMF.

qu'expert⁶³⁴. Elle peut aussi collaborer avec d'autres autorités prodiguant des avis ou des recommandations ; le droit commun de la procédure consultative est alors applicable⁶³⁵. Ce rôle de l'AMF est complété par le Conseil de régulation financière et du risque systémique, lequel peut formuler des avis en amont du processus d'élaboration de normes (Art. L. 632-2-1 CMF)

327. **États-Unis.** La SEC peut transmettre des propositions de loi au Congrès⁶³⁶. Elle exerce aussi un pouvoir partagé de proposition, en participant à des auditions organisées à l'initiative du Congrès. On peut remarquer qu'aux États-Unis toute personne a le droit de demander que soit adoptée, modifiée ou abrogée une règle. La SEC est aussi systématiquement consultée par les commissions sur les propositions de loi déposées au Congrès.

328. **Amérique-latine.** En Colombie, l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* confère à la *Superintendencia* le rôle de conseiller du gouvernement pour tout ce qui concerne le développement du système financier et d'assurances. Au Mexique, l'autorité doit d'agir comme organe de consultation du gouvernement en matière financière⁶³⁷. Il n'y a pas de normes législatives chiliennes dans ce cas, mais nous considérons que rien n'empêche le régulateur de transmettre au gouvernement ses propositions. Cependant, il ne peut pas énoncer, formellement, ces propositions au pouvoir législatif, car l'initiative des lois est restreinte, dans ce pays, au président de la République et au pouvoir législatif.

Dans ce paragraphe, nous avons exposé les pouvoirs des régulateurs qui n'éveillent pas de polémiques majeures, si ce n'est lorsqu'ils sont cumulés avec d'autres pouvoirs. Dans le paragraphe suivant, nous analyserons un pouvoir qui a tendance à se répandre entre les régulateurs, non sans rencontrer certains obstacles.

§2. *Le cas du pouvoir de transaction*

329. **Définition.** La transaction est un terme qui a plusieurs sens⁶³⁸ : selon l'article 2044 du Code civil français, la transaction « est un contrat par lequel les parties terminent une contestation née, ou préviennent une contestation à naître. Ce contrat doit être rédigé par

⁶³⁴ Pour une étude détaillée de la COB, V. Nicole Decoopman, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, Economica, 1980. p.149 et ss.

⁶³⁵ V. D. Chabanol, la pratique du contentieux administratif, Litec, 8 éd. 2009, p. 355 et ss. cité in Pascale Idoux, *préc.* p. 929.

⁶³⁶ La SEC est à l'origine, par exemple, de la *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA) de 1977, Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », *préc.*, p. 191.

⁶³⁷ Art. 4 VIII de la Loi de la CNBV.

⁶³⁸ V. Gérard Cornu, *préc.*, p. 928.

écrit ». Le terme transaction désigne aussi un « Mode d’extinction de l’action publique résultant du pouvoir conféré à certaines administrations (...) de renoncer à l’exercice de poursuites contre un délinquant, en le contraignant à verser une somme destinée à tenir lieu de pénalité »⁶³⁹. En vertu de la transaction, les opérateurs dont la responsabilité est mise en cause acceptent de ne pas contester les griefs qui sont formulés à leur encontre et prennent des engagements afin de démontrer leur intention de se conformer aux souhaits de l’autorité. Dans certains secteurs régulés, cela implique une reconnaissance de culpabilité, on parle donc du « plaider coupable ». Dans les développements suivants, nous exposerons les faits qui se trouvent à l’origine de ce pouvoir (A) ainsi que les obstacles que sa mise en œuvre a rencontrés en France (B).

A. Origines de ce pouvoir

330. **Avantages.** Ce genre d’accord présente plusieurs avantages pour les deux parties (opérateurs et autorité) ce qui justifie sa mise en place (1). L’expérience du régulateur étasunien, le premier à jouir de ce pouvoir, ne fait que confirmer ces avantages (2).

1. Avantages de la transaction

331. **Pour les opérateurs.** Les opérateurs ont un double intérêt à se soumettre à ce genre de procédures. D’une part, la reconnaissance de la responsabilité peut se traduire par une diminution de la sanction. D’autre part, la transaction présente notamment l’intérêt d’offrir une solution rapide sans les aléas que présente une procédure classique. Autrement dit, la transaction est une alternative à la procédure de sanction⁶⁴⁰.

332. **Pour les régulateurs.** L’application d’une sanction implique de déclarer que la personne sanctionnée est coupable d’un manquement à la législation, la gravité de ce fait exigeant la présentation de plusieurs garanties. La transaction, telle qu’elle a été consacrée en matière de marchés financiers, n’implique pas forcément une reconnaissance de culpabilité, sa mise en œuvre donc est plus facile que l’application d’une sanction *stricto sensu*. Cependant, l’opérateur est quand même puni, et c’est en cela que résident les avantages de la transaction pour les régulateurs, elle permet l’application de la sanction de façon plus rapide, parfois avec un quantum plus élevé⁶⁴¹, tout en fournissant un traitement rapide des affaires les moins

⁶³⁹ *Idem*.

⁶⁴⁰ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l’Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, pp. 18-21, *spéc.* p. 18.

⁶⁴¹ Nicolas Cellupica, Charles Joseph Oudin, « Le pouvoir de composition de l’Autorité des marchés financiers, Vers une contractualisation de la répression en matière boursière », *in* Marie-Anne, Frison-Roche (dir.),

importantes, ce qui lui permet de se concentrer sur les cas plus problématiques. Cela explique la demande des régulateurs et d'une partie de la doctrine⁶⁴² qui réclament du législateur l'attribution d'un pouvoir de transaction⁶⁴³. Cette demande en France se fonde sur les résultats obtenus en matière de contrôle des concentrations et de régulation de l'audiovisuel ; l'articulation entre sanction et négociation permettant aux AAI d'exécuter plus efficacement leur mission⁶⁴⁴.

333. **Quelques désavantages existent.** Les procédures de composition administrative ont aussi permis l'alourdissement des sanctions, car ces procédures sont moins soumises aux principes régissant les procédures de sanction classiques. Cela constitue un des avantages dont bénéficie le régulateur. Un auteur⁶⁴⁵ a ainsi relevé que la transaction peut donner lieu à des collusions et qu'elle peut devenir un moyen de contourner le formalisme de la procédure de sanction ayant pour fonction de garantir le respect des droits de la défense.

2. Transaction aux États-Unis

334. **Origine.** La SEC est la première autorité à mettre en œuvre la transaction, pratique qui aux États-Unis est générale, applicable en matière civile et pénale, et connue sous le nom de « *plea bargaining* »⁶⁴⁶. En matière financière, l'amplitude du pouvoir de transaction trouve une explication dans l'absence d'un pouvoir de sanction plus large. Ainsi, la transaction a permis à la SEC d'élargir *de facto* ses pouvoirs, car elle peut transiger sur des poursuites civiles donc fédérales et se passer ainsi d'un juge ; en effet, la SEC transige sur 90 % des affaires de marchés financiers⁶⁴⁷. « Aux États-Unis, où les montants de transaction sont toujours très élevés, les personnes mises en cause préfèrent payer 80 % tout de suite plutôt que de subir la procédure, ses coûts et la publicité négative qu'elle entraîne pendant trois ou

Responsabilité et régulation économique Droit et économie de la régulation, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz – Sciences-Po., Paris, 2007, pp. 157-169, *spéc.* p. 158.

⁶⁴² Cf. « Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? » Compte rendu, *Colloque AEDBF*, 8 février 2005.

⁶⁴³ Il a été demandé par le président de l'AMF, Michel Prada, lors de la présentation du premier rapport annuel de l'AMF l'année 2004, et par le Directeur général du Trésor lors des entretiens de l'AMF. « Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? » Compte rendu, *Colloque AEDBF*, 8 février 2005, p. 1. Au Chili, au même temps qu'on étudie d'éventuelles réformes à la structure de l'autorité, on demande l'octroi d'un pouvoir de transaction. Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros, préc., spéc.*, p. 18.

⁶⁴⁴ Marie-Anne Frison-Roche, cité in *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

⁶⁴⁵ Cf. Jean-Jacques Daigre, « Vers un système de règlement des litiges à l'amiable », *Option finance* n° 804, p. 44.

⁶⁴⁶ Négociation du plaider coupable. Cf. Pierre-Henri Conac, « La transaction : une pratique déjà éprouvée en matière financière aux États-Unis », in *Faut-il accorder à l'amf le pouvoir de transiger ?*, *préc.* p. 2.

⁶⁴⁷ Florence Guédas, « L'AMF en quête de crédibilité », 21 janvier 2010, in <http://www.agefi.fr/articles/AMF-En-quete-credibilite-1121802.html>

quatre ans »⁶⁴⁸.

Cela s'explique par deux facteurs qui ne se rencontrent pas en France. D'abord, aux États-Unis le juge peut multiplier le montant de la sanction en fonction du nombre d'infractions : de cette façon, lorsqu'une affaire est soumise aux tribunaux, l'auteur risque une sanction pécuniaire considérable. Ensuite, en transigeant, l'auteur évite le risque du « *collateral estoppel* » sorte de chose jugée qui peut « servir de support à une action civile dans le cadre notamment d'une *class action* initiée par des actionnaires »⁶⁴⁹.

335. **Procédure.** En tout cas, la transaction ne peut pas avoir lieu sans garanties : elle doit être approuvée par un tribunal fédéral lorsque les poursuites sont de nature civile. Le juge vérifie alors que la transaction satisfait l'intérêt public et qu'elle est juste et équitable.

B. Transaction en France

336. **Composition administrative.** C'est récemment que la transaction a été consacrée en France par l'article 7 de la loi de régulation bancaire et financière qui la prévoit sous la dénomination de « Composition administrative »⁶⁵⁰. Il s'agit d'une procédure limitée, tant dans son contenu que dans son champ d'application⁶⁵¹.

337. **Domaine d'application personnel.** Cette procédure bénéficie aux professionnels des marchés financiers énumérés dans l'article L.621-9 II du C MF⁶⁵². Plus important, ne bénéficient pas de cette procédure les personnes mentionnées aux 3°, 5° et 6° du II de l'article L. 621-9 (dépositaires centraux et gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ; entreprises de marché ; chambres de compensation, etc.) D'autres personnes pouvant être sanctionnées par l'AMF ne sont pas mentionnées dans cette liste

⁶⁴⁸ *Idem.*

⁶⁴⁹ *Idem.*

⁶⁵⁰ Loi de du 11 octobre 2010. Sous-section 4 bis, Art. 621-14-1 CMF. Les modalités d'application de cette norme sont fixées par le Décret n° 2011-968 du 16 août 2011 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers et à la procédure de composition administrative du Conseil d'État.

⁶⁵¹ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc.*, , *spéc.* p. 18.

⁶⁵² Les prestataires de services d'investissement, les teneurs de compte, les conservateurs d'instruments financiers, membres des marchés réglementés non prestataires de services d'investissement, les organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion, les intermédiaires en biens divers, les démarcheurs, les conseillers en investissements financiers et les analystes financiers, les dépositaires d'organismes de placement collectif, évaluateurs immobiliers, les personnes morales administrant des institutions de retraite professionnelle collectives ou des plans d'épargne pour la retraite collectifs, les agents liés, les agences de notation de crédit et les associations professionnelles de conseillers en investissements financiers agréées, leurs salariés et mandataires.

(comme les émetteurs, les investisseurs, ou les journalistes financiers⁶⁵³).

338. **Infractions concernées.** Tous les manquements ne peuvent pas donner lieu à la composition administrative. Cette procédure vise spécialement les manquements des conseillers en investissement à leurs obligations professionnelles. Ne sont pas concernés la fausse information financière, le délit d'initié et la manipulation des cours. Il faut remarquer que l'avant-projet de loi de 2005 sanctionnait dans le cadre du pouvoir de transaction les cas d'abus de marché. Ce changement s'explique par les crises financières des dernières années⁶⁵⁴.

339. **Procédure.** Lorsque, d'après l'avis des services de l'AMF, est établie l'existence du manquement (lorsqu'il est concerné par la procédure de composition administrative), le collège de l'autorité peut, en même temps qu'il notifie les griefs, adresser une proposition d'entrée en voie de composition administrative. Avant la loi de régulation bancaire et financière, la notification de griefs entraînait la saisie de la CDS et l'ouverture d'une procédure de sanction. Cette nouvelle procédure permet au collège de ne pas saisir la CDS, mais d'engager une composition administrative.

L'accord est donc souscrit entre le collège et l'imputé, et une fois validé, la CDS doit l'homologuer pour qu'il soit rendu public. La publication de l'accord constitue une garantie pour la personne concernée, car elle incite l'autorité à respecter les garanties protégeant ses droits⁶⁵⁵. Elle est aussi une garantie pour les tiers et les marchés⁶⁵⁶, ainsi que pour l'intérêt général, car elle renforce la transparence des actes de l'autorité et permet à l'autorité de remplir son rôle pédagogique⁶⁵⁷. Si la Commission de sanction refuse l'homologation, ou si l'accord n'est pas respecté, le collège doit transmettre la notification de griefs. On procède alors à l'ouverture de la procédure de sanction⁶⁵⁸. Comme la compétence pour connaître des décisions de l'AMF est partagée entre le juge judiciaire et le juge administratif, le législateur a

⁶⁵³ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 19.

⁶⁵⁴ Pour la procédure qu'organisait le projet de loi de 2005 V. Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 19.

⁶⁵⁵ La question de la publication anonymisée de la transaction n'est pas cependant prévue par la loi.

⁶⁵⁶ Nicolas Cellupica, Charles Joseph Oudin, *préc.* p. 166.

⁶⁵⁷ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc.*, p. 20. La fonction pédagogique serait le débouchement d'un nouveau rôle reconnu au système juridique, celui de permettre la communication entre les différents éléments du système social. La conséquence est que dorénavant la norme n'est plus placée en haut, elle n'est qu'une règle du jeu que les acteurs peuvent négocier. François Ost, Michel Van de Kerchove : « Le jeu : un paradigme fécond pour la théorie du droit » in « Le jeu : un paradigme pour le droit » *Droit et société*, LGDJ, 1992, pp. 239-276. Dialogue, négociation, pédagogie sont les nouveaux mots clés.

⁶⁵⁸ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 21.

pris soin de préciser que la juridiction compétente pour connaître des contentieux liés à la composition administrative est la juridiction judiciaire.

340. **Conséquences.** Dans la transaction, on échange de l'argent contre l'assurance de ne pas recevoir de sanctions professionnelles. En effet, en vertu de l'accord entre l'imputé et le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers (représentant de l'autorité, comme nous l'avons vu), le premier doit verser au Trésor public une amende transactionnelle dont le montant maximum est limité à celui de la sanction pécuniaire encourue au titre du III de l'article L. 621-15⁶⁵⁹. Sont exclues les mesures réparatrices comme le paiement d'une somme aux victimes, ou des mesures punitives comme l'interdiction d'exercer certaines activités financières (par exemple celles que prévoyait l'avant-projet de loi de 2005⁶⁶⁰). L'imputé, donc « échappera à toute sanction disciplinaire professionnelle »⁶⁶¹. Il n'est pas non plus possible de réduire le montant de la sanction, ce qui peut amoindrir le recours à la transaction. La composition administrative n'exige pas l'expression d'une reconnaissance préalable de culpabilité de la part de l'intéressé, ce qui accroît l'effet incitatif de la procédure transactionnelle⁶⁶², laissant aux parties le soin de déterminer dans quelle mesure elles reconnaissent les faits. On peut remarquer qu'a été supprimé l'alinéa selon lequel : « l'accord ne valait pas reconnaissance du bienfondé du ou des griefs qui avaient été notifiés »⁶⁶³. Deux raisons ont été invoquées : un risque d'invalidité de l'accord par défaut de cause juridique, et le fait qu'il doit revenir aux parties de prévoir dans quelle mesure elles reconnaissent la validité des griefs, reconnaissance pouvant donc être prévue contractuellement⁶⁶⁴.

341. **Critiques.** La transaction est exclue en cas de « manquements qui pourraient avoir des implications lourdes pour le système financier »⁶⁶⁵. D'autre part, les infractions les plus

⁶⁵⁹ L'intéressé ne bénéficie d'aucune limitation automatique de sanction. Michel Storck et Jérôme Lasserre Capdeville, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, n°250, 16 décembre 2010, pp. 3-11, *spéc.* p. 4.

⁶⁶⁰ Jean-Philippe Kovar critique ce choix, *V.*, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc.*

⁶⁶¹ Jean-Jacques Daigre, « AMF : la transaction par la petite porte... », *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} septembre 2010 n° 5, p. 367.

⁶⁶² Cela à cause des incidences sur le plan de la responsabilité civile qui pourrait avoir une reconnaissance des faits. *V.* AMAFI, « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers » Trente propositions d'un groupe de travail de l'Amafi, Contribution à la réflexion de place, 20 juillet 2009, §91, cité *in* Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 21.

⁶⁶³ Ainsi se lisait le premier texte proposé par la Commission des finances du Sénat.

⁶⁶⁴ Selon ce qu'a affirmé le ministre dans la séance publique où il a défendu cette suppression. AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats. Lundi 18 octobre 2010. Téléchargé *in* http://www.amf-france.org/documents/general/9728_1.pdf

⁶⁶⁵ Rapport n° 2848 de J. Chatier fait au nom de la Commission de finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire de l'Assemblée nationale sur le projet de loi, modifié par le Sénat, de régulation bancaire et financière, déposé le 7 octobre 2010, p. 23. L'exclusion des infrastructures de marché résulte, en effet, d'un

graves sont exclues du champ d'application matériel de la transaction, ce qui est censé « écarter les soupçons liés à une possible volonté d'enterrer les affaires sensibles »⁶⁶⁶, dans la mesure où seuls les manquements aux obligations professionnelles sont visés⁶⁶⁷. La transaction est soumise à une homologation et elle est publiée, ce qui constitue sans doute la garantie d'un certain respect de la légalité. Cependant, on entend encore quelques critiques. D'abord, et comme on l'a déjà dit, il est remarquable qu'il n'y ait aucune base déterminée sur laquelle la CDS puisse accorder l'homologation. De plus, si la CDS refuse d'homologuer la transaction, elle sera amenée à traiter un dossier dont elle aura déjà eu connaissance⁶⁶⁸ : il faudrait donc prendre soin de représenter le dossier à une section différente de celle qui a refusé la transaction. Ensuite, on reproche à la procédure consacrée d'avoir lieu au sein de l'AMF, alors qu'on aurait pu, comme aux États-Unis, la laisser à la compétence du juge⁶⁶⁹. Il est aussi remarquable que le texte ne prévoit pas la possibilité de déroger à la publicité pour des raisons de proportionnalité, ou en cas de risque de perturbation grave des marchés financiers, comme il arrive parfois en matière de sanctions. Cela peut être perçu comme une garantie permettant d'écarter les possibles soupçons de collusions. En tout cas, une publication anonymisée pourrait être prévue, en conformité avec les règles générales.

Il faut aussi remarquer la suppression du texte selon lequel « en aucun cas les éléments recueillis dans le cadre d'une procédure de composition administrative ne peuvent être invoqués dans le cadre d'une autre procédure ». Cependant, on n'a pas non plus prévu, comme le souhaitaient certains⁶⁷⁰, la possibilité d'utiliser dans le cadre d'une autre procédure les éléments recueillis dans la procédure de composition. Il nous semble cependant que ce recours demeure possible et que tout dépendra du contenu de la transaction, particulièrement si la reconnaissance de culpabilité est prévue.

D'un point de vue plus général, on peut critiquer la transaction elle-même, considérant qu'elle peut diminuer l'effet dissuasif de la sanction. Cela est mis en évidence par la fréquence du recours à celle-ci exercé par les entreprises étasuniennes, même en sachant que les sanctions obtenues par la transaction ne sont jamais inférieures à celles qui pourraient être obtenues

amendement du rapporteur général de la commission de finances du Sénat. V. Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc.*, *spéc.* p. 19.

⁶⁶⁶ Olivia Dufour, « La loi de régulation bancaire et financière conforte le pouvoir de sanction de l'AMF », *LPA*, n° 215, 28 octobre 2010, pp. 3-4., *spéc.* p. 3.

⁶⁶⁷ Michel Storck et Jérôme Lasserre Capdeville, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *préc.*, *spéc.* p. 4.

⁶⁶⁸ AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*, Intervention de Sylvie Dariosecq.

⁶⁶⁹ Nicolas Cellupica, Charles Joseph Oudin, *préc.* p. 168.

⁶⁷⁰ V. AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*, Intervention de Sylvie Dariosecq, p. 14.

suite à une plainte de la SEC au civil.

Nous finissons la présentation des autorités de régulation avec la présentation du pouvoir de transaction, dont on peut attendre qu'il se répande rapidement.

342. **Conclusion.** Les régulateurs des marchés financiers nationaux sont toujours des organismes publics qui appartiennent à l'organisation de l'État, de telle façon que parmi les marchés analysés, aucun n'a été laissé au seul contrôle de ses opérateurs. Malgré cela, et à la seule exception de la Colombie, les régulateurs ne sont ni reconnus ni réglementés dans les Constitutions et ils jouissent toujours de pouvoirs plus étendus que ceux de l'administration classique de l'État. C'est peut-être pour cela que les régulateurs se démarquent de l'administration classique par l'ambition d'indépendance qui imprègne leur organisation, indépendance qui vise toujours les pouvoirs politiques, sans qu'une indépendance à l'égard du milieu régulé soit spécialement recherchée⁶⁷¹. Ce sont là principales raisons des méfiances formulées à l'encontre des autorités de régulation, et les principaux obstacles dans leur quête de légitimité.

⁶⁷¹ Par exemple les propositions présentées par l'autorité chilienne pour améliorer la structure du régulateur, on n'a prévu aucun mécanisme destiné à assurer l'indépendance à l'égard du milieu réglementé, *V. Superintendencia de Valores y seguros, Chile, Comisión de valores y seguros, préc., spéc.*, p. 16.

Chapitre 2 : Les régulateurs et leur quête de légitimité procédurale et structurelle

343. **Fondement.** Le régime juridique des régulateurs est en évolution constante, et cela parce qu'ils n'arrivent pas à se débarrasser des controverses concernant leur légitimité. D'un point de vue juridique, la principale source de controverses est encore le cumul de pouvoirs qui règne en leur sein et qui constitue, sous les diverses facettes que nous avons étudiées, un bouleversement de la séparation des pouvoirs. Un élément qui bouleverse le principe de la séparation des pouvoirs est le manque de contrôle des agissements des régulateurs. En effet, on n'a pas prévu un contrôle formel des agissements de ces autorités de la part de ministres, ni d'un organisme quelconque de l'exécutif, ni du pouvoir législatif, les mécanismes de contrôle existants étant plutôt souples⁶⁷². Les régulateurs latino-américains sont l'exception, mais ils ne peuvent pas être considérés comme de véritables régulateurs, au sens de la théorie de la régulation. En effet, selon cette théorie, les régulateurs devraient être contrôlés uniquement par le pouvoir judiciaire, ce qui constitue une atteinte au principe de subordination de l'administration, représentant lui-même l'une des facettes du principe de la séparation des pouvoirs.

Cependant, au vu de l'envergure du sujet, nous avons laissé pour un chapitre séparé l'analyse du bouleversement de la séparation des pouvoirs en tant que garantie des droits fondamentaux.

344. **Deux traits communs.** L'application des garanties fondamentales aux procédures mises en œuvre par les régulateurs, sujet très analysé par la doctrine⁶⁷³, a des conséquences sur ceux-ci, que ce soit sur leur volet procédural ou sur leur volet structurel. Sur le plan procédural, le régime des sanctions a été modelé par la jurisprudence nationale française et européenne afin de mieux respecter lesdites garanties ; c'est le premier trait qui uniformise le statut des régulateurs européens⁶⁷⁴. Sur le plan structurel, l'organisation interne et le fonctionnement des régulateurs sont en train d'être modelés afin de se conformer au modèle juridictionnel⁶⁷⁵, ce qui constitue le deuxième trait des régulateurs contemporains. C'est ce

⁶⁷² V. *Supra* N°151 et ss.

⁶⁷³ Cf. Gweltaz Eveillard, « L'application de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme à la procédure administrative non contentieuse », *AJDA*, n° 10, 2010, p. 531-539, Emmanuel Piwnica, *préc.* Jean-Pierre Remy, *préc.*, et le dossier spécial de la *RD ban. et fin.*, mai 2010.

⁶⁷⁴ Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 915.

⁶⁷⁵ « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *préc.*

que le Professeur Laurence Boy⁶⁷⁶ appelle la juridictionnalisation des AAI.

Ces deux transformations sont surveillées, en France, par les juridictions administratives d'appel et de cassation et, d'autre part, la Cour européenne des droits de l'homme⁶⁷⁷, qui juge en dernier ressort. Ce sont les organes habilités à sanctionner la transgression des normes du procès équitable, les sanctions pouvant aller de la nullité du procès jusqu'à l'engagement de la responsabilité étatique. Il faut remarquer que la compétence de la Cour européenne des droits de l'homme s'étend aussi à l'Angleterre, pourvu qu'on ait épuisé les mécanismes internes constitués par les ordres de prérogative royale (remèdes de droit public : *certiorari*, *prohibition*, *mandamus*) et les remèdes de droit privé parmi ceux accordés en vertu des règles dites d'Équité (*declaration*, *injunction*). Ici, les possibilités d'engager la responsabilité de l'État et d'obtenir des dommages et intérêts sont plus difficiles, mais non impossibles⁶⁷⁸.

345. **L'exception.** Cette fois-ci, ce sont les États-Unis qui font exception aux tendances constatées ; en effet, la Cour suprême de ce pays a voulu limiter la tendance des juridictions inférieures à appliquer aux régulateurs les règles procédurales qui s'imposent aux juridictions⁶⁷⁹. Cela explique pourquoi nous nous restreindrons à la législation française, qui peut servir de guide aux pays latino-américains, même si, comme nous le verrons, ces derniers ne sont pas toujours en retard en ces matières.

346. **Le droit à un procès équitable.** Celui-ci est composé de trois volets : le droit d'accès au juge, avec l'exigence d'un tribunal indépendant et impartial ; le droit à une bonne justice, soumise à des principes tels que l'équité de la procédure, la publicité des débats, le respect d'un délai raisonnable dans la résolution des causes, la consécration d'un délai de prescription

⁶⁷⁶ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 15.

⁶⁷⁷ Xavier Laureote, *Le procès équitable devant le juge administratif français*, p. 3, Téléchargé in http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/41/90/87/PDF/Le_proces_equitable_devant_le_juge_administratif_francais_-_LAUREOTE_Xavier.pdf. 12.

⁶⁷⁸ « En principe, les cours anglaises n'accordent pas de dommages et intérêts pour la réparation des préjudices de droit public tels que ceux résultant d'une décision prise au terme d'une procédure inéquitable, ou plus étroitement dans l'ignorance des principes de justice naturelle (...) Cela ne veut pas dire que les *damages* soient absolument indisponibles en cas de rupture des règles de justice naturelle. Seulement, pour en obtenir l'octroi, il faut démontrer l'existence d'un dommage reconnu par le droit privé (*private law wrong*). En général, les dommages et intérêts seront octroyés, s'il est possible de démontrer que la rupture des règles de justice naturelle est constitutive de négligence (*negligence*), c'est-à-dire que l'observation des règles de justice naturelle est l'objet d'une obligation de diligence (*duty of care*) au regard du *common law*. Or, les cours anglaises sont extrêmement réticentes à imposer de telles contraintes à l'autorité administrative, surtout dans des domaines sensibles, par peur d'entraver l'action publique ou de générer des effets pervers. ». Matthieu Galey et Charlotte Girard, *Le procès équitable dans l'espace normatif anglais : l'éclairage du droit public*, Téléchargé in http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/41/90/87/PDF/Le_proces_equitable_dans_l_espace_normatif_anglais_-_l_eclairage_du_droit_public_-_GALEY_Matthieu_et_GIRARD_Charlotte.pdf, *spéc.* p. 17.

⁶⁷⁹ *V. l'arrêt Vermont Yankee Nuclear Power corp. c. Natural Resources defense Concil. Inc.* n° 435 US 519, 524 (1978) cité in Martine Lombard (dir) *Régulation et démocratie*, Dalloz Thèmes et commentaires, 2006, pp. *spéc.p.* 167 et ss.

pour les manquements boursiers⁶⁸⁰ ; et finalement le droit à l'exécution des décisions de justice⁶⁸¹. Nous allons nous concentrer sur les deux premiers, car ce sont eux qui génèrent la plupart des débats⁶⁸² en matière de régulation. La matière sera complétée par l'exposition des garanties du droit pénal de fond établies par l'article 8 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme (dorénavant CEDH). Nous verrons aussi que le champ d'application de ces garanties est limité⁶⁸³, à cause de l'appréciation jurisprudentielle desdites garanties, mais aussi comme conséquence de défaillances qui persistent dans l'organisation juridique des autorités.

Dans les développements suivants, nous exposerons tant le processus d'application des garanties fondamentales aux régulateurs (Section 1) que les caractéristiques de leur organisation qui demeurent critiquables (Section 2).

Section 1 : La juridisation des régulateurs

347. **Conséquences.** Les régulateurs, en tant qu'autorités administratives, ne sont pas *a priori* des tribunaux, cependant, ils peuvent juger une situation et appliquer des sanctions, ce qui pose des difficultés évidentes du point de vue des garanties procédurales⁶⁸⁴. Pour concilier ces garanties avec le pouvoir de sanction des régulateurs, il faut aménager leurs structures (§1), leurs procédures (§2), et leur faire appliquer des garanties dérivées du droit pénal de fond (§3).

§1. L'aménagement de la structure des régulateurs

348. **Nouveaux questionnements.** Dès leur apparition, les régulateurs ont soulevé plusieurs questions, notamment sur leurs pouvoirs en général et sur leur pouvoir de sanction en particulier. La première de ces questions concernait la légitimité de ce pouvoir de sanction.

⁶⁸⁰ La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction. Article L ; 621-15 CMF.

⁶⁸¹ Mathias Guyomar, « Le droit au juge indépendant et impartial en matière administrative. Le principe vu par le Conseil d'État », *AJDA*, 20 juin 2001, p. 518-525, *spéc.* p. 518.

⁶⁸² On peut aussi faire la distinction entre garanties de compétence, de forme (par exemple la motivation des actes), de fond (par exemple la règle de légalité des délits et des peines, de proportionnalité des sanctions ou le *non bis in idem*). V. Pascale Idoux, « Autorités administratives indépendantes et garanties procédurales », *RFDA*, septembre-octobre 2010, pp. 920-930, *spéc.* p. 920.

⁶⁸³ Cf. Jean-Paul Costa, « Le droit au juge indépendant et impartial en matière administrative. Le principe vu par la Cour européenne des droit de l'homme », *AJDA*, 20 juin 2001, p. 514-518, *spéc.* p. 515 et les décisions y citées.

⁶⁸⁴ À différence de l'acception stricte de «procédure», les "garanties procédurales" débordent le procès devant les juridictions, pour inclure la procédure administrative "non contentieuse" ou de façon moins équivoque la "procédure administrative non juridictionnelle" ». V. Pascale Idoux, *préc.* Cf. J. Chevallier, « Fonction juridictionnelle et fonction contentieuse », in *Mélanges Stassinopoulos*, LGDJ, 1974, p. 274 et ss. ; P. Quilichini, « Réguler n'est pas juger », *AJDA* 2004. 1060, cités in Pascale Idoux, *préc.*

Lorsqu'on a finalement tranché en faveur d'un tel pouvoir, d'autres questions se sont posées : doit-on considérer le régulateur comme un tribunal lorsqu'il exerce un pouvoir de sanction ? En tant que tribunal, est-il contraint de respecter toutes les garanties prévues par l'ordonnancement juridique afin d'assurer une procédure juste et équitable ? Pour exposer les réponses données à ces deux questions, nous commencerons par analyser l'évolution de la notion de tribunal appliquée aux régulateurs (A) puis nous exposerons les exigences que sous-entend une telle qualité (B).

A. Notion de « tribunal », appliquée aux régulateurs

349. **Les critères.** Les régulateurs appliquent des sanctions et l'application des sanctions exige la mise en œuvre de certaines garanties. Aujourd'hui, l'une de ces garanties les plus essentielles est le droit à un procès équitable tel qu'il est défini dans l'article 6§1 de la CEDH. Est-elle applicable aux régulateurs⁶⁸⁵ ? Pour appliquer l'article 6§1 de la CEDH, il faut qu'une personne soumette sa cause à un tribunal et qu'il y soit question soit du bien-fondé de toute accusation en matière pénale dirigée contre elle, soit de contestations de ses droits et obligations à caractère civil. Deux critères déterminent donc le champ d'application de cet article : un critère organique (1) et un critère matériel (2), l'appréciation des deux ayant évolué dans le temps.

1. Critère organique

350. **Les régulateurs sont-ils des tribunaux ?** La réponse à cette question constitue une des évolutions majeures affectant les nouvelles formes de régulation, dans le volet « régulateurs ». En effet, jusqu'à une certaine époque, des auteurs⁶⁸⁶ pouvaient affirmer qu'« [i]l est constant en jurisprudence qu'à la notable exception de la Commission bancaire, les autorités régulatrices ne sont pas des juridictions, en ce sens qu'elles ne relèvent pas de l'ordre judiciaire et les sanctions qu'elles sont amenées à prendre n'ont donc pas le caractère juridictionnel »⁶⁸⁷. Plus récemment, un auteur affirmait, à propos de la doctrine française, qu'elle « n'a jamais cherché à tirer des décisions émanées du Conseil d'État ou de la Cour de cassation (...) la conséquence que la CDS serait une juridiction à part entière. Avec une belle

⁶⁸⁵ Cf. Jean-Philippe Kovar, Jérôme Lasserre Capdeville, « Les autorités de régulation et l'article 6 de la CEDH » *RD. banc. et fin.* n° 3, 2010, dossier 17, *spéc.* Jean-Philippe Kovar, « La soumission des autorités de régulation aux garanties du procès équitable », *RD. banc. et fin.* n° 3, 2010, dossier 18; Gabriel Eckert, « Les autorités de régulation et l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme : quelle cohérence ? », *RD. banc. et fin.* n° 3, 2010, Dossier 18.

⁶⁸⁶ Bruno Gizard et Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », p. 157-182, in Hubert de Vauplane et Jean Jacques Daigre, (sous la dir.) *Mélanges AEDBF France*, III, 2001, *spéc.* p. 166.

⁶⁸⁷ *Idem.*

unanimité, elle souligne au contraire qu'elle est restée une "commission" appelée à prononcer des sanctions (de nature administrative) au nom d'une autorité (l'AMF) qui est une "autorité publique indépendante", seule dotée de la personnalité juridique »⁶⁸⁸. Si on s'en tient à cette appréciation, les garanties d'un procès juste et équitable ne sont pas applicables aux régulateurs.

351. **Les régulateurs sont aussi des tribunaux.** La première tâche à réaliser était donc de considérer les régulateurs comme des tribunaux⁶⁸⁹. Cette tâche a été réalisée par la Cour européenne de droits de l'homme, et non pas par la doctrine que nous venons d'évoquer⁶⁹⁰. La Cour a étendu la conception matérielle du rôle juridictionnel à tout organisme qui tranche juridiquement des questions conformément à une procédure organisée⁶⁹¹. Les régulateurs répondent à cette définition, ils s'ancrent donc dans le critère organique d'application des garanties dérivées d'un procès juste et équitable.

Cette nouvelle conception « conduit à considérer que les autorités administratives sont tantôt des organes d'administration, tantôt des organes de juridiction, suivant le type de pouvoir que, dans un cas concret, elles exercent. "[...] Ainsi, lorsque la matière civile ou la matière pénale sont en jeu, c'est en tant qu'elles sont des tribunaux au sens européen du terme, que les AAI doivent aménager les garanties liées au procès équitable et à la juridiction impartiale" »⁶⁹².

Les tribunaux internes français ont également rendu des décisions remarquables à ce sujet. Dans l'arrêt *COB contre Oury* du 5 février 1999, la Cour de cassation avait admis la soumission de la Commission des opérations de bourse aux stipulations de l'article 6 de la CEDH⁶⁹³. Le Conseil d'État avait lui aussi estimé que le Conseil des marchés financiers « devait être regardé comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale » au sens

⁶⁸⁸ Hervé Le Nabasque, *in* « La règle "non bis in idem" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) », *préc.*

⁶⁸⁹ Ainsi, le Conseil d'État a affirmé que les exigences procédurales de l'article 6 de la CEDH ne s'appliquent qu'au procès, elles ne peuvent donc pas être opposées à des instances non juridictionnelles. CE, 31 mars 1995, *Ministre du budget c. SARL Auto-Industrie Méric*, *Rec.*, p. 154. Xavier Laureote, *préc.*

⁶⁹⁰ Il faut remarquer que la Commission bancaire statuant en matière disciplinaire est qualifiée de juridiction par la loi (Art. L. 613-23, I CMF). V. Thierry Bonneau, *Droit bancaire, préc., spéc.*, n° 149-1 et 156-3.

⁶⁹¹ CEDH, 27 août 1991, *Demicoli c/ Malte*, cité *in Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *op. cit.*

⁶⁹² Marie-Anne Frison-Roche, cité *in Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *op. cit.*

⁶⁹³ Cf. également l'arrêt de la Cour de cassation du 5 octobre 1999, *SNC Campenon Bernard SGE*, sur les pouvoirs de sanction du Conseil de la concurrence. Décisions citées *in Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *op. cit.*

des stipulations de l'article 6, paragraphe 1, de la CEDH, lorsqu'il était saisi d'agissements pouvant donner lieu à des sanctions pécuniaires⁶⁹⁴.

2. Critère matériel

352. **Principe.** Le critère matériel d'application de l'article 6§1 de la CEDH exige qu'il soit question dans les tribunaux de contestations sur des droits et obligations de caractère civil, ou du bien-fondé d'une accusation en matière pénale. Le Conseil d'État et la Cour de Strasbourg ont affirmé l'autonomie des notions « des contestations sur ses droits et obligations de caractère civil » et d'« accusation en matière pénale »⁶⁹⁵, notions élastiques et indépendantes de la distinction classique du droit entre droit public et droit privé. Cette position a permis de considérer que plusieurs décisions de nature administrative portent sur ces matières.

Ainsi, se trouvent englobées dans le champ d'application de l'article 6 CEDH sur la branche pénale les sanctions pécuniaires prononcées par des autorités administratives⁶⁹⁶, on affirme ainsi que « le blâme a u ne "coloration pénale" dès lors qu'il fait partie des sanctions prononçables telles que la radiation et la sanction pécuniaire qui, en raison de leurs conséquences financières importantes, peuvent être qualifiées de sanctions pénales »⁶⁹⁷. Par contre, affirme le Conseil d'État, les mesures de police prononcées par la COB se trouveraient en dehors du champ d'application de cet article, parce qu'elles ne remplissent pas le critère matériel⁶⁹⁸.

L'exception des mesures de police. Il convient de se rappeler la distinction existant entre les sanctions -mesures de police et les sanctions administratives proprement dites. Pour ce qui est des premières, l'application des principes du droit pénal de fond qui régissent la répression administrative a été en général exclue⁶⁹⁹, de même qu'est exclue, jusqu'à aujourd'hui,

⁶⁹⁴ Cf. les arrêts CE, *Didier* et CE, *Leriche*, 3 décembre 1999, cité in *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : é valuation d'un objet juridique non identifié », *op. cit.* D'autres références à ce sujet in Thierry Bonneau, France Drummond, *préc.*, n° 286.

⁶⁹⁵ Cf. Mathias Guyomar, *préc. spéc.* p. 518.

⁶⁹⁶ Tel que l'était le Conseil de marchés financiers. CE Ass. 3 décembre 1999, M. *Didier*, *Leb.* p. 399 ; *AJDA*, 2000, p. 126, Chron. Mattias Guyomar, Pierre Collin.

⁶⁹⁷ Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2011, étude 34, n° 10, faisant référence à la décision CEDH, 5e ect., 11 juin 2009, n° 5242/04, *Dubus SA c/ France, Banque & Droit*, juill.-août 2009, p. 16, obs. Th. Bonneau, *RD. banc. et fin.* 2009, comm. 111, note F.-J. Crédot et Th. Samin ; *D.* 2009, p. 2247, note A. Couret ; *JCP E* 2009, 2018, note P. Paillier.

⁶⁹⁸ CE 12 mars 1999, *SA Jacqueline du Roure*, *Leb.* p. 60

⁶⁹⁹ L'application du principe de la présomption d'innocence fût affirmée à l'occasion des procédures répressives conduites par la COB. CA Paris, 15 janvier 1993 (affaire *Deverloy*), *JCP* 1993 ed. E II, 414 note Dobkine ; Frison-Roche, *RD. banc. et fin.* 1993, 93 ; *RJDA* 6/93, n° 520 ; *D.* 1993, p. 273, note C. Ducouloux-Favard ; *Cass. com.*, 18 juin 1996 (ffaire Conso), *RJDA* 10/96, n° 1206 ; *Banque & Droit*, juillet-août 1996, p. 34, *Obs.* F. Peltier et H. de Vauplane ; *Cass. com.*, 1^{er} décembre 1998, (*Oury c/ Agent du Trésor*), CA Paris, 2 juillet 1997, *LPA*, n° 206, 15 octobre 1999, , 5, note C. Ducouloux-Favard ; A. Charvériat, « La présomption d'innocence

l'application des garanties procédurales dérivées de l'application de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme⁷⁰⁰. D'ailleurs, la Cour de cassation peut uniquement connaître les causes concernant la prononciation des sanctions administratives *stricto sensu* et non les sanctions qui peuvent être qualifiées de disciplinaires⁷⁰¹.

353. **Conclusion.** Après avoir qualifié les régulateurs de tribunaux, il est logique d'affirmer que les personnes soumises au pouvoir de sanction des régulateurs bénéficient du droit à un procès équitable, ce qui, sur le plan structurel, a pour conséquence que le droit d'accès au juge, un des principaux volets de l'article 6§1 de la CEDH, est applicable aux régulateurs.

B. Droit d'accès au juge

354. **Définition.** L'accès à la justice a été défini comme le droit pour tout citoyen « de s'adresser librement à la justice pour la défense de ses intérêts, même si sa demande doit être déclarée irrégulière, irrecevable ou mal fondée »⁷⁰². Pour l'analyse de ce droit, nous exposerons sa consécration juridique (1) et la mise en œuvre des principales exigences qu'il pose, l'indépendance et l'impartialité (2).

1. Consécration juridique

355. **Principe général du droit.** Le droit d'accès au juge ou droit à un tribunal est un principe général du droit, consacré dans tous les pays analysés. En Europe, comme nous l'avons vu, il est consacré dans l'article 6 de la CEDH intitulé *Droit à un procès équitable*, qui dispose : « Toute personne a droit à ce que sa cause soit entendue équitablement, publiquement et dans un délai raisonnable, par un tribunal indépendant et impartial, établi par la loi ». Ce principe est également consacré par l'article 14§1 du Pacte de New York relatif

s'impose même à la COB », *Option Finance*, n° 574, 6 décembre. 1999, p. 25. Elle est aujourd'hui mise en cause par certaines présomptions de connaissance ou d'information, ainsi l'élément intentionnel a été présumé sur le fondement de la directive du 28 janvier 2003 par la Cour de justice de l'Union européenne dans sa décision du 23 décembre 2009: *V. Thierry Bonneau et France Drummond, op. cit.* n° 498-3 et s., n° 499-2; CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08 *Spector Photo NV Chris Van Raemdonck c/ Commissie voor het Bank, Financie en Assurantiewezen (CBFA)*, *RD. banc. et fin.* 2010, comm. 80, note Thierry Bonneau ; *Banque et droit* 2010, n° 129, p. 27, obs. Hubert de Vauplane, *et alii*; *Bull. Joly Bourse* 2010, § 12, p. 92, note S. Torck ; *JCP G* 2010, 485, note B. Zabala ; *Revue Banque* n° 723, avr. 2010, p. 78, obs. J.-L. Guillot et P.-Y. Bérard ; *Bull. Joly sociétés* avr. 2010, § 73, p. 346, note Dominique Schmidt; *RTDF* n° 1, 2010 p. 126 note de Rontchevsky ; *RTD com* n° 2, 2010, p. 395, Rontchevsky ; *Bull. joly bourse* 2010 mars-avril p. 92 ; *Tork, D. des soc.* 5/2010, comm 96, p. 31 note Mortier, *Banque & Droit* n° 129 p. 27 ; France Drummond « Le manquement d'initiés données récentes », Table ronde n° 2, 3^e Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.* p. 13.

⁷⁰⁰ Joëlle Pralus-Dupuy, « Réflexions sur le pouvoir de sanction disciplinaire reconnu à certaines autorités administratives indépendantes », *préc.*, *spéc.* p. 561.

⁷⁰¹ Cass. Ass. plén., 5 févr. 1999, *Commission des opérations de la bourse c/ Oury*, *D.* 1999, Somm. p. 249, obs. J. Bon-Garcin ; *JCP* 1999, II, n° 10060, note H. Matsopoulou, cités in Joëlle Pralus-Dupuy, « Réflexions sur le pouvoir de sanction disciplinaire reconnu à certaines autorités administratives indépendantes », *préc.*, *spéc.* p. 563.

⁷⁰² Gérard Cornu, *préc.*, p. 9.

aux droits civils et politiques de 1966. Cela n'a pas empêché les vulnérations, notamment de la part des pays latino-américains.

356. **Dans les pays latino-américains.** La consécration de ces garanties dans les pays latino-américains est tout aussi ancienne qu'en Europe, même si au niveau factuel la situation est un peu différente. Par exemple, au Chili, c'est pendant la dictature militaire que le droit d'accès au juge a été le fondement du n° 10 de la loi constitutionnelle n° 3⁷⁰³ qui affirmait : « aussi parfaite que soit une déclaration de droits, ceux-ci demeurent illusoires si l'on n'accorde pas les recours nécessaires à leur protection »⁷⁰⁴. La Constitution aujourd'hui en vigueur pose dans son article 76 alinéa 2⁷⁰⁵ qu'une fois sollicitée l'intervention des tribunaux légalement et dans des matières de leur compétence, « ils ne pourront pas éviter d'exercer leur autorité, même à défaut de loi tranchant l'affaire soumise à leur décision »⁷⁰⁶.

La Constitution colombienne de 1991 garantit elle aussi l'accès de toute personne à la justice, posant dans son article 229 qu'« est garanti le droit de toute personne à accéder à la justice » et qu'il revient à la loi d'indiquer les cas où la présence d'un avocat ne sera pas nécessaire⁷⁰⁷.

357. **En matière administrative.** Le droit au procès équitable est applicable aussi en matière administrative, puisque le droit n'existe pas sans recours efficace (*ubi ius ibi remedium*), en effet, la notion de recours ouverts même sans texte a été établie comme un principe général⁷⁰⁸. Il est donc applicable à la procédure que les régulateurs mettent en œuvre.

La consécration du droit au juge même dans les pays latino-américains n'a pas empêché (nous le verrons plus bas) des violations de ce principe, notamment en ce qui concerne le premier élément de l'accès à la justice⁷⁰⁹ : l'accès à un juge indépendant et impartial.

⁷⁰³ DL 1.552/13.09.1972

⁷⁰⁴ « [...] por muy perfecta que sea una declaración de derechos, éstos resultan ilusorios, si no consagran los recursos necesarios para su debida protección »

⁷⁰⁵ Disposition qui coïncide avec l'article 10 alinéa 2 du Código orgánico de tribunales (*Code Organique des Tribunaux*).

⁷⁰⁶ Art. 76 alinéa 2 « Reclamada su intervención en forma legal y en negocios de su competencia, no podrán excusarse de ejercer su autoridad, ni aun por falta de ley que resuelva la contienda o asunto sometidos a su decisión ».

⁷⁰⁷ Art. 229 « Se garantiza el derecho de toda persona para acceder a la administración de justicia. La ley indicará en qué casos podrá hacerlo sin la representación de abogado ».

⁷⁰⁸ Cf. Jean-Paul Costa, *préc. spéc.* p. 515 et les décisions citées par l'auteur.

⁷⁰⁹ V. notamment Eduardo Soto Kloss, « El derecho fundamental de acceso a la justicia (a propósito de requisitos de admisibilidad) », *Revista Chilena de Derecho*, 1998, número especial, pp. 273-278 ; Jorge Marabotto, « Un derecho humano esencial: el acceso a la justicia », *Anuario de Derecho Constitucional Mexicano*, 2003, pp. 291-301 ; Jesus María Casal, « Derechos humanos, equidad y acceso a la justicia », in *Derechos humanos, equidad y acceso a la justicia*, Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, novembre 2005, Caracas, pp. 11-45

2. Indépendance et impartialité appliquées aux régulateurs

358. **Définition.** La notion d'impartialité est difficile à préciser⁷¹⁰ ; on peut constater des évolutions de l'appréciation de l'impartialité tant dans la jurisprudence que dans la doctrine (qui distingue entre impartialité objective/subjective, impartialité fonctionnelle et personnelle⁷¹¹, voire, impartialité structurelle)⁷¹².

Dans un choix plus ou moins arbitraire, l'impartialité peut être définie comme la qualité de celui qui juge (*lato sensu*) une personne, une chose, une idée, sans parti pris favorable ou défavorable⁷¹³. Ainsi, la condition d'impartialité est remplie dès lors qu'est garantie l'absence d'éléments pouvant mettre en cause l'impartialité du juge, cette exigence étant méconnue lorsqu'une relation personnelle peut être établie entre le juge et l'une des parties au litige⁷¹⁴.

359. **Mesures destinées à garantir l'impartialité.** Comme l'indépendance et l'impartialité se posent aussi à l'égard des régulateurs, les pays qui n'ont pas transféré aux juges le pouvoir de sanction sont obligés de prendre des mesures destinées à garantir l'impartialité dans la fonction de jugement. La France nous fournit plusieurs exemples d'éventuelles mesures qu'on peut prendre à cet égard :

- Le processus d'enquête et de sanction au sein de l'AMF a été conçu de manière à garantir son impartialité en tant que tribunal⁷¹⁵ : la séparation entre la fonction d'accusation qui

⁷¹⁰ Sur les différentes appréciations existantes au sujet de cette notion et les difficultés qu'elle pose V. Jean-Pierre Remy, *préc. spéc.* p. 31-17 et la bibliographie citée par l'auteur.

⁷¹¹ Renée Koering-Joulin, « Le juge impartial », *Justices*, 1998, n° 10, pp. 1-16, *spéc.* p. 2.

⁷¹² En ce qui concerne l'appréciation de l'impartialité de la part de la Cour européenne des droits de l'homme, la Cour est passée d'une démarche qu'on peut qualifier de « neutre », exigeant une impartialité subjective et objective (CEDH, 1^{er} octobre 1982, *Piersack c/ Belgique*, série A, n° 53, §3), pour donner ensuite prépondérance soit à la conception objective (l'impartialité était appréciée au seul vu de l'apparence) ou subjective (la seule apparence n'était plus suffisante, il fallait démontrer que le juge avait dans son for intérieur, favorisé ou défavorisé le justiciable). Désormais, on revient à une double démarche, l'impartialité subjective se présument. V. Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 32. En ce qui concerne les tribunaux internes, la Cour de cassation se montre beaucoup plus exigeante ; elle tient parfois une conception très objective de l'impartialité fonctionnelle (Cass. ass. plén., 6 novembre 1998, *Bull. civ. AP*, n° 5 ; *JCP* 1998. II. 10198, rapp. P. Sargos), alors que le Conseil d'État semble parfois moins exigeant (CE, 3 décembre, 1999, req. n° 207434, *RTD com.*, 2000, 405, obs. N. Rontchevsky ; *JCP* 2000, II. 10267, note F. Sudre).

⁷¹³ Damien Roets, Damien Roets, « Impartialité et justice pénale », *Travaux de l'Institut de Sciences criminelles*, vol. XVIII, 1997, éditions Cujas, *spéc.*, n° 2.

⁷¹⁴ Cette exigence empêcherait aussi qu'un même juge puisse agir devant la juridiction en qualité de commissaire du gouvernement et siéger ensuite au sein de la formation délibérante, mais des incertitudes subsistent à ce sujet. V. CE, 21 octobre 1966, *Société française des mines de Sentein*, *Rec.*, p. 564, CEDH, 7 juin 2001, *Kress c. France*, *A.J.D.A.*, 2001, p. 675. Décision qui conforte la position jurisprudentielle du Conseil d'État français : C.E., 29 juillet 1998, *Mme Esclatine*, *Rec.*, p. 320.

⁷¹⁵ La même problématique s'est posée à l'égard de la Commission bancaire. À ce respect le Conseil d'État avait affirmé que le cumul des fonctions administratives et d'un pouvoir de sanction n'est pas contraire à l'article 6§1 de la CEDH, « dès lors que ce pouvoir de sanction est aménagé de telle façon que soient assurés le respect des droits de la défense, le caractère contradictoire de la procédure et l'impartialité de la décision ». CE, 30 juillet 2003, req. n° 240884, *Société Dubus S.A. V. M. Guyomar*, « Respect du principe d'impartialité et

déclenche la procédure, la fonction d'instruction et la fonction de jugement est la principale mesure qui va dans ce sens⁷¹⁶.

Il y a dans ce trait une véritable tendance de l'organisation des régulateurs, même en matières non financières⁷¹⁷. Ainsi, l'Autorité de régulation de jeux en ligne (ARJEL), créée en mai 2010⁷¹⁸, comporte aussi un organe de poursuite et un organe de sanction séparés. L'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, et instaurant l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) prévoit aussi un collège et une commission des sanctions.

- Les membres de la CDS de l'AMF peuvent être récusés lorsqu'il existe une raison sérieuse de mettre en doute leur impartialité⁷¹⁹ ;
- On a renforcé les règles de déontologie qui pèsent sur les membres du collège et de la CDS⁷²⁰.

fonctionnement de la Commission bancaire », *LPA*, n° 37, 20 février 2004, Thierry Bonneau, *Banque & Droit*, 2009, n° 126, p. 16. Postérieurement, la Commission bancaire fût condamnée par la Cour européenne des droits de l'homme par défaut d'indépendance et d'impartialité de la procédure juridictionnelle de l'autorité en raison de la confusion, au sein de cette autorité, des fonctions de poursuite, d'instruction et de sanction. *V. CEDH*, 11 juin 2009 *Dubus SA contre France*. Le Conseil d'État opérant un virement de sa jurisprudence a aussi admis le défaut d'impartialité de cette procédure, CE, 9^e et 10^e ss-sect. réunies, 8 nov. 2010, n° 329384 et n° 330042, *Caisse nationale des Caisses d'épargne* (Commission bancaire, déc. de sanction, 15 juill. 2009), *JurisData* n° 2010-020877 ; *D.* 2010, *Actualités*, p. 2764 ; *RD. banc. et fin.* 2009, comm. 111 obs. Francis J. Crédot et Thierry Samin ; *Banque & Droit* 2009, n° 126, p. 16, obs. Thierry Bonneau ; *D.* 2009, act. jurispr. p. 1889 ; *D.* 2009, p. 2247, note A. Couret ; *AJ Pénal* 2009, p. 354, obs. J. Lasserre Capdeville. - B. Brom, « Impartialité de la Commission bancaire : les juges de Strasbourg se prononcent », *Rev. Lamy dr. aff.*, n° 86, juill. 2009, p. 1-4 ; *Bull. Joly Bourse*, 2009, β 55, p. 388, note L. Ruet. - Adde, M. Guyomar, « La procédure disciplinaire de la Commission bancaire remise en cause », *Banque & Droit* 2009, n° 127, p. 3 s. ; Francis J. Crédot et Thierry Samin, « Comme cela était prévisible, la Commission bancaire a été sanctionnée par le Conseil d'État pour manque d'impartialité structurelle », *Bull. Joly Bourse*, 1 février 2011 n° 2, Note 52, p. 76.

⁷¹⁶ Il faut remarquer que selon la Cour européenne des droits de l'homme « Si le cumul des fonctions d'instruction et de jugement n'est pas en soi incompatible avec le respect de l'impartialité, il est subordonné à l'absence de « préjugement » de la part de la Commission ». Arrêt *Dubuis SA c/ France*, 11 juin 2009. Cependant, la réunion de ces deux fonctions, au sein d'une même personne, ne méconnaît pas le principe d'impartialité *apparente* exigé par la Cour européenne des droits de l'homme et par la jurisprudence française. *Cf.* Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit à un tribunal impartial », in R. Cabrillac *et alii* (dir.), *préc., spéc.* p. 501.

⁷¹⁷ Cons. const., déc. n° 2011-200 QPC, 2 déc. 2011, *Banque Populaire Côte d'Azur* : *JurisData* n° 2011-027132 ; *Journal Officiel* 3 Décembre 2011, p. 20496 ; Xavier Delpech, « Inconstitutionnalité du pouvoir disciplinaire de la Commission bancaire », *Dalloz actualité*, 8 décembre 2011 ; « Feu la Commission bancaire est sanctionnée par le Conseil constitutionnel pour manque d'impartialité », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 8 ; « Le Conseil constitutionnel remet en cause les sanctions de feu la Commission bancaire », *L'Agefi* vendredi 9 déc. 2011, p. 6. Cette décision impose par principe le besoin d'une séparation claire entre les fonctions de poursuite et de jugement. La généralité du principe posé « devrait valoir, par parité de raison, pour les autres autorités administratives indépendantes dotées d'un pouvoir de sanction disciplinaire pour lesquelles les textes ne prévoient toujours pas de séparation nette des fonctions de poursuite et de jugement dans l'exercice de leur pouvoir juridictionnel. Les procédures de sanction de ces autorités, dont on savait depuis l'arrêt *Dubus SA* de la CEDH qu'elles étaient sérieusement contestables sous l'angle du contrôle de conventionnalité, le sont aussi, à présent, sous l'angle du contrôle de constitutionnalité ». Thierry Samin, « La Commission bancaire sanctionnée par le Conseil constitutionnel », *RD. banc. et fin.*, n° 1, janvier 2012, alerte 1.

⁷¹⁸ Loi n° 2010-476, *V.* art. 1 et 8.

⁷¹⁹ Art. L. 621-4 CMF et L. 621-15 III bis CMF réformés par la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007.

- Comme nous l'avons évoqué *supra*, ni le rapporteur membre de la CDS, ni le commissaire du gouvernement, ni le représentant du collège⁷²¹ n'ont le droit de participer aux délibérations. L'exclusion du représentant du collège est considérée comme une façon de maintenir la séparation organique entre le collège et la CDS⁷²².

- Pour différencier les fonctions du rapporteur de celles du collège (qui est l'autorité de poursuite), le représentant du collège peut intervenir devant la CDS dès la notification de griefs, il peut être auditionné par le rapporteur, accéder au dossier, déposer des observations écrites et proposer une sanction⁷²³. Avant cette réforme introduite par le décret du 8 décembre 2010, seul le représentant du collège pouvait intervenir à l'audience finale. Ces modifications doivent empêcher le rapporteur de proposer des sanctions, comme cela s'est parfois produit⁷²⁴.

Plusieurs de ces réformes s'inspirent de décisions rendues par le Conseil d'État qui n'a pas hésité à annuler certaines décisions de sanctions pour défaut d'impartialité d'un membre de la commission des sanctions, impartialité mise en cause soit par l'existence d'une relation d'affaires, soit par un litige, soit parce que ce membre était concurrent des sociétés mises en cause⁷²⁵.

360. La séparation des fonctions. C'est la mesure fondamentale destinée à assurer l'indépendance et l'impartialité. Sur ce point, le Royaume-Uni et la France possèdent des régimes relativement semblables. En France, on a instauré la CDS, dont les fonctions sont incompatibles avec celle de membre du collège. La CDS est l'organe qui est chargé de prononcer des sanctions soit administratives, soit disciplinaires. En ce qui concerne la procédure préalable à la sanction, les enquêtes sont réalisées par les services de l'AMF⁷²⁶ qui

⁷²⁰ Elles sont établies dans le Titre I^{er} du Règlement général de l'AMF « Fonctionnement de l'autorité des marchés financiers : déontologie et rémunérations des membres et des experts ».

⁷²¹ La participation du représentant du collège et la possibilité qui lui est octroyée de présenter des observations ont été introduites par le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008, ce qui a suscité des critiques de la part de la doctrine. V. Karine Angel, Eric Dezeuse, *préc.*, *spéc.* p. 16.

⁷²² Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, pp. 15-17, *spéc.* p. 16.

⁷²³ Olivia Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *LPA*, n° 258, 28 décembre 2010, pp. 4-5, *spéc.* p. 5. Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *préc.*, *spéc.* p. 16.

⁷²⁴ CA Paris, 25 juin 2008, *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 484, §60, n° 13, note J. Lasserre Capdeville. Les professionnels se plaignaient de la tendance du rapporteur à proposer une sanction : Entretien à Thierry Gontard « L'impartialité est une exigence fondamentale », *LPA*, n° 258, 28 décembre 2010, pp. 5-6.

⁷²⁵ CE, 27 octobre 2006, *Parent c/AMF* ; CE, 12 mars 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; CE, 26 juillet 2007, *Société Global Gestion*. Sur les antécédents de la réforme instaurant une procédure de récusation V. Karine Angel, Eric Dezeuse, « Le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RD. banc. et fin.*, janvier-février 2008, pp. 10-18, *spéc.* p. 10 et ss.

⁷²⁶ V. *Supra* N°208 et ss.

établissent un rapport soumis au collège (l'autorité de poursuite), qui déterminera ou non l'ouverture d'une procédure. Cette ouverture est notifiée à la personne concernée pendant que le collège saisit la CDS. L'instruction de la procédure de sanction est menée par un rapporteur membre de la CDS qui, tout comme le commissaire du gouvernement et le représentant du collège⁷²⁷, n'a pas le droit de participer aux délibérations. Le représentant du collège peut intervenir devant la Commission des sanctions dès la notification de griefs, il peut être auditionné par le rapporteur, accéder au dossier, déposer des observations écrites et proposer une sanction⁷²⁸. Il peut être assisté ou représenté par les services de l'AMF. Au sein d'une procédure contradictoire, les décisions sont prises par la majorité de voix, le président de la CDS n'ayant pas de voix prépondérante⁷²⁹. La CDS est autorisée à constituer des sections composées de six membres, nécessairement présidées par un magistrat⁷³⁰.

La FSA est une autorité assez puissante, elle peut suspendre ou limiter l'activité d'une firme, prononcer des sanctions professionnelles et disciplinaires annulant la permission d'exercer des activités régulées, mais aussi engager des poursuites dans des cas d'exercice non autorisé d'activités régulées, de manipulations du marché et de blanchiment d'argent. Les décisions de régulation fondamentales sont prises par le *FSA Regulatory decisions Committee* (RDC, entité administrative, *administrative body within the FSA itself*), afin de respecter la séparation des fonctions exigée par la FSAA. Les procédures diffèrent selon la sanction applicable. Ainsi, à titre d'exemple, s'agissant d'une violation des règles de cotation, lorsque l'autorité envisage de prendre des mesures elle doit d'abord donner un avertissement et indiquer le montant de la sanction proposée⁷³¹. Si l'autorité décide de prendre des mesures à l'encontre d'une personne en vertu de l'article 91, elle peut renvoyer l'affaire devant le Tribunal des services et marchés financiers (*Financial services and markets Tribunal*) qui valide ou rejette les décisions de la FSA. Ce tribunal est établi dans la *Part IX* de la FSAA (*Hearings and Appeals*). C'est un tribunal spécialisé dépendant du ministère de la Justice. Lorsqu'un point de droit est soulevé, les décisions peuvent être révoquées par la *Court of Appeal* ou par la *Court of Session* en Écosse.

⁷²⁷ La participation du représentant du collège et la possibilité qui lui est octroyée de présenter des observations ont été introduites par le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008, ce qui a suscité des critiques de la part de la doctrine. V. Karine Angel, Eric Dezeuse, *préc., spéc.* p. 16.

⁷²⁸ Olivia Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *préc., spéc.* p. 5. Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 16.

⁷²⁹ Art. L 621-3-II CMF.

⁷³⁰ Art. L 621-2-IV CMF, art. 7 Décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003.

⁷³¹ Les amendes peuvent être remplacées par la publication de l'autorité condamnant l'acte en question, dans ce cas, l'avertissement doit préciser les termes de la déclaration. N° 6 article 91 *Part VI* de la FSAA.

361. **Un champ d'application en progression.** L'exigence d'impartialité tend à s'élargir, ainsi, a été soulevée par le Conseil d'État la question de l'impartialité du rapporteur, organe d'instruction et non pas de jugement⁷³². La même exigence se pose en Colombie, où il est possible de récuser les fonctionnaires qui réalisent les démarches d'investigation, les motifs étant les mêmes que ceux applicables à l'administration classique⁷³³.

362. **Conclusion.** La similitude entre les fonctions des juges et des régulateurs impose un traitement semblable en ce qui concerne leur configuration comme entités indépendantes. Cependant, les exigences posées par l'article 6§1 de la CEDH ne se limitent pas à la structure des régulateurs, elles vont plus loin, exigeant aussi une similitude procédurale⁷³⁴. En effet, l'accès à la justice est une notion constituée de plusieurs éléments⁷³⁵ dont l'accès à un juge indépendant et impartial n'est qu'une facette ; l'accès à un *procès* juste et équitable est aussi une condition⁷³⁶.

Cela nous conduit à analyser les réaménagements opérés dans la procédure de sanction afin de respecter les garanties fondamentales⁷³⁷.

§2. La procédure devant les régulateurs

363. **Au préalable.** Au moment d'analyser les pouvoirs des régulateurs, nous avons vu que les systèmes français et latino-américain diffèrent du système de la *common law* en ce qu'ils ont placé le pouvoir de sanctionner dans les mains de leurs régulateurs. C'est pourquoi nous allons nous concentrer surtout sur les améliorations réalisées dans le système français⁷³⁸ qui peuvent servir de guide aux pays latino-américains.

⁷³² CE, 6^e et 1^{ère} ss-sect. réunies, 26 juillet 2007, n° 293624, 293626, 293627, 293908, *Société Global Equities*, RTD com. p. 803, note N. Rontchevsky, JCP E 2007, 2224, note Y. Paclot; Karine Angel, Eric Dezeuse, *préc.*, *spéc.* p. 11.

⁷³³ Parte VII, Capítulo 1, art. 208 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁷³⁴ G. Morange, « Le principe des droits de la défense devant l'administration active », D. 1956, Chron. 121 ; Jean-Marie Auby « La procédure administrative non contentieuse », D. 1956, p. 27 et ss. cités in Pascale Idoux, *préc.*, *spéc.* p. 922.

⁷³⁵ V. notamment Eduardo Soto Kloss, « El derecho fundamental de acceso a la justicia (a propósito de requisitos de admisibilidad) », *préc.*; Jorge Marabotto, *préc.*; Jesus María Casal, *préc.*

⁷³⁶ Eduardo Soto Kloss, *préc. spéc.* p. 275; La Cour constitutionnelle de la Colombie s'est prononcée dans le même sens, signalant que l'accès à la justice n'implique pas seulement l'accès au juge, mais aussi la possibilité d'obtenir une résolution rapide du conflit et que la décision concernant la prétention atteigne sa pleine efficacité, à travers le mécanisme d'exécution de ladite décision. Décision T-081 de 1994 : « *El derecho de acceso a la justicia, que tiene el carácter de fundamental, implica no sólo la posibilidad de poner en movimiento a través de la formulación de una pretensión, la actividad jurisdiccional del Estado, sino la de obtener una pronta resolución de la misma, y que la decisión estimatoria de la pretensión logre su plena eficacia, mediante el mecanismo de la ejecución de la respectiva sentencia, que tienda a su adecuado cumplimiento* ».

⁷³⁷ Sylvie Thomasset-Pierre, *L'autorité de régulation boursière face aux garanties procédurales fondamentales*, *préc.* ; Andrés Fernando Ospina-Garzón, « Les droits processuels des administrés devant l'AMF », *mémoire de master*, Paris II, 2007, 86 pp.

⁷³⁸ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 293-1.

364. **Contenu.** Le droit à un procès juste et équitable, aussi connu comme le droit à une bonne justice vise à obtenir un bon déroulement de l'instance. À cette fin, plusieurs règles sont établies telles que le droit à l'équité, le droit à la publicité ou le droit à une procédure d'un délai raisonnable.

En droit français, le principe des droits de la défense n'est posé ni dans la Constitution de 1958, ni dans le préambule de la Constitution de 1946, ni dans la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789. Malgré cela, le Conseil constitutionnel⁷³⁹ et la Cour de cassation⁷⁴⁰ lui ont conféré une valeur constitutionnelle⁷⁴¹. La Cour de cassation rappelant que « Le respect du principe des droits de la défense s'impose à toutes les autorités investies d'un pouvoir de sanction sans qu'il soit besoin pour le législateur d'en rappeler l'existence »⁷⁴².

En droit américain, on parle de *due process of law*⁷⁴³ et en Angleterre de *natural justice, fair trial, fair administration, fair hearing*, ou *fundamental justice*⁷⁴⁴. Rappelons que les CRI américaines semblent être les ancêtres les plus directs des régulateurs contemporains. Ces entités étaient déjà il y a assez longtemps soumises à des exigences de procédure. Ces exigences sont établies par la *Federal Administrative Procedures Act* (APA) de 1946, par la *Freedom of Information Act* de 1976, et par le *Government in the Sunshine Act*. Les textes cités posent des exigences concernant l'arbitrage mené par ces autorités, lequel doit respecter des garanties de procédure semblables à celles des tribunaux traditionnels y compris le processus contradictoire de production des preuves par les deux parties en conflit et l'exigence d'un document écrit servant de base à la décision de l'autorité concernée⁷⁴⁵. Ces exigences de procédure ont notamment pour objectif de simplifier la révision judiciaire des solutions apportées par ces entités. Le même chemin semble être progressivement suivi par les régulateurs contemporains.

365. **Différence common law/ droit continental.** Certains affirment qu'on ne peut pas

⁷³⁹ Cons. const., 2 déc. 1976, n° 7670 DC, prévention des accidents du travail ; Cons. const., 9 sept. 2011, n° 2011-160 QPC, (inconstitutionnalité de l'article 175, alinéa 2 du Code de procédure pénale).

⁷⁴⁰ Cass. ass. plén., 30 juin 1995, n° 94-20302 ; *Bull. civ.* 1995, ass. plén., n° 4.

⁷⁴¹ Nicolas Rontchevsky, « L'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », *préc.*

⁷⁴² Nicolas Rontchevsky, « L'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », *préc.*

⁷⁴³ Amendements V et VI, ratifiés en 1791, et amendement XIV, ratifié en 1868.

⁷⁴⁴ Les expressions britanniques ressortent des décisions des juges et non de dispositions législatives, car il s'agit de principes présumés ; les lois, les cas échéant, interviennent uniquement pour limiter cette liberté si besoin est. Aujourd'hui grâce à la CEDH, le droit à un procès équitable est formellement consacré. Matthieu Galeyot Charlotte Girard, *Le procès équitable dans l'espace normatif anglais. L'éclairage du droit public, spéc.* p. 4 et 6. Téléchargé in <http://halshs.archives-ouvertes.fr>

⁷⁴⁵ Cf. Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 131.

comparer le *due process* avec le droit à un procès équitable, car leurs domaines d'application sont différents. Le droit à un procès équitable a pour domaine d'application les procédures juridictionnelles alors que le *due process of law* est applicable aussi aux procédures non juridictionnelles⁷⁴⁶. La question est importante pour nos fins, car à la différence du droit continental, la notion américaine n'impose pas de procéder à la qualification préalable des régulateur comme des tribunaux, pour rendre applicables lesdites garanties.

366. **Exceptions.** Appliqué aux régulateurs, le droit à une bonne justice trouve des nuances dérivées du principe (consensuel) de la dispense procédurale lorsque la décision est soumise à un contrôle de pleine juridiction⁷⁴⁷. Nous commencerons donc cette analyse par l'exposition des régimes de recours prévus dans les législations ici étudiées (A) pour exposer ensuite les différentes exigences posées par une procédure juste et équitable (B)

A. Régime des recours

367. **Contradiction.** Le contrôle juridictionnel est souvent conçu comme un palliatif au manque de légitimité démocratique des régulateurs, il sert donc à justifier l'indépendance⁷⁴⁸. Cela est étonnant, car on justifie le manque de légitimité démocratique invoquant le contrôle exercé par les juges, qui ne sont pas non plus, au moins dans le droit continental, des autorités démocratiques.

368. **La dispense procédurale.** Les particularités de la régulation économique, notamment le besoin des secteurs régulés de voir leurs demandes satisfaites rapidement, ont justifié le pouvoir de sanction des régulateurs et l'écartement des juges. Ces particularités justifient aussi qu'une application absolument fidèle des garanties fondamentales ne soit pas exigée⁷⁴⁹. La CEDH a ainsi affirmé : « (...) des impératifs de souplesse et d'efficacité, entièrement compatibles avec la protection des droits de l'homme, peuvent justifier l'intervention

⁷⁴⁶ Reynaldo Bustamante Alarcón, 2001, *Derechos fundamentales y proceso justo*, Lima, ARA editores, pp. 184-190.

⁷⁴⁷ « (...) des impératifs de souplesse et d'efficacité, entièrement compatibles avec la protection des droits de l'homme, peuvent justifier l'intervention préalable d'organes ne satisfaisant pas sous tous leurs aspects à ces mêmes prescriptions » (CEDH 23 juin 1981, *Le Compte, Van Leuven et de Meyere*, in F. Sudre et alii GACEDH, n°20 ; « (...) compte tenu du fait que sa décision peut faire l'objet d'un recours de plein contentieux devant le Conseil d'État, la circonstance que la décision [administrative] ne serait pas en tous points conforme aux prescriptions de l'article 6-1 n'est pas de nature à entraîner dans tous les cas une méconnaissance du droit à un procès équitable », CE, ass., 3 novembre 1999, Didier, tous les deux cités in Pascale Idoux, *préc.*, p. 927.

⁷⁴⁸ Dans ce sens, V., à modo d'exemple : Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », *préc.*

⁷⁴⁹ Selon Jean-Pierre Remy, il est acquis que les exigences relatives à la procédure ne sont pas intégralement applicables à l'AMF. Jean-Pierre Remy, *préc.*, *spéc.* p. 34. V. aussi, Pascale Idoux, *préc.*, p. 927 et ss.

préalable d'organes ne satisfaisant pas sous tous leurs aspects à ces mêmes prescriptions »⁷⁵⁰. Pour cela, il faut que la décision soit susceptible d'un recours de plein contentieux, tel que l'exprime le Conseil d'État : « (...) compte tenu du fait que sa décision peut faire l'objet d'un recours de plein contentieux devant le Conseil d'État, la circonstance que la décision [administrative] ne serait pas en tous points conforme aux prescriptions de l'article 6-1 n'est pas de nature à entraîner dans tous les cas une méconnaissance du droit à un procès équitable »⁷⁵¹.

Dans les développements suivants, nous exposerons le régime de recours contre les décisions des régulateurs des marchés financiers.

1. Recours dans les pays du Nord.

369. **France : dualité de juridictions.** En France, toute décision de sanction peut faire l'objet d'un recours, dans un délai de deux mois à compter de sa notification, pour les personnes qui font l'objet de la décision, ou à compter de sa publication pour les autres personnes intéressées. La contestation des décisions individuelles relève de la compétence de la Cour d'appel de Paris⁷⁵², sauf lorsque la sanction est prononcée à l'encontre d'un professionnel⁷⁵³, auquel cas la compétence revient au Conseil d'État⁷⁵⁴.

Le dispositif met en œuvre une répartition *ratione personae*. Il a eu pour résultat que des mêmes faits et/ou des mêmes règles soient interprétés par des juridictions différentes avec le risque de contradiction que cela implique⁷⁵⁵. On a aussi critiqué le dispositif en affirmant que

⁷⁵⁰ CEDH 23 juin 1981, *Le Compte, Van Leuven et de Meyere*, in F. Sudre et alii GACEDH, n° 20, cité in Pascale Idoux, *préc.*, p. 927.

⁷⁵¹ CE, ass., 3 novembre 1999, *Didier*, cité in Pascale Idoux, *préc.*, p. 927. Dans le même sens: CE, 6^e et 1^{re} ss-sect., 4 févr. 2005, n° 269001, *Sté GSD Gestions*. Cf. *Dr. sociétés* 2005, comm. 197, note Thierry Bonneau ; *Revue AMF* 2005, n° 14, p. 77 ; *Banque et droit* 2005, n° 101, p. 44, obs. Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre ; *LPA* 26 avr. 2005, n° 82, p. 5, concl. Mathias Guyomar ; *Bull. Joly Bourse* 2005, § 76, p. 227, note Nicole Decoopman ; *RTD com.* 2005, p. 384, obs. Nicolas Rontchevsky. Ensuite, CE, 6^e ss-sect. n° 276069, 277198, 277460, 27 oct. 2006 ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note Thierry Bonneau ; *JCP G* 2007, 1218, obs. B. Dondero.

⁷⁵² L'AMF peut être présente à l'instance ouverte par le recours porté devant la cour d'appel de Paris. Art. R. 621-46 CMF.

⁷⁵³ Prestataires de services d'investissement, démarcheurs, conseillers en investissement financiers, dépositaires, membres de marchés réglementés, etc.

⁷⁵⁴ L'action en responsabilité à l'encontre de l'AMF doit être engagée devant le juge administratif, Cour administrative d'appel, puis Conseil d'État et cela dans le cadre d'une faute lourde. Cf. Marie-Laure Coquelet, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », in *Mélanges AEDBF-IV*, Banque éd., 2004, p. 119 ; Nicolas Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *Bull. Joly Bourse*, n° 1, janvier-février 2004, p. 1-10 ; Marielle Cohen-Branche, « La problématique de la répartition du contentieux entre les deux ordres au travers de l'exemple de l'Autorité des marchés financiers », *RFDA*, septembre-octobre 2010, pp. 912-914.

⁷⁵⁵ Des exemples relatifs à ces contradictions peuvent se trouver lorsque les deux juridictions ont interprété le principe de l'impartialité et le principe de la personnalité des poursuites et de peines. V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 299. Une critique plus générale in Sylvie Thomasset-Pierre, « L'autorité de régulation

celui-ci prive les professionnels sanctionnés disciplinairement du double degré de juridiction⁷⁵⁶. Cependant, la critique est nuancée, car le Conseil d'État⁷⁵⁷ s'est reconnu le droit de contrôler l'existence matérielle des faits soumis à son contrôle lorsque ceux-ci ressortent du dossier, alors que la Cour de cassation, quant à elle, abandonne ce contrôle aux juridictions de fond⁷⁵⁸.

Soulignons qu'à partir de la loi de régulation bancaire et financière, ouvre au collège la possibilité de faire appel des décisions prononcées par la CDS⁷⁵⁹. On a constaté le besoin d'un tel recours à l'occasion de l'affaire EADS⁷⁶⁰ qui a mis en lumière les problèmes que posait son absence. L'impossibilité pour le collège de faire appel des décisions de la CDS entraînait un déséquilibre des pouvoirs entre les deux organes qui conforment l'autorité. Ce déséquilibre révélait un état d'inachèvement de l'institution et des lacunes dans le pouvoir de sanction de l'autorité. Le pouvoir de faire appel a été réclamé par l'AMF dans un communiqué de presse⁷⁶¹ et il lui a été conféré par la loi de régulation bancaire et financière⁷⁶². Pour éviter de créer une situation où l'autorité ferait appel de décisions qu'elle aurait elle-même prononcées, la loi confère au seul président de l'AMF le pouvoir de faire appel. Celui-ci, après accord du collège, peut formuler un recours à titre principal ou à titre incident, c'est-à-dire qu'il peut être exercé même lorsque les personnes mises en causes ne forment pas un recours à l'encontre de la décision de la CDS. On peut se demander ce qui se passerait si le collège faisait appel d'une décision de la CDS consistant à ne pas homologuer une transaction accordée entre l'AMF et les personnes poursuivies ?

370. La complexité du régime étasunien. Aux États-Unis, les sanctions administratives et disciplinaires prononcées par les *Administratives Law Judges* peuvent être réclamées devant le conseil de commissaires de la SEC. On pourrait dire que la compétence sort de la SEC pour y retourner puis la quitter à nouveau. En effet, un appel peut être porté devant la Cour d'appel fédérale pour le District de Columbia. En dernier recours, les affaires sont contrôlées par la

boursière face aux garanties processuelles fondamentales », *préc.* V. aussi Jean-Jacques Daigre, « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet-août, 2003. p. 197.

⁷⁵⁶ Nikolina Apostolova, *préc.* p. 46-47.

⁷⁵⁷ CE 12 janvier 1951, *Union com. De Bourdeau - Bassens*, D.1951, p. 335, concl. Guionin ; J. Moret-Bailly, *Les déontologies*, éd. PUAM 2001, p. 195 et ss. cités in Nikolina Apostolova, *préc.* p. 47.

⁷⁵⁸ Cass. Civ 1^{ère} 7 juillet 1993 n° 91-18.242, *Bull. Civ.*, n° 249, p.172 ; Cass. Civ 1^{ère} 26 mai 1994, n° 92-18.506 cité in J. Moret-Bailly, *Les déontologies*, éd. PUAM 2001, p.195 et s.

⁷⁵⁹ Article L. 621-30 CMF, art. 6 de la Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010.

⁷⁶⁰ Commission des sanctions, 27 novembre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 107, note J.-J. Daigre

⁷⁶¹ Communiqué de presse, 17 décembre 2009, « Réaction de l'Autorité des marchés financiers à la décision de sa commission des sanctions relative à l'affaire EADS » ;

⁷⁶² Art. 6, II, 4° modifiant l'article L. 621-30 alinéa 1 CMF. L'ACP possède aussi ce pouvoir, L. 612-16, IV CMF.

Cour Suprême, qui d'ailleurs a joué un rôle dans l'interprétation des lois et des réglementations appliquées par la SEC. Dans ce pays, la révision judiciaire concerne les matières suivantes : contrôle de la procédure, contrôle du dossier d'enquête (rapports, documents, audiences), application de la doctrine du *hard-look*. En effet, le juge analyse le processus d'analyse suivi par l'agence qui a conduit à la décision finale⁷⁶³. L'idée du *hard-look* est de surveiller la procédure comme mécanisme suffisant pour prendre une décision.

371. **Au Royaume-Uni, un tribunal spécialisé.** Au Royaume-Uni, c'est le Tribunal des services et marchés financiers (*Financial services and markets Tribunal*) qui valide ou rejette les décisions de la FSA. Ce tribunal est établi dans la *Part IX* de la FSAA (*Hearings and Appeals*). C'est un tribunal spécialisé dépendant du ministère de la Justice. Lorsqu'un point de droit est contesté, ses décisions peuvent être annulées par la *Court of Appeal* ou par la *Court of Session* en Écosse.

2. Recours dans les pays latino-américains

372. **Mexique.** Au Mexique, c'est l'organe exécutif de la même autorité qui prend connaissance de la demande d'appel aux sanctions qu'elle ou son président prononce, et qui les résout. Si c'est un fonctionnaire qui a imposé la sanction, le président prend connaissance du recours en révision⁷⁶⁴. La *Junta* a aussi compétence pour annuler totalement ou partiellement les amendes imposées, sur la proposition du président de la *Comisión*⁷⁶⁵. La faculté de connaître le recours de révocation est souvent déléguée au président⁷⁶⁶.

373. **Colombie.** En Colombie, il est possible de contester la résolution d'une sanction par le moyen d'un recours d'appel exercé auprès du fonctionnaire supérieur à celui qui l'a appliquée. Le délai pour l'interposition est de 5 jours. Certains actes, tels que les mesures conservatoires, admettent seulement un recours de *reposición* auprès du fonctionnaire qui a prononcé la résolution en question. Lorsque les sanctions sont appliquées par le *Superintendente*, on admet seulement un recours de *reposición* devant celui-ci, sauf s'il s'agit de la sentence définitive, laquelle est susceptible de réclamation devant les tribunaux ordinaires. Il faut remarquer que l'article 148 de la *Ley* 446 de 1998, modifié par l'article 52 de la *Ley* 510 de 1999 affirme que : « les actes édictés par les *Superintendencias* usant de leurs facultés juridictionnelles n'admettent ni action ni recours quelconque auprès des

⁷⁶³ José Francisco García J, « Inflation de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio ? », *préc. spéc.* p. 365.

⁷⁶⁴ Art. 396 de la *Ley* de mercado de valores.

⁷⁶⁵ Art. 4 XX et 12 IV de la *Loi* de la CNBV. *V.* aussi l'article 396 de la *Ley* de mercado de valores.

⁷⁶⁶ Art. 16 IV de la *Loi* de la CNBV.

autorités juridictionnelles. Cependant, les décisions en vertu desquelles les autorités se déclarent incompétentes et les sentences définitives sont susceptibles d'appel devant les mêmes autorités ». Cette dernière norme a été l'objet de plusieurs interprétations, dont la dernière affirme sa constitutionnalité. D'après cette interprétation, l'expression « devant les mêmes autorités » devait être entendue comme faisant référence aux autorités juridictionnelles et non comme il avait été à plusieurs reprises soutenu auparavant, comme faisant référence aux *Superintendencias*⁷⁶⁷. La quête de compatibilité entre les normes citées et la Constitution (qui établit le principe de l'exceptionnalité des facultés juridictionnelles des autorités administratives) impose cette dernière interprétation.

374. **Régime chilien.** Au Chili, plusieurs instances sont prévues pour réclamer l'application d'une sanction. Mais il faut distinguer entre les différents types de sanctions pouvant être appliquées. Toute sanction est susceptible d'un recours de « *reposición* »⁷⁶⁸, lequel s'exerce auprès du *Superintendente* lui-même. Il faut, pour exercer ce recours, apporter de nouveaux antécédents, inconnus au moment de l'édition de la résolution contestée. S'il s'agit de contester l'application d'une amende, on peut exercer un recours auprès du juge civil conformément à l'article 30 du DL 3538 de 1980. La procédure est sommaire et la sentence prononcée par le juge civil est susceptible de contestation devant la Cour d'appel, ce qui constituerait une troisième voie de recours. Enfin, conformément à l'article 44 du DL 3538 de 1980 il est possible de contester toute norme à caractère général, toute instruction, toute communication, toute résolution et même toute omission de la *Superintendencia*, dans la mesure où le plaignant la considère illégale et si l'acte contesté lui a causé un dommage. Le recours est exercé auprès de la Cour d'appel de Santiago. Sauf quelques exceptions, l'exercice de ce recours ne suspend pas les effets de l'acte contesté.

Malgré la dispense procédurale, les garanties fondamentales ont un contenu minimum modelé par la jurisprudence comme on va l'exposer.

B. Principes d'une procédure juste et équitable

375. **En France.** La législation française est en train de mettre en œuvre des changements réglementaires destinés à assurer le droit à un procès équitable. Nous allons recenser les plus notables de ces changements, sans ignorer qu'ils sont encore susceptibles d'améliorations.

⁷⁶⁷ Sentencia C-415 de 2002, Magistrado Ponente : Eduardo Montealegre Lynett. Téléchargeable in www.dmsjuridica.com/CODIGOS/LEGISLACION/Sentencias/C-415-02.rtf

⁷⁶⁸ Ce recours est prévu pour réclamer non seulement l'application d'une sanction, mais aussi pour contester toute résolution de la *Superintendencia* au moyen de laquelle elle résout une pétition.

1. Respect d'un délai raisonnable de jugement

376. **Principe général du droit.** En France, le respect d'un délai raisonnable de jugement devant les juridictions administratives constitue aujourd'hui un principe général du droit⁷⁶⁹ dont la violation peut engager la responsabilité de l'État⁷⁷⁰.

Cependant, la question de l'extension du temps imparti aux juridictions administratives pour le traitement des litiges n'a pas encore fait l'objet d'une législation contraignante, alors même que l'État a fait l'objet de condamnations⁷⁷¹.

Nous considérons que deux mesures prises dernièrement dans le cadre de la réglementation française peuvent conduire à un accroissement du respect de ce principe : d'une part, un pouvoir de transaction a été octroyé à l'AMF, et, d'autre part, la même AMF a adopté une charte des enquêteurs. En effet, bien que cette charte ne limite pas les enquêtes dans le temps, elle précise toutefois que les délais feront l'objet d'une « surveillance attentive de la part de la Direction de l'AMF »⁷⁷².

2. Principe de motivation des jugements

377. **Définition.** La motivation est l'ensemble des justifications de toute nature qui fondent la décision d'un juge⁷⁷³.

En France, le principe de motivation est, depuis 1994, applicable à toutes les juridictions⁷⁷⁴. L'obligation de motivation est aussi applicable à la CDS de l'AMF, en vertu de l'article L. 621-15, IV, du CMF. Cependant, quelques précisions sont utiles :

- l'obligation de motivation « n'impose pas qu'il soit répondu à l'intégralité des arguments

⁷⁶⁹ CE. Ass., 28 juin 2002, *Garde des sceaux, ministre de la justice c. Magiera*, *AJDA.*, juillet-août 2002, Chron., p. 596 et s.

⁷⁷⁰ Cf. CE., *Garde des sceaux, ministre de la Justice c. Magiera*, *préc.*

⁷⁷¹ CEDH, 24 octobre 1989, *H c. France*, A162-A; CEDH, 26 mars 1992, *Ed. Périscope c. France*, A243-B ; CEDH, 31 mars 1992 *X. c. France*, A234-C ; CEDH, 28 avril 1994, *Vallée c. France*, A289-A ; CEDH, 26 août 1994, *Karakaya c. France*, A289-B; CEDH, 24 novembre 1994, *Beaumartin c. France*, A296-B ; CEDH, 21 février 1997, *Guillemin c. France*, *Rec.* 1997-I ; CEDH, 29 juillet 1998, *Le Calvez c. France*, *Rec.* 1998-V ; CEDH, 27 juin 2000, *Frydlender c. France*, *Rec.* 2000-VII ; CEDH, 7 juin 2001, *Kress c. France*, *A.J.D.A.*, 2001, p. 675; tous cités in Xavier Laureote, *préc.* p. 16.

⁷⁷² 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*,

⁷⁷³ Guy Canivet, *La motivation brève en question*, Téléchargé in <http://www.ahjucaf.org/spip.php?article33>

⁷⁷⁴ CE., 8 juin 1994, *Lecomte*, *D.* 1994, *IR*, p. 191. V. aussi la loi de démocratie de proximité du 27 février 2002. Pour satisfaire cette exigence plusieurs obligations s'imposent aux juges, parmi d'autres on peut remarquer l'obligation de mentionner : le nom des juges ayant siégé (CE. Ass., 23 janv. 1948, *Bech*, *Rec.*, p. 33), la date de l'audience (CE., 14 nov. 1962, *Wettel*, *Rec.*, p. 1072), la publicité (ou la non publicité) des débats (CE. Sect., 28 janv. 1938, *Ville de Moulins*, *Rec.*, p. 96), l'audition du rapporteur et celle du commissaire de gouvernement (CE., 2 dec. 1977, *Comité de défense des contribuables de Saint-André*, *Rec.*, p. 476) in Xavier Laureote, *préc.* p. 6.

invoqués »⁷⁷⁵

- l'obligation de motivation ne concernerait pas les sanctions complémentaires, telles qu'une décision de publication de la sanction principale, lesquelles bénéficieraient de la motivation d'ensemble de la sanction principale. C'est, au moins, la conclusion qu'on peut tirer de certains arrêts rendus par le Conseil d'État⁷⁷⁶, non sans critiques⁷⁷⁷.

En Angleterre, ce principe a été introduit avec la notion de *fairness*⁷⁷⁸, et n'a pas avant cela été traditionnellement considéré comme un élément de la justice naturelle. Cependant, l'introduction de l'obligation de motivation dans la *common law* était nécessaire, attendu que le juge de *common law* peut créer des règles. Ce pouvoir s'accompagne de l'obligation de donner les motifs juridiques, des données de fait et des valeurs sociales justifiant sa décision⁷⁷⁹.

Dans le droit français, le principe de la motivation soulève des exigences de fond et de forme. Le point de vue formel exige que la décision soit publique, alors que le point de vue de fond exige l'exposition des motivations qui sous-tendent les décisions et consacrent la permanence de la lisibilité de la jurisprudence, afin de permettre aux intéressés de s'assurer que les raisons de la décision ont réellement été méditées et que l'acte qui fait grief à leurs droits n'est pas le fruit du hasard ou de l'arbitraire⁷⁸⁰.

Dans le même sens, en matière de régulation, la motivation contribue à la sécurité juridique, car elle sert en quelque sorte à neutraliser les différents facteurs qui mettent en cause l'impartialité des régulateurs.

3. Principe du contradictoire

378. **Évolution.** Malgré des réformes cherchant à assurer le respect de ce principe⁷⁸¹, la

⁷⁷⁵ V. Hubert de Vauplane, *et alii*, CE, 11 février 2011, 1^{er} et 6^e ss-sec, *Société Générale*, n° 316508, « Chronique droit financier et boursier », *Banque & Droit*, 2011, n° 136, p. 40.

⁷⁷⁶ CE, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 7 févr. 2007, n° 288373, C. : Juris-Data n° 2007-071442 ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 250, concl. Y. Aguila, CE, 6 juin 2008, société Tradition Securities And Futures (arrêt n° 56). Cf. Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2007, 167.

⁷⁷⁷ Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2007, 167.

⁷⁷⁸ En général, cette notion est considérée comme un critère plus souple que celui de *natural justice*. La notion de *fairness* a également permis d'introduire le droit de recourir à une représentation légale qui n'est pas nécessairement juridique. Matthieu Galeyet, Charlotte Girard, *préc., spéc.* p. 14.

⁷⁷⁹ Guy Canivet, « La motivation brève en question », *préc.*

⁷⁸⁰ Guy Canivet, cité in Jean-François Lepetit, « État, Juge et Régulateur », in Marie-Anne Frison-Roche (dir), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Droit et économie de la régulation, hors coll., Paris, Presses de Sciences Po, 2004, 208 pp. *spéc.* pp. 118-127, aussi *LPA*, n° 17, 2003, p. 9-14.

⁷⁸¹ Par exemple l'allongement du délai imparti à la personne mise en cause pour transmettre à l'autorité ses observations écrites sur les griefs notifiés. Il est passé de 30 jours à 2 mois. Karine Angel, Eric Dezeuse, *préc., spéc.* p. 10.

procédure de sanction mise en œuvre par l'AMF fut critiquée notamment parce qu'elle ne permettait pas aux parties de prendre connaissance de tous les éléments du dossier pris en considération pour déterminer l'existence d'un manquement. L'AMF avait estimé que le respect de ce principe pendant la phase des enquêtes n'étant imposé par aucun texte, il suffisait de le respecter à partir de la désignation du rapporteur⁷⁸². Ainsi, le collège décidait l'ouverture d'une procédure de sanction sur la seule base du rapport d'enquête.

379. **Situation actuelle.** Voici les trois modifications du principe du contradictoire les plus importantes : la création d'une lettre circonstanciée et le droit d'y répondre avant le rapport d'enquête qui est remis au collège ; la présence d'un membre du collège à l'audience de sanction ; et la charte de devoirs des enquêteurs qui établit également un certain nombre de garanties.

380. **La lettre circonstanciée.** En décembre 2010, une modification de l'article 144-2-1 du Règlement général de l'AMF, homologuée par arrêté du 8 décembre, a introduit le principe du contradictoire dès le stade de l'enquête, à travers la création d'une lettre circonstanciée. Ainsi, les personnes mises en cause doivent recevoir, à la fin de l'enquête, une présentation des éléments de fait et de droit recueillis par les enquêteurs, et disposent d'un délai d'un mois pour y répondre⁷⁸³. L'AMF pourrait accepter de reconsidérer ce délai d'un mois, mais uniquement pour le prolonger⁷⁸⁴. La réponse est annexée au rapport transmis au collège.

381. **Représentant du collège.** Comme nous l'avons déjà dit, un membre du collège peut être présent à l'audience de sanction. Cela tend à inclure une phase contradictoire en fin d'enquête, même si le membre y assiste sans pouvoir de délibération.

382. **La charte de l'enquête.** Publiée en décembre 2010, la charte de l'enquête prévoit trois améliorations à la procédure, notamment en ce qui concerne le principe de la contradiction⁷⁸⁵. D'abord, toute personne susceptible d'être mise en cause doit, avant la clôture de l'enquête, être entendue sur les faits qui pourraient lui être reprochés. En second

⁷⁸² Article 141-1 et ss du Règlement général de l'AMF. Décision AMF, 3 nov. 2004, cité in Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 290. Sur le moment du procès équitable et impartial V. Jean-François Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 §1 de la Convention européenne des droits de l'homme », *AJDA*, 20 novembre 1999, pp. 847-859, *spéc.* p. 850 et ss. V. Cass. com., 6 févr. 2007, n° 05-20811 ; *Bull. civ.* 2007, IV, n° 19 ; *RTDF*, n°2, 2007, p. 129, obs. N. Rontchevsky ; Cass. com., 1^{er} mars 2011, n° 09-71252, *Banque & Droit* n° 139, sept-oct 2011, p. 22 ; *Bull. Joly Bourse*, juill. 2011, p. 428, n° 215, note F. Martin Laprade ; Cass. com., 6 sept. 2011, n° 10-11564 (F-D).

⁷⁸³ L'article 143-5 du règlement général prévoit que le rapport rendu en matière de contrôle est communiqué à la personne qui dispose d'un délai de dix jours pour formuler ses observations.

⁷⁸⁴ 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.* Intervention de Sylvie Dariosecq.

⁷⁸⁵ Déjà en 2007 l'AMF avait publié un document dénommé « Charte de conduite d'une mission de contrôle sur place ». 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.* Intervention de Olivier Douvroleu.

lieu, l'enquêteur peut (ce n'est donc pas un devoir) recevoir toute personne qui demande à être auditionnée. En troisième lieu, l'enquêteur a pour devoir « d'entendre ou de réentendre en fin d'enquête, dans la mesure du possible, toute personne susceptible d'être mise en cause »⁷⁸⁶.

383. **L'avancée colombienne.** Parmi les législations latino-américaines étudiées ici, la législation colombienne est la seule à prévoir le principe de la contradiction. L'*Estatuto orgánico del sistema financiero* prévoit en effet parmi plusieurs principes le principe de contradiction, lorsqu'il impose à la *Superintendencia* l'obligation de prendre en compte : « les décharges formulées par les personnes accusées et la contradiction des preuves formulées régulièrement et opportunément à la procédure administrative de sanction »⁷⁸⁷. La norme est large.

En matière de preuves, l'article 208-4 i) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* établit : « La présentation de preuves sera ordonnée lorsque celles-ci seront considérées comme pertinentes et efficaces à établir les faits soumis à l'investigation. Une fois présentées, les preuves seront acceptées si elles remplissent les conditions ici formulées. Elles seront rejetées si elles ne les remplissent pas et seront ordonnées d'office lorsqu'elles seront considérées comme pertinentes, par une résolution motivée ». On a aussi prévu des recours à l'encontre du refus total ou partiel d'une présentation de preuves. Ce recours est connu par le même fonctionnaire qui a prononcé la résolution en question⁷⁸⁸.

4. Principe de la publicité

384. **Deux applications.** On doit être en mesure de distinguer la publicité des audiences (a) et la publicité des décisions (b).

a) Publicité des audiences

385. **Application variable.** Il s'agit aussi d'un principe établi par la CEDH⁷⁸⁹, mais dont le mode d'application varie dans les États européens. Alors que dans le système anglo-saxon il est largement admis et exprimé par l'adage « *Justice must be seen to be done* » en France, en revanche la publicité des audiences a longtemps été facultative pour les autorités

⁷⁸⁶ AMF, *La charte de l'enquête*, 13 décembre 2010, p. 11.

⁷⁸⁷ Art. 208 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁷⁸⁸ Art. 208-4-J de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁷⁸⁹ Art. 6 n°1 de la CEDH « (...) Le jugement doit être rendu publiquement (...) ».

administratives⁷⁹⁰.

386. **Évolution en France.** En ce qui concerne l'AMF, la partie réglementaire du CMF prévoyait que la séance pouvait être publique à la demande de l'une des personnes mises en cause (ce qui ne se produisait jamais). Le président de la formation pouvait en tout cas interdire au public l'accès de la salle si l'intérêt de l'ordre public l'exigeait ou lorsque la publicité était susceptible de porter atteinte au secret des affaires ou à tout autre secret protégé par la loi⁷⁹¹. Notons qu'on avait alors recours à des notions très souples, comme il arrive souvent en matière de régulation.

387. **Réglementation actuelle.** En vertu de la loi de régulation bancaire et financière de 2010, la publicité des audiences est dorénavant la règle, tant pour l'AMF que pour l'ACP⁷⁹², selon un principe admis depuis 1996 par le Conseil d'État⁷⁹³. Toutefois, les demandes de « huis clos » sont courantes, et la CDS conserve le droit d'interdire l'accès à la salle pendant tout ou partie de l'audience, même à sa propre initiative⁷⁹⁴.

388. **Colombie.** Dans ce pays, on consacre le principe du secret. Ainsi l'article 208-7 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* établit que les démarches réalisées dans le cours de l'investigation par la *Superintendencia* sont secrètes pour des tiers.

b) Publicité des décisions

389. **Garantie et sanction.** Dans le droit commun, un principe fondamental, garant comme tout principe, est la publicité des décisions à forme et à contenu juridictionnels⁷⁹⁵. Cette règle est aujourd'hui également applicable à la procédure mise en œuvre par la CDS, en vertu de la loi de régulation bancaire et financière⁷⁹⁶. Elle s'applique aussi à la composition

⁷⁹⁰ CE, 25 juin 1948, *Brillaud, Rec.*, p. 292 : « La publicité des audiences n'est exigée, devant les juridictions administratives, qu'à condition qu'un texte législatif ou réglementaire impose l'observation de cette règle de procédure ».

⁷⁹¹ V. Art. R. 621-40 I CMF.

⁷⁹² Art. R. 612-47 CMF.

⁷⁹³ CE. Ass., 14 février 1996, *Maubleu, Rec.*, p. 34

⁷⁹⁴ L'art. 6 de la loi de régulation bancaire et financière insère dans l'article L. 621-15 CMF un paragraphe IV *bis* : « Les séances de la commission des sanctions sont publiques. Toutefois, d'office ou sur la demande d'une personne mise en cause, le président de la formation saisie de l'affaire peut interdire au public l'accès de la salle pendant tout ou partie de l'audience dans l'intérêt de l'ordre public, de la sécurité nationale ou lorsque la protection des secrets d'affaires ou de tout autre secret protégé par la loi l'exige ».

⁷⁹⁵ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 294-8.

⁷⁹⁶ Art. 6 II, 4°, modifiant l'article L. 621-15 CMF : « La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées. Toutefois, lorsque la publication risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause, la décision de la commission peut prévoir qu'elle ne sera pas publiée ». On peut affirmer qu'il s'agit d'une tendance du droit de la régulation, ainsi les sanctions appliquées par l'Autorité de contrôle prudentiel sont aussi l'objet d'une publication. Art. L. 612-29 CMF.

administrative⁷⁹⁷.

Dans une situation quelque peu schizophrénique, mais absolument compréhensible compte tenu du fonctionnement des marchés financiers, la publicité y est conçue comme une sanction, car elle porte atteinte à l'honorabilité des personnes sanctionnées⁷⁹⁸. Cela, même si la publicité n'est pas mentionnée en tant que sanction dans l'article L. 621-15, III, du CMF.

390. **Évolution.** Avant la loi de régulation bancaire et financière, et en l'absence de précision législative la publication de la sanction devait être expressément mentionnée dans la décision⁷⁹⁹ : elle était donc facultative⁸⁰⁰. Cela avait plusieurs conséquences, parmi lesquelles on peut relever celles qui suivent :

- la publicité, en tant que sanction, était soumise au principe de personnalité des poursuites et des peines, ainsi le Conseil d'État considérait que le principe de responsabilité personnelle faisait obstacle à la publication d'une sanction pécuniaire infligée à une société en raison des manquements commis par une autre société qu'elle a entre-temps absorbée⁸⁰¹.

⁷⁹⁷ V. *Supra* N°337.

⁷⁹⁸ CE, 7 février 2007, Juris-Data n° 2007-071442 ; *RD. banc. et fin.* 2007, comm. 167, note Thierry Bonneau; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 250, concl. Y. Aguila. Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2007, comm. 167 et la bibliographie citée.

⁷⁹⁹ Ordonnance du Conseil d'État, 6 juin 2008, *ODDO & CIE* (arrêt n° 58) ». *Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours*, 2008, p. 418. Téléchargé in http://www.amf-france.org/documents/general/9646_1.pdf

⁸⁰⁰ Sylvie Thomasset-Pierre, « *L'autorité de régulation boursière face aux garanties procédurales fondamentales* », *préc.*; Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *préc.* Il faut remarquer qu'en vertu du décret n° 2009-1409 du 17 novembre 2009, l'article R. 621-44 CMF prévoyait déjà que le délai des recours que des tiers pouvaient interposer contre les décisions individuelles de l'AMF court à compter de sa mise en ligne sur le site de l'AMF, mise en ligne qui constitue une forme de publication. Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 16.

⁸⁰¹ CE, 17 décembre 2008, cité in AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.* Dans un revirement de sa jurisprudence, quelques mois plus tard, le Conseil d'État a affirmé que malgré la personnalité de poursuite, l'AMF pouvait ordonner « la publication d'une sanction prise à l'encontre d'une société absorbant la société initialement mise en cause dès lors que la sanction principale a un caractère pécuniaire, et que la décision fait état sans ambiguïté de ce que la société est condamnée en tant qu'elle vient aux droits de la société absorbée », Ordonnance du Conseil d'État, 6 juin 2008, *ODDO & CIE* (arrêt n° 58). Plus récemment V. CE, 6^e et 1^{re} ss-sect réunies, 28 Mars 2011, N° 319327, Inédit, *Caisse d'épargne de Normandie* : « Si les exigences d'intérêt général relatives au bon fonctionnement du marché, à la transparence des opérations et à la protection des épargnants peuvent justifier que la sanction pécuniaire infligée à une société soit assortie d'une publication, afin de porter à la connaissance de toutes les personnes intéressées les irrégularités qui ont été commises, le principe de responsabilité personnelle fait obstacle, au regard de la portée propre de cette sanction complémentaire de publication, à ce que l'autorité disciplinaire ordonne la publication de la sanction pécuniaire infligée à une société en raison des manquements commis par une autre société qu'elle a entre temps absorbée. Ne pouvant légalement procéder à la publication d'une décision comportant la sanction de faits reprochés aux caisses absorbantes, en raison de manquements commis, avant leur absorption, par des caisses d'épargne, la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers avait l'obligation, soit de statuer par une décision distincte non publiée sur les griefs articulés à l'encontre des caisses absorbantes, soit, en cas de décision unique, de prévoir des modalités de publication de sa décision ne comportant pas de référence directe ou indirecte relative aux griefs reprochés à ces caisses d'épargne, en tant que personnes morales propres, ainsi qu'aux sanctions qui leur ont été infligées ».

- la publicité, en vertu de ce statut, pouvait être contestée par voie de recours.
- la publicité, toujours en vertu de ce statut particulier, était soumise au respect du principe de proportionnalité⁸⁰².
- en tant que sanction complémentaire, le Conseil d'État considérait que la publicité n'avait pas à faire l'objet d'une motivation spécifique, distincte de la motivation d'ensemble de la sanction principale⁸⁰³. L'affirmation était controversable, notamment à cause du caractère facultatif de la publication⁸⁰⁴.

On peut remarquer qu'avant l'inscription de la publicité des sanctions comme principe dans le domaine des marchés financiers, on pratiquait des sanctions anonymes. La Cour d'appel pouvait même imposer l'anonymat⁸⁰⁵.

Aujourd'hui, avec la loi de régulation bancaire et financière, la publication quitte son caractère de peine complémentaire et devient une peine accessoire, donc nécessairement reliée à la peine principale. Ce caractère lui fait bénéficier des arguments fournis pour motiver la décision principale, même si la quête de la sécurité juridique justifie un effort de la part des membres de la CDS, afin de motiver convenablement tous les aspects de la décision.

391. **Exception.** Les particularités du secteur régulé, qui justifiaient autrefois la décision de ne pas publier une sanction, constituent aujourd'hui des exceptions au principe de la publicité. Ainsi, la commission conserve la faculté, à titre exceptionnel, de faire en sorte que la décision ne soit pas publiée : soit parce que la publication risque de perturber gravement les marchés financiers, soit parce qu'elle risque de causer un préjudice excessif aux parties en cause (Art. L. 621-15, V, CMF) Rappelons que la loi de régulation bancaire et financière ne prévoit pas expressément que ces exceptions soient applicables à la composition administrative⁸⁰⁶.

Toutefois, malgré l'inscription de la publicité dans la loi, nous considérons que la CDS pourrait continuer à pratiquer des sanctions anonymes, pratique de plus en plus fréquente depuis quelque temps⁸⁰⁷, qui pourrait aussi s'appliquer aux compositions administratives et

⁸⁰² CE, 6 juin 2008, société Tradition Securities And Futures (arrêt n° 56).

⁸⁰³ *Idem.*

⁸⁰⁴ Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *préc. RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2008, comm. 25.

⁸⁰⁵ Ainsi, par arrêt du 3 juillet 2007, la cour d'appel de Paris a rejeté les recours des deux personnes sanctionnées et dit que l'anonymat des personnes physiques visées par la décision devra être préservé lors des mesures de publication de ladite décision. Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2008, comm. 25.

⁸⁰⁶ Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *préc.* p. 20.

⁸⁰⁷ Sur les évolutions en matière de publicité des sanctions *V.* Bruno Gizard et Jean-Pierre Deschanel, *préc.* p. 180 et ss.

qui serait surtout bienvenues dans les cas où la publication intervient avant l'épuisement des recours contre la décision de sanction. Tout cela lorsque l'anonymat est nécessaire en vertu des circonstances prévues dans l'article. 621-15, V, précité.

392. **Conditions de la publication.** Conformément à l'article L. 621-15 CMF, la publicité est affichée dans les publications, journaux ou supports que l'autorité désigne. Elle doit apparaître dans un format proportionnel à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont à la charge des personnes sanctionnées. La proportionnalité entre la publication, la faute commise et la sanction infligée n'est pas strictement réglementée, ce qui pourrait éventuellement servir d'argument pour imposer l'anonymat de la sanction, lorsque la publication nominative semblerait excessive à la partie concernée, tout cela dans la perspective d'une individualisation de la peine qui constitue elle aussi un principe constitutionnel⁸⁰⁸.

393. **Droit comparé.** La publication des sanctions est une pratique généralisée. En Colombie, l'article 208-7 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero colombiano* applique le principe de publicité de manière plus nuancée (les sanctions perdent leur caractère secret, une fois notifiées). C'est le principe de la révélation dirigée, assez semblable à ce qu'on peut rencontrer dans la législation française. Conformément à ce principe, la *Superintendencia* « pourra déterminer le moment où l'information sera divulguée dans les cas où la révélation de la sanction pourrait mettre en péril la solvabilité ou la sécurité des entités surveillées considérées individuellement ou dans leur ensemble. De plus, la *Superintendencia* appliquera les principes directeurs des actes administratifs établis dans l'article 3° du Code de procédure administrative »⁸⁰⁹.

Au Chili, tant les normes relatives aux décisions juridictionnelles que les normes relatives aux actes de l'administration imposent la publicité⁸¹⁰. Subséquemment, le site Internet de la SVS contient une rubrique dédiée à la publication des sanctions. Cependant, une loi prévoit la possibilité de déclarer le secret de certains actes ou documents, parmi d'autres raisons, « pour protéger les intérêts privés des administrés ». Le régime est en général semblable à celui

⁸⁰⁸ Le juge ne peut pas être privé, par une disposition législative, du pouvoir d'individualiser la peine. V. Conseil Constitutionnel, 29 septembre 2010, JO 30 septembre 2010, p. 17782 cité in AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*

⁸⁰⁹ Art. 208-1 d) de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero*.

⁸¹⁰ L'article 9 du Code organique des tribunaux établit : « Les actes des tribunaux sont publics, sauf les exceptions expressément prévues par la loi ». L'article 13 de loi n° 18.575, *Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado* affirme : « La fonction publique s'exercera avec transparence, de manière de permettre et promouvoir la connaissance des processus, contenus et fondements des décisions adoptées en exercice de celle-ci ».

existant en France, avec la différence de ne pas consacrer de normes spéciales en matière financière.

5. *Garanties complémentaires*

394. **Atteintes à la transparence des marchés.** Lorsque l'AMF fait usage des pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés afin de faciliter l'établissement des infractions concernant des atteintes à la transparence des marchés, des garanties supplémentaires sont établies⁸¹¹ : les enquêtes sont effectuées avec l'autorisation et le contrôle du président du tribunal de grande instance compétent, mais l'ordonnance n'est susceptible que d'un pourvoi en cassation non suspensif ; le juge doit vérifier que la demande d'autorisation qui lui est soumise est fondée, et il doit désigner l'officier de police judiciaire chargé d'assister à ces opérations, de veiller au respect du secret professionnel et des droits de la défense et qui doit tenir informé le tribunal du déroulement de l'enquête. Par rapport à ce dernier, la loi de régulation bancaire et financière autorise les infrastructures de marché françaises à communiquer à des infrastructures de marché homologues ou à des autorités de régulation étrangères, des informations couvertes par le secret professionnel⁸¹² sous réserve de réciprocité et dans la mesure où les infrastructures étrangères appartiennent à un pays dont le cadre légal offre des garanties équivalentes à celles existant en France.

6. *Enquêtes et droit à la vie privée*

395. **Le cadre.** Nous voulons finir cet exposé des principales garanties procédurales offertes par la procédure de sanction des régulateurs financiers avec l'évocation d'une controverse ayant eu lieu au Chili.

En matière de régulation des marchés financiers, le tribunal constitutionnel chilien a évoqué le droit à la vie privée à l'occasion de l'analyse de constitutionnalité de deux articles contenus dans un projet de loi créant une unité d'analyse financière (en tant qu'autorité) et qui modifient le Code pénal en matière de blanchiment d'actifs⁸¹³.

Une des normes en question conférait à l'autorité un pouvoir classique en matière d'enquêtes : le pouvoir de solliciter auprès des particuliers les documents que l'autorité estime nécessaires (rapports, etc.). Les personnes sollicitées étaient obligées de fournir ces documents dans les

⁸¹¹ Art. L. 621-12 CMF.

⁸¹² Art. 8 de la loi de régulation bancaire et financière qui est à l'origine de la nouvelle rédaction de l'article L. 632-17 CMF. Michel Storck et Jérôme Lasserre Capdeville, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *préc., spéc.* p. 4.

⁸¹³ *Tribunal Constitucional*, 28 de octubre 2003. Rol 389

délais fixés par l'autorité. S'il s'agissait d'informations protégées par le secret, il suffisait d'obtenir l'autorisation de la Cour d'appel de Santiago, sans comparution de la personne affectée.

396. **La réponse jurisprudentielle.** Le tribunal en question a déclaré l'inconstitutionnalité de la norme, affirmant qu'elle confère à l'autorité un pouvoir qui attente entre autres au droit à la vie privée, pouvoir qui ne devait être conféré que dans un domaine d'application limité à des circonstances très précises. Ainsi, la norme devait fixer des objectifs, des paramètres et des critères d'application, car l'autorisation de la Cour d'appel ne suffisait pas, dans le cas de documents secrets, à protéger les droits de la personne affectée.

C'est le moment d'analyser le dernier élément de la juridictionnalisation des régulateurs et de la procédure de sanction qu'ils appliquent.

§3. L'applicabilité des garanties du droit pénal de fond

397. **Plan.** Il s'agit là d'une des questions les plus controversées : les garanties dérivées du droit pénal de fond sont-elles pleinement applicables à la procédure de sanction des régulateurs ? Pour les développements suivants, nous avons retenu les garanties qui ont le plus attiré l'attention de la doctrine et de la jurisprudence : la présomption d'innocence (A), la personnalité des peines (B) et leur proportionnalité (C), et le *non bis in idem* (D). Le respect de ces principes en France est en effet sérieusement mis en cause.

A. Présomption d'innocence

398. **Le principe.** Toute personne qui se voit imputer une infraction doit être regardée comme innocente tant que sa culpabilité n'a pas été établie conformément à la loi et de façon définitive⁸¹⁴. Ce principe est aussi applicable à la procédure de sanction des régulateurs économiques, tant dans l'exercice des poursuites et de l'instruction⁸¹⁵ que dans leurs fonctions de jugement⁸¹⁶.

399. **La pratique.** C'est ce principe qui explique pourquoi l'AMF ne peut pas, à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits, exercer concurremment ses pouvoirs de

⁸¹⁴ Article 11-1 de la Déclaration universelle des droits de l'homme, ONU, 1948, « Toute personne accusée d'un acte délictueux est présumée innocente jusqu'à ce que sa culpabilité ait été légalement établie au cours d'un procès public où toutes les garanties nécessaires à sa défense lui auront été assurées *in* <http://www.un.org/fr/documents/udhr/index3.shtml#a11>

⁸¹⁵ CEDH 10 février 1995, *Alenet de Ribemont*, §36 ; CEDH 26 mars 2002, *Butkevicius c. Lituanie*, §52 ; CE 14 mars 2005, req. n° 278435 ; CE 14 avril 2005, req. n° 279473, cités par Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 917.

⁸¹⁶ Cf. Jean-Philippe Feldam, « L'AMF respecte-t-elle les droits de la défense? », *Recueil Dalloz*, 2009, n° 41, pp. 2756-2757 ; Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 917.

sanction et les droits de la partie civile⁸¹⁷. « En revanche, une autorité administrative peut prononcer une sanction et être présente à l'instance ouverte par le recours. Tel est le cas des recours contre les décisions de l'Autorité des marchés financiers ou de l'Autorité de la concurrence portés devant la Cour d'appel de Paris »⁸¹⁸.

Dans la régulation des marchés financiers, des difficultés de trois ordres se sont posées à l'égard de ce principe :

400. **Délit d'initié⁸¹⁹ et présomption d'innocence.** À ce propos, la CJUE⁸²⁰ a eu l'occasion de se prononcer sur l'élément intentionnel du délit d'initié et en général sur les éléments constitutifs de l'infraction, en affirmant que l'article 2, paragraphe 1 de la directive⁸²¹ n'exige pas que l'opération interdite soit effectuée en connaissance de cause⁸²². Cet article établit ainsi une présomption par laquelle l'intention de l'auteur d'une opération d'initié se déduit implicitement de la réunion des éléments matériels constitutifs de cette infraction, à savoir les personnes visées et les agissements matériels. La directive procède à une définition objective des opérations d'initiés sans faire référence à un élément moral, façon de procéder qui serait nécessaire pour protéger l'intégrité des marchés financiers.

La CJUE a affirmé que ladite présomption et la présomption d'innocence sont compatibles dès lors que la première n'est pas irréfragable, c'est une présomption simple, et que les droits de la défense sont assurés⁸²³. Dans un raisonnement complètement téléologique, typique de la

⁸¹⁷ Art. L. 621-16-1 CMF. V. Cons. const. décision n° 89-260-DC, 28 juillet 1989, *préc. consid.* 43-47 sur les droits de la défense mais applicable à la présomption d'innocence. Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 917. Sur la responsabilité civile des auteurs de l'infraction V. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 436-3, 528.

⁸¹⁸ Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 917.

⁸¹⁹ Laurence Idot, « Opérations d'initiés », *Europe* n° 2, février 2010, comm. 75. *Adde.* Monique Luby, « À quelles conditions un État membre peut-il prévoir des dispositions plus rigoureuses que celles de la directive n° 89/592 du Conseil, du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 septembre 2001 n° 5, pp. 459 et ss, note 76.

⁸²⁰ CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*. Le débat portait sur l'interprétation des articles 2 et 14 de la directive.

⁸²¹ Directive communautaire 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*JOUE* n° L 96, 12 avr. 2003, p. 16) qui a abrogé la directive 89/592 du Conseil du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés à compter du 12 avril 2003.

⁸²² Compte tenu de la nature particulière de l'opération d'initié et de la finalité de la directive, la réunion des éléments constitutifs permet en définitive de présumer l'intention de l'auteur. V. l'arrêt *Kadi*, CJCE, 3 sept. 2008, aff. C-402/05 P et C-415/05 P, *Rec. CJCE* 2008, I, p. 6351 ; et D. Simon et A. Rigaux, *Europe* 2008, étude 9.

⁸²³ Dans le même sens la Cour de cassation, 15 juin 2010, n° 09-14968. La Cour de cassation semble suivre le même raisonnement dans une décision plus récente (Cass. com., 8 février 2011, n° 10-10965, Marionnaud), avec une nuance, elle n'a pas écarté la nécessité d'un élément moral et l'a seulement présumé. On a ainsi soutenu que l'arrêt *Spector* (CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*) imposerait de passer d'un système de responsabilité de plein droit à une responsabilité pour faute présumée. Cf. France Drummond, « Le manquement d'initié: données récentes », Table ronde n° 2, 3^e Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*, p. 13 ; Hubert de Vauplane, *et alii* « Chronique droit financier et boursier », *Banque & Droit*, 2011, n° 136, p. 40-43, *spéc.* p. 42 ; Thierry Bonneau « Notion d'utilisation de

régulation, la Cour prévoit des ménagements : dans l'analyse des circonstances de faits, il faut s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement un caractère indu parce que les investisseurs n'ont pas été mis sur un pied d'égalité⁸²⁴.

401. **Le principe de publicité.** Comme nous avons vu, tant les audiences que les décisions sont publiques. Une question se pose alors : comment concilier le rôle de la transparence dans la régulation avec la présomption d'innocence ? Les ménagements au principe de la publicité que nous avons analysé *supra* viennent résoudre en partie cette difficulté.

402. **L'activité des médias.** L'activité des médias et leur liberté d'expression sont profondément liées aux difficultés posées par le principe de la publicité. L'activité des médias a ses conséquences propres, qui se manifestent bien avant celles de la publicité dérivée du principe juridictionnel : les médias peuvent même révéler une infraction. Attendu que le secret des enquêtes n'empêche pas toujours les divulgations, nous considérons que la publicité médiatique ne peut connaître pour borne que le principe de responsabilité.

403. **Conciliation entre l'interdiction d'un préjugement et la fonction de régulation.** C'est l'affaire EADS qui a mis encore une fois en relief la question (classique) de la conciliation la présomption d'innocence et l'interdiction d'un préjugement avec la continuité qu'exige la fonction de régulation⁸²⁵ et qui imposent parfois de procéder à un avertissement immédiat au marché. Comment ne pas tomber dans le piège du ralentissement de la réactivité de l'autorité comme conséquence de l'alourdissement des garanties procédurales ? Jusqu'à présent, un certain réconfort est octroyé par la possibilité d'un recours juridictionnel, surtout s'il est de pleine juridiction. Cependant, celui-ci vient amoindrir en quelque sorte la fonction développée par les régulateurs. C'est une autre question qui demeure ouverte.

B. Personnalité des peines

404. **Application à une personne morale.** Découlant des articles 8 et 9 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, de 1789 (« nul n'est punissable que de son propre fait »), la personnalité des peines est un principe dont la mise en œuvre semble souple⁸²⁶. Le problème se pose lorsqu'il s'agit d'appliquer une sanction à une personne morale, notamment dans le cas des sociétés absorbantes. On doit d'abord distinguer la nature de la sanction : en

l'information privilégiée », *RD. banc. et fin.* n° 2, 2010, comm 80; Renaud Mortier, « L'objectivation de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », *Droit des sociétés*, n° 5, mai 2010, comm. 96.

⁸²⁴ CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*, pt 62.

⁸²⁵ Pascale Idoux, *préc.*, p. 926.

⁸²⁶ Cons. const, décision n° 99-411-DC, 16 juin 1999, Loi portant diverses mesures relatives à la sécurité routière et aux infractions sur les agents des exploitants de réseau de transport public de voyageurs, consid. 7.

droit pénal, la société absorbante ne peut pas être sanctionnée pour les faits commis par la société absorbée, alors qu'en matière de sanctions administratives la question est plus complexe. Selon la Cour de cassation, la sanction reste légitime en présence de dispositions dérogatoires expresses ou en cas de fraude⁸²⁷, alors que le Conseil d'État considère qu'une sanction peut être imposée à une société absorbante, mais pas un blâme⁸²⁸. La difficulté n'est toujours pas résolue à l'heure qu'il est.

C. Proportionnalité des peines

405. **Principe.** Le principe de la proportionnalité des peines est posé par l'article 8 de la Déclaration de 1789 : « la loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires », c'est-à-dire que dans l'application de la peine, voire dans la tâche des législateurs qui déterminent quelles sanctions seront applicables⁸²⁹, il faut prendre en compte la gravité du manquement.

406. **Application aux marchés financiers.** En matière de régulation des marchés financiers, un exemple de l'application de ce principe se trouve dans la directive sur les abus de marché⁸³⁰, en effet, l'article 14, paragraphe 1 prévoit que les États membres veillent à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées, effectives, proportionnées et dissuasives, puissent être prises à l'encontre des responsables d'abus⁸³¹.

407. **Application jurisprudentielle.** Ce principe explique pourquoi le Conseil d'État a refusé la publication d'une décision de sanction appliquée à une société absorbante⁸³², voire pourquoi la CJUE⁸³³ admet la possibilité de prendre en considération, dans la détermination du montant de la sanction, l'avantage économique réalisé par les contrevenants. Ainsi, la CJUE a affirmé que « l'article 14, paragraphe 1, de la directive 2003/6 doit être interprété en ce sens que l'avantage économique résultant d'une opération d'initié peut constituer un

⁸²⁷ Cour de cassation, Com. 15 juin 1999, *Bull. com.*, n° 127 (COB).

⁸²⁸ CE, 22 de novembre 2000, *Société Crédit Agricole-Indosuez-Chevreaux*, req. n° 207697 (Conseil des marchés financiers). CE 10 mai 2005, *Etna Finances*, req. n° 247130 (conseil de discipline et gestion financière) ; CE 30 mai 2007, *Société Tradition Securities and Futures*, req. n° 293423 (AMF) ; CE, 17 décembre 2008, *Société Oddo*, Lebon, p. 548. Cf. Joëlle Pralus-Dupuy, *op. cit.* p. 566, et Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 918.

⁸²⁹ Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 918.

⁸³⁰ Directive communautaire 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*JOUE n° L 96, 12 avr. 2003, p. 16*) qui a abrogé la directive 89/592 du Conseil du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés à compter du 12 avril 2003.

⁸³¹ Le texte n'a pas donné de critères pour déterminer quand une sanction est effective, proportionnée et dissuasive, la définition de ces critères relevant donc de la législation nationale.

⁸³² *V. infra* N°385 et ss. CE, 17 décembre 2008, *préc.*

⁸³³ CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*, *préc.*. Le débat portait sur l'interprétation des articles 2 et 14 de la directive. Cf. Laurence Idot, « Opérations d'initiés », *Europe* n° 2, février 2010, comm. 75

élément pertinent aux fins de la détermination d'une sanction effective, proportionnée et dissuasive. La méthode de calcul de cet avantage économique et, en particulier, la date ou la période à prendre en considération relèvent du droit national »⁸³⁴. Ce qui doit être complété par la précision apportée par la Cour d'appel de Paris, laquelle a affirmé que « Les dispositions de l'article L. 621-15 du Code monétaire financier n'imposent pas de fixer la sanction pécuniaire en relation avec le profit éventuellement retiré des opérations incriminées, dès lors que cette sanction reste inférieure au plafond applicable en l'absence de profit »⁸³⁵. L'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 2 février 2010 (7e esp.) met aussi en exergue la grande liberté d'appréciation conférée à la CDS, dans le cadre de l'application du principe de proportionnalité (art. L. 621-15, III, CMF), en affirmant qu'en présence de deux manquements imputables à la personne poursuivie (manquement à l'information du public et manquement d'initié), « la commission n'était pas tenue de prononcer une sanction distincte pour chaque manquement ». Il faut essentiellement remarquer que la CJUE, consultée sur le besoin de prendre en considération la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale pécuniaire ultérieure, au stade de la détermination de la sanction administrative, a répondu que : « l'article 14 de la directive 2003/6 doit être interprété en ce sens que, si un État membre a prévu, hormis les sanctions administratives visées par cette disposition, la possibilité d'infliger une sanction pécuniaire de nature pénale, il n'y a pas lieu de prendre en considération, aux fins de l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif de la sanction administrative, la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale ultérieure »⁸³⁶.

408. **Au niveau européen.** Selon un auteur⁸³⁷, en vertu de la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)⁸³⁸, et la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché, il est possible de prévoir, en France, un ajustement à la baisse des sanctions administratives et un renforcement des sanctions pénales. En effet, l'augmentation du montant des sanctions opérée par la loi de régulation bancaire et financière cherchait à augmenter l'effet dissuasif des amendes prononcées par l'AMF en répression des formes les plus graves

⁸³⁴ CJUE, 23 déc. 2009, n° aff. C45/08, *Spector Photo Group*, préc.

⁸³⁵ Cass. com. 23 mars 2010, pourvoi n° 09-11.366, arrêt n° 333 *F-P+B*, *D.* 2010. AJ 890, obs. A. Lienhard ; *Rev. sociétés* 2010. 320, note E. Dezeuze,

⁸³⁶ CJUE 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Sté Spector Photo Group*, préc.

⁸³⁷ Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *JCP E*, n° 50, 15 décembre 2011, pp. 1905 et ss. spéc. n° 30 et ss.

⁸³⁸ COM(651) final, 20 oct. 2011.

d'abus de marché. Néanmoins, le projet de directive indique que ces comportements doivent faire l'objet de sanctions pénales⁸³⁹. On peut conséquemment penser qu'il appartiendra au juge pénal d'appliquer des amendes les plus fortes.

409. **Droit comparé.** Dans les pays latino-américains nous trouvons l'exemple colombien qui consacre ce principe en deux temps : d'abord en le définissant comme : « *Principe de proportionnalité, conformément auquel la sanction doit être proportionnelle à l'infraction* »⁸⁴⁰, puis en établissant les critères à prendre en compte dans la graduation des sanctions administratives. Ces critères sont les suivants⁸⁴¹ :

- a) L'ampleur du dommage infligé aux intérêts juridiques protégés par la *Superintendencia*, ou du risque que l'accusé leur fait courir, conformément aux facultés octroyées par cette norme ;
- b) Le bénéfice économique obtenu par l'acteur ou par des tiers comme conséquence de l'infraction, ou le dommage que l'infraction a pu engendrer ;
- c) La récidive ;
- d) La résistance, le refus ou l'obstruction aux enquêtes ou à la surveillance de la *Superintendencia* ;
- e) L'usage de moyens frauduleux dans la réalisation de l'infraction ou l'utilisation d'un intermédiaire visant à cacher l'infraction ou ses conséquences ;
- f) Le degré de prudence et de diligence avec lequel on a accompli les devoirs légaux ou avec lequel on a appliqué les normes légales pertinentes ;
- g) La réticence à accomplir ou à se conformer aux ordres donnés par la *Superintendencia* ;
- h) L'exercice d'activités ou l'occupation de postes sans autorisation de la *Superintendencia* lorsque la loi exige une telle autorisation,

⁸³⁹ V. dans le même sens, Proposition modifiée de Règlement du Parlement Européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), COM(2012) 421 final. En effet, cette dernière tient à : « préciser que les autorités compétentes doivent être en mesure d'infliger des sanctions administratives en ce qui concerne l'infraction que constituent les manipulations de marché en pareil cas (manipulation ou tentative de manipulation d'indices de référence importants), sans avoir à prouver ou à mettre en évidence d'incidences telles que des effets sur les prix. Il est aussi essentiel que toutes les mesures nécessaires soient prises pour prévenir de telles manipulations et pour permettre aux autorités compétentes d'imposer des sanctions et leur faciliter la tâche. Un cadre juridique strict permettra de dissuader de manière crédible ce genre de pratique et, partant, de protéger les investisseurs et de rétablir la confiance des marchés. Ces mesures réglementaires doivent inclure des sanctions pénales, ce qui fait l'objet de la proposition modifiée de directive qui accompagne la présente proposition », p. 2 in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0421:FIN:FR:PDF>

⁸⁴⁰ Art. 208-1 b) de l'Estatuto orgánico del sistema financiero.

⁸⁴¹ Art. 208-2 de l'Estatuto orgánico del sistema financiero.

i) La reconnaissance ou l'acceptation expresse de l'imputé avant l'imposition de la sanction.

410. Il faut remarquer que selon la même norme, ces critères ne sont pas appliqués lorsqu'on est en présence de sanctions spécialement réglementées.

D. Non bis in idem

411. **Le principe.** Principe conformément auquel « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement deux fois à raison des mêmes faits »⁸⁴². Ce principe autorise les régulateurs à appliquer plusieurs sanctions à raison de faits distincts. Il reste plusieurs situations en droit français qui ne semblent pas respecter le *non bis in idem*.

412. **Divergences dans la conception des sanctions pénales.** Les difficultés auxquelles la France s'est vue confrontée s'expliquent par des divergences entre la conception française et la conception européenne des sanctions *pénales*. En ce qui concerne la première, elle apparaît particulièrement dans la réserve exprimée par la France, le 17 février 1986, à l'égard du protocole n° 7. La France soutient en effet que : « Le Gouvernement de la République française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole »⁸⁴³. Pour la France, donc, le caractère pénal de la sanction dérive des tribunaux qui sont compétents pour l'établir, alors qu'elle devrait plutôt dériver d'un caractère qui lui soit intrinsèque, tel que la matière soumise à un jugement.

À ce propos, la Cour européenne estime que « la matière pénale s'entend de toute matière punitive et ayant une certaine gravité »⁸⁴⁴. La CJUE, pour sa part, a qualifié expressément les sanctions administratives du manquement d'initié, de sanctions pénales « eu égard à la nature des infractions en cause ainsi qu'au degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner, de telles sanctions peuvent être, aux fins de l'application de la CEDH, qualifiées

⁸⁴² Art. 368 du code de procédure pénale, art. 14 § 7 du Pacte de New York relatif aux droits civils et politiques de 1966, art. 4 du protocole n° 7 à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, art. 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, art. 54 de la Convention d'application de l'accord de Schengen, signée le 19 juin 1990 et intégrée au droit de l'Union par le protocole au traité d'Amsterdam relatif à l'acquis de Schengen. Communication de M. Pierre Fauchon sur le projet de décision-cadre relative à l'application du principe « *non bis in idem* » Texte E 2236. Disponible in <http://www.senat.fr/ue/pac/E2236.html>

⁸⁴³ Il faut remarquer que ladite déclaration n'a pas été transmise au dépositaire de la Convention d'application de l'accord de Schengen (le Gouvernement Luxembourgeois), comme l'indique le document du Conseil n° 13281/1/03 du 17 octobre 2003. Ainsi, « La déclaration de la France sur les exceptions au principe du "*non bis in idem*", qui a été pourtant régulièrement introduite en droit interne, ne serait donc pas valide juridiquement ».

⁸⁴⁴ CEDH, 21 février 1984, *Öztürk c/ RFA* ; CEDH, 24 février 1994, Aff. 12547/86, *Bendenoun c/France* ; CEDH, 23 septembre 1998, Aff. 27812/95, *Malige c/France*, cités in Rapport au garde des Sceaux, « La dépenalisation de la vie des affaires », groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon, *La documentation française*, 2008, p. 62-63.

de sanctions pénales »⁸⁴⁵.

Il faut remarquer que la Cour de Strasbourg a écarté les réserves qui, par leur caractère général, portent atteinte aux droits garantis par la Convention⁸⁴⁶. En Angleterre, le problème ne se pose pas, car les régulateurs, conformément à un « guide des poursuites » et en fonction de la gravité des faits constatés, décident de la nature des poursuites. S'il s'agit de sanctions pénales, les régulateurs déclenchent les poursuites pénales, sans imposer eux-mêmes de sanctions⁸⁴⁷.

413. **Conséquence de la conception française.** Conformément à la conception soutenue par la France, un même fait peut être sanctionné par plusieurs régulateurs au titre de leurs compétences propres⁸⁴⁸, et l'imposition de sanctions administratives et pénales ne constitue pas une infraction au principe *non bis in idem*⁸⁴⁹. La France, en tout cas, n'est pas isolée, le cumul des sanctions civiles et pénales est aussi possible aux États-Unis, car la Cour ne considère pas que dans ce cas se configure une atteinte au principe de l'interdiction de la *double jeopardy*⁸⁵⁰.

Ainsi, l'article L. 621-15 CMF, dans sa rédaction issue de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, prévoit la possibilité pour la CDS de prononcer à l'encontre des auteurs des pratiques mentionnées au I de l'article L. 621-14 du même Code une sanction pécuniaire sans évoquer de restriction dans le cas où l'auteur desdites pratiques aurait, pour les mêmes faits, été pénalement poursuivi ou condamné.

La Cour de cassation, reprenant l'avis du Conseil Constitutionnel, a estimé que le principe selon lequel une même personne ne peut pas être punie deux fois pour le même fait ne reçoit pas application dans les cas de cumul de sanctions pénales avec des sanctions

⁸⁴⁵ CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*.

⁸⁴⁶ Art. 57 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ; CEDH 29 avril 1988, *Belilos c. Suisse*, req. 10328/83, pt. 55 ; CEDH, 23 oct. 1995, n° 15963/90, *RFDA* 1997. 1, étude Franck Moderne ; *Rev. science crim.* 1996. 479, obs. R. Koering-Joulin ; *ibid.* 487, obs. R. Koering-Joulin ; CEDH 3 octobre 2000, *Eisenstecken c. Autriche*, req. 29477/95, pts 23 s.

⁸⁴⁷ Rapport au garde des Sceaux, « La dépenalisation de la vie des affaires », groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon, *La documentation française*, 2008, p. 62-63.

⁸⁴⁸ CE 30 mai 2007, *Sté SA*, req. n° 283888.

⁸⁴⁹ Cons. const. décision n° 89-260-DC, 28 juillet 1989, *préc.*, consid. 16 et 22. *Contra*, Cons. const. décision n°96-378-DC, 23 juillet 1996, *préc.*, consid. 15, cité in Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 918. *V. aussi* : Cass. crim. 1^{er} mars 2000 : *Bull. crim.* n°98 ; *D.* 2000, *AJ*, 229, obs. A. Lienhard ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 443, note Nicolas Rontchevsky ; CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 16 juillet 2010, n° 32-1056 ; Cass. Ass. plén., 8 juillet 2010, n° 10-10965 : *Banque & Droit* n° 135, janvier-février 2011, p. 39 ; Cass. com. 8 février 2011, n° 10-10965, Marionnaud : Nicolas Rontchevsky, *RTD Com.* 2011 p. 385.

⁸⁵⁰ *Hudson v. Unites States*, 118 S. Ct. 488 (1997).

administratives⁸⁵¹, pourvu qu'on ait respecté le principe constitutionnel de proportionnalité, conformément auquel le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne doit pas dépasser le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues⁸⁵². Il appartient, affirme le Conseil constitutionnel, aux autorités administratives et judiciaires compétentes de veiller au respect de cette exigence⁸⁵³.

Dans le même sens, tant la Cour de cassation que le Conseil d'État ont considéré qu'il n'y avait pas lieu à renvoi devant le Conseil constitutionnel de questions prioritaires de constitutionnalité mettant en cause le cumul entre sanction administrative et condamnation pénale. Les deux juridictions ont considéré que les arguments ne soulevaient pas une question sérieuse⁸⁵⁴. L'article L. 621-16 CMF pose ainsi que : « Lorsque l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner⁸⁵⁵ que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce ».

E. Légalité des délits et des peines

Ce sont les derniers principes engendrant des controverses à l'égard des régulateurs et de leurs pouvoirs.

414. **La légalité des peines.** Conformément à ce principe, les termes employés par le législateur au moment de définir les peines doivent être « suffisamment clairs et précis », notamment « pour exclure l'arbitraire »⁸⁵⁶. Il a été mis en cause par la sanction du montant décuplé des profits réalisés prévue à plusieurs reprises à l'article L. 621-15 du CMF. À cet égard, la Cour de cassation française a affirmé que la sanction du montant décuplé des profits réalisés était suffisamment précise pour ne pas être contraire au principe de légalité des délits et des peines⁸⁵⁷. Cependant, elle a dû préciser, dans une autre décision, que ce plafond désigne tout avantage économique retiré de l'opération, qu'il s'agisse d'un gain, d'un

⁸⁵¹ V. Jérôme Lasserre Capdeville, « Pas de QPC pour les cumuls de sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 1 septembre 2010, n° 5, pp. 418, Note 54 et Jérôme Lasserre Capdeville, « Délit de manipulation de cours et engagement de la responsabilité d'une personne morale », Note, *Bull. Joly Bourse*, 1 mai 2009 n° 3, pp. 170 et ss.

⁸⁵² Cass. ass. plén., 8 juill. 2010, arrêt n° 12137 in http://www.courdecassation.fr/jurisprudence_2/questions_prioritaires_constitutionnalite_3396/12137_8_16955.html

⁸⁵³ Cons. Const. n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, *préc.*

⁸⁵⁴ Cass. ass. plén., 8 juill. 2010, n° 10-10965, *RTDF* n° 3, 2010, p. 152, 1^{re} esp., obs. É. Dezeuze; CE, 16 juill. 2010, n° 321056, *RTDF*, n° 3, 2010, p. 152, 3^e esp., obs. É. Dezeuze.

⁸⁵⁵ Ce ne serait donc qu'une faculté, non une obligation ? C'est la question que se pose Hervé Le Nabasque, in « La règle "non bis in idem" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'Assemblée plénière du 8 juillet 2010) », *préc.*

⁸⁵⁶ Cons. const., 20 janv. 1981, n° 80-127 DC ; Cons. const., 5 mai 1998, n° 98-399 DC.

⁸⁵⁷ Cass. Ass. plén. 8 juillet 2010, n° 09-71252 et 10-10965.

avantage, d'un bénéfice ou d'une perte évitée⁸⁵⁸. Cela n'a pas été exempt de critiques⁸⁵⁹.

415. **La légalité des délits.** Jusqu'à l'application de la loi de régulation bancaire et financière, le respect du principe de légalité des peines était controversé en raison de l'existence de l'article L. 573-9 CMF, en vertu duquel « Est puni des peines prévues à l'article 313-1 du Code pénal : 1° Le fait, pour toute personne, d'exercer l'activité de conseil en investissements financiers définie à l'article L. 541-1 sans remplir les conditions prévues par les articles L. 541-2 à L. 541-5 ». Parmi les obligations qui sont donc susceptibles d'une sanction pénale se trouve l'article 541-4 composé de deux volets : l'obligation d'adhérer à une organisation professionnelle agréée par l'AMF et l'obligation de respecter des normes de bonne conduite établies par les associations professionnelles approuvées par l'AMF, mais dont certaines obligations étaient déjà établies par le législateur dans le même article.

D'abord, l'usage de la technique du renvoi à des normes non pénales était déjà discutable⁸⁶⁰ : « En renvoyant à des dispositions non pénales, le législateur méconnaît la précision qui devrait s'attacher à l'écriture d'un texte répressif d'interprétation stricte »⁸⁶¹. Ensuite, le renvoi réalisé par cet article précis était qualifié d'« énigmatique »⁸⁶², car on ne savait pas préciser si le renvoi concernait les deux volets de l'article L. 541-4 CMF ou seulement l'obligation d'adhérer à une association professionnelle. Au surplus, bien que le fait de sanctionner pénalement les règles de bonne conduite fixées par le législateur n'ait pas été critiquable, le doute était permis au sujet de la mise en place des sanctions pénales destinées à garantir le respect des codes de bonne conduite de source privée.

Cette dernière question n'a qu'un intérêt historique, considérant que l'article 36 de la Loi de sécurité bancaire et financière a supprimé la dernière phrase du premier alinéa de l'article L. 541-4 ainsi comme les 1° à 5° du même article qui prévoyaient les normes de conduite en question, lesquelles figurent aujourd'hui dans l'article 541-8-1 CMF. Autrement dit, elles ne sont plus comprises dans l'article L. 573-9 CMF qui réalise le renvoi.

Le processus de juridictionnalisation des régulateurs dotés de pouvoirs de sanction aboutit à un accroissement des garanties pour le citoyen, mais aussi à une prise de décision plus

⁸⁵⁸ Cass. com., 8 février 2011, n° 10-10965, Marionnaud.

⁸⁵⁹ Cf. Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10-10.965, n° 114 FS-P+B, Hubert de Vauplane *et alli*, *Banque & Droit* mars-avril 2011. 41, p. 42.

⁸⁶⁰ Marianne Haschke-Durnaux, « Les sanctions dans la loi de sécurité financière », *LPA*, 14 novembre 2003, n° 228, p.110 et ss. ; Nikolina Apostolova, *préc.* p. 41.

⁸⁶¹ Nikolina Apostolova, *préc.* p. 41.

⁸⁶² Bruno Dondero, « Les conseillers en investissements financiers », *LPA*. 14 novembre 2003, n° 228, p. 58 et ss. ; Nikolina Apostolova, *préc.* p. 40.

lente⁸⁶³, ce qui pose incontestablement des problèmes quant au respect du principe du délai raisonnable et quant à l'efficacité de la régulation. Cela fait partie d'un processus d'ajustement de la normativité qui cherche à perfectionner le modèle d'autorité devant régir les secteurs économiques. Dans les développements suivants, nous aborderons précisément les domaines où des améliorations sont pressantes.

Section 2 : Les critiques à l'égard des régulateurs

416. **Plan.** Plusieurs propositions ont été faites pour tenter d'améliorer tant l'efficacité des régulateurs que leur adéquation aux droits fondamentaux. Quelques-unes de ces propositions sont très factuelles, par exemple la demande de renforcement économique des autorités⁸⁶⁴ visant à augmenter les moyens humains et en particulier à améliorer les rémunérations des enquêteurs. Dans le cadre de notre étude nous nous concentrerons sur ce qui, du point de vue juridique, nous semble le plus représentatif : les améliorations de la procédure de sanction. Dans un premier temps, nous exposerons très brièvement certaines améliorations qui ont été proposées (§1), pour examiner ensuite ce qui soulève des questions essentielles sur la procédure de sanction, et dont la portée la dépasse aujourd'hui, il s'agit de la présence des professionnels (§2).

§1. Les mesures plus générales qui s'imposent

417. **Améliorations urgentes.** Il faut l'admettre, il est impossible de recenser toutes les mesures qui pourraient être prises afin d'améliorer le respect des droits fondamentaux dans le déroulement des procédures de sanction. D'abord parce que la définition et le contenu mêmes des garanties fondamentales tendent à évoluer et à s'élargir. Ensuite, parce que le degré de respect des garanties fondamentales, dans les législations ici analysées, est variable. Parmi les améliorations qui nous semblent urgentes, le respect du principe de contradiction s'est révélé le plus contingent (B), mais d'autres retards tant dans les pays latino-américains que dans les pays européens ne seront pas oubliés (A).

A. Rattraper des retards

418. **Changements nécessaires.** Au risque d'énoncer un lieu commun, on ne va pas reconnaître que les pays latino-américains ont un grand retard dans l'adaptation de leurs procédures de sanction, dans le domaine de la régulation, aux garanties fondamentales. Pour sortir des banalités, nous nous efforcerons de préciser les matières dans lesquelles des

⁸⁶³ *Rapport d'office parlementaire* : « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », *op. cit.*

⁸⁶⁴ Du collège et de la CDS, Florence Guédas, *préc.*

changements sont nécessaires (1) ; la même démarche sera ensuite réalisée par rapport aux législations des pays européens (2).

1. Retards en Amérique-latine

Comme on peut le déduire des développements précédents, les pays latino-américains ont un énorme retard dans l'articulation des pouvoirs conférés aux régulateurs et des garanties fondamentales.

419. **Séparation des fonctions.** C'est la principale critique qui vient à l'esprit lorsqu'on pense à la procédure de sanction dans les pays latino-américains. La procédure de sanction est, dans tous les pays, l'un des sujets les plus controversés de l'encadrement juridique des régulateurs. En effet, le pouvoir de sanction conféré aux régulateurs les transforme en tribunaux, et cette fonction n'est souvent pas prise en compte par le législateur au moment de déterminer l'encadrement juridique de l'autorité. En conséquence, dans plusieurs pays il a fallu procéder à une restructuration des autorités et de la procédure de sanctions afin de les adapter aux exigences posées par les principes de l'accès à la justice et d'une procédure juste et équitable respectant les droits de l'homme. Malheureusement, les régulateurs chilien, colombien et mexicain n'ont pas encore opéré cette restructuration.

420. **Mexique.** L'application des sanctions correspond à la *Junta de Gobierno* de la *Comisión*⁸⁶⁵ ou au président de la *CNBV* voire à d'autres fonctionnaires de la *CNBV*, si la *Comisión* leur a délégué cette faculté⁸⁶⁶. C'est la loi de marché de valeurs qui régleme la procédure⁸⁶⁷. La personne suspecte doit se défendre et offrir ou demander des preuves dans un délai de 10 jours ouvrables. Tout type de preuves est admis.

421. **Chili.** Le diagnostic est identique : l'application des sanctions correspond au *Superintendente*⁸⁶⁸ qui fixe aussi le montant des amendes⁸⁶⁹ dans les limites établies par la loi. Il n'est pas encore prévu de procédure administrative permettant l'intervention des personnes soumises à l'enquête.

422. **Colombie.** Ici, c'est aussi un fonctionnaire de la *Superintendencia* qui décide si les faits investigués constituent une infraction, puis il formule l'accusation, contre laquelle il n'y a pas de recours. Le document contenant l'accusation doit décrire les faits et les preuves

⁸⁶⁵ Organe exécutif de la *Comisión*. Art. 4 XIX de la Loi de la *CNBV*.

⁸⁶⁶ Art. 12 IV de la Loi de la *CNBV*.

⁸⁶⁷ *Ley de mercado de valores*, articles 389 et ss. Il s'agit des normes édictées en 2005.

⁸⁶⁸ Art. 10 du DL 3538 de 1980.

⁸⁶⁹ Art. 30 du DL 3538 de 1980.

existantes. Les accusés disposent de 30 jours pour répondre à l'accusation et demander des preuves ou en apporter. Les présentations des preuves doivent être effectuées dans un délai de 2 mois dans le territoire colombien ou 4 mois si elles doivent être pratiquées à l'étranger. Cependant, une norme semble reconnaître le besoin d'adapter la procédure de sanction : l'article 326 n° 4 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* en matière d'enquêtes, exige pour procéder à l'interrogation sous la foi du serment, le respect des formalités applicables aux procédures judiciaires.

423. **La doctrine en est consciente.** Si les procédures de sanction n'ont pas encore été adaptées aux exigences d'une procédure juste et équitable, la doctrine est consciente de ce retard et réclame des modifications⁸⁷⁰. Ainsi, un auteur chilien affirme « En accord avec l'identité matérielle entre le pouvoir de sanction de l'administration et le pouvoir de sanction des tribunaux (car les deux pouvoirs dérivent d'un seul et unique *ius puniendi* étatique), les deux pouvoirs doivent être régis par les mêmes principes⁸⁷¹ ».

La doctrine chilienne a aussi critiqué le pouvoir de sanction confié aux régulateurs et à l'administration lorsque celui-ci ne respecte pas les principes de légalité, les garanties procédurales et notamment les règles ouvertes (comme « en cas d'infractions des lois et des règlements ») qui établissent des sanctions⁸⁷². L'obligation de consigner une partie des amendes pour pouvoir faire appel des sanctions est aussi rejetée⁸⁷³, tout comme l'existence d'intérêts à payer⁸⁷⁴. Afin de respecter les garanties fondamentales, le Chili étudie les transformations qui devraient s'opérer en matière de procédure de sanction. On a proposé notamment la différenciation des fonctions d'instruction et de jugement, en s'inspirant du

⁸⁷⁰ V. les travaux du centre d'études chilien Libertad y Desarrollo, notamment l'article « Superintendencias en tiempos de cambio », *préc.* et aussi le travail du « Consorcio para la reforma del estado », *spéc.* l'étude réalisée par un groupe d'universités chiliennes dénommé « Un Estado de clase mundial », Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros, préc.* p. 9.

⁸⁷¹ Gladys Camacho, *préc., spéc.*, p. 17.

⁸⁷² Enrique Alcalde, *Los principios generales del derecho*, Santiago, 2003, Ed. Universidad Católica, 248 pp, *spéc.* p. 224-225 ; Gladys Camacho, *préc., spéc.*, p. 17 et ss. Carlos Carmona *Una aproximación general de las superintendencias de la perspectiva del derecho*, 1999, 45 pp. p. 19, cités in José Francisco García J, « Inflación de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio », *préc.* p. 356 et ss. Carmona, on remarque, finit par accepter ce genre de normes face à l'impossibilité de décrire toutes et chacune des possibles infractions, il affirme ainsi que le bien juridique protégé est toujours la soumission des entités au cadre juridique.

⁸⁷³ En Europe, l'obligation de régler les amendes ou de consigner des fonds comme condition préalable à l'interposition de recours est perçue comme une atteinte au droit d'accès à la justice. Cela explique la décision du Conseil d'État de permettre, dans certaines circonstances, la suspension du paiement des montants des sanctions prononcées, le temps de juger le fond du dossier, lorsque les plaideurs démontrent que le versement pourrait avoir des conséquences irréversibles sur leur patrimoine ou la survie de leur société. <http://blog.labrador.fr/2010/10/l-amf-renforcee-dans-son-pouvoir-de-sanction.html>.

⁸⁷⁴ José Francisco García J, « Inflación de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio », *préc.* p. 358.

modèle français et étasunien⁸⁷⁵.

2. Retards au niveau européen

424. **L'application des garanties.** Même si les jurisprudences de la Cour européenne et celle des tribunaux nationaux convergent sur plusieurs plans⁸⁷⁶, nous avons évoqué déjà que des incertitudes subsistent notamment quant à l'étendue de l'application de l'article 6 paragraphe 1 de la CEDH⁸⁷⁷ et quant au stade auquel il faut se placer pour évaluer la conformité de la procédure aux règles posées par cette norme⁸⁷⁸. La base de cette question se trouve dans l'autonomie du pouvoir de sanction administratif à l'égard du droit pénal.

Ces sujets se trouvent à la source des principales critiques que la doctrine formule à présent contre le pouvoir de sanction des régulateurs.

425. **En matière non répressive.** Une autre amélioration qui s'impose consiste en l'application de garanties procédurales en matière non répressive, par exemple au pouvoir de décision individuelle ou au pouvoir réglementaire⁸⁷⁹. Suivant le modèle américain, qui a été déjà repris en France par le Code de postes et de communications électroniques⁸⁸⁰, il serait intéressant de prévoir l'obligation, qui incombe aux régulateurs, de soumettre la normativité future et en général les mesures d'une certaine importance à des consultations publiques dont les résultats seraient aussi communiqués de manière transparente.

426. **Le régime de recours.** En France, la répartition des recours possibles aux décisions de l'AMF entre le Conseil d'État, la Cour d'appel de Paris, et sur pourvoi, la Cour de cassation

⁸⁷⁵ Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros, préc., spéc.* p. 12.

⁸⁷⁶ À titre d'exemple, un seul arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation a fait annuler vingt-et-une décisions de l'ancienne COB pour n'avoir pas respecté le principe de la personnalité des poursuites. Cass. Com. 15 juin 1999, *Bull. Com.* 127 ; *Rev. sociétés* 1999. 844, note D. Vatel ; *RSC* 2000, 629, obs. J. Riffaut ; *RDT com.* 1999. 914, obs. N. Rontchevsky, tous cités in Marielle Cohen-Branche, *préc., spéc.* p. 913.

⁸⁷⁷ Comme l'affirme un auteur chilien, concevoir une application identique des garanties équivaut à nier l'autonomie du droit administratif dans sa spécificité et le subordonner non pas à la Constitution, comme il convient, mais à un autre droit public comme le droit pénal, procédé qui n'a pas de fondement constitutionnel. Gladys Camacho, *préc.*, p. 19.

⁸⁷⁸ Jean-Paul Costa, *préc., spéc.* p. 517.

⁸⁷⁹ Cf. Pascale Idoux, *préc.* p. 923 et ss.

⁸⁸⁰ Art. L. 32-1 III du Code de postes et de communications électroniques : « Lorsque, dans le cadre des dispositions du présent code, le ministre chargé des communications électroniques et l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes envisagent d'adopter des mesures ayant une incidence importante sur un marché ou affectant les intérêts des utilisateurs finals, ils rendent publiques les mesures envisagées dans un délai raisonnable avant leur adoption et recueillent les observations qui sont faites à leur sujet. Le résultat de ces consultations est rendu public, sous réserve des secrets protégés par la loi.

L'autorité met en place un service permettant de prendre connaissance des consultations prévues par l'alinéa précédent. »

est une critique soulevée à plusieurs reprises⁸⁸¹.

B. Améliorations de la procédure

1. Amélioration du principe du contradictoire

427. **Précisions.** Nous avons déjà souligné que, même si les régulateurs sont assimilés à des tribunaux, une application absolument fidèle des garanties fondamentales n'est pas exigée à leur égard⁸⁸². Deux précisions supplémentaires s'imposent concernant le principe du contradictoire :

- D'une part, le principe du contradictoire n'est pas applicable à l'enquête préalable⁸⁸³ dont le déclenchement et le déroulement sont placés sous l'autorité du secrétaire général de l'AMF⁸⁸⁴. En effet, l'enquête a un caractère inquisitorial et non contradictoire⁸⁸⁵. Ainsi, la Cour d'appel de Paris⁸⁸⁶ a décidé que le rapport d'enquête « a un caractère interne à l'autorité et n'a pas à être communiqué à un tiers même si celui-ci entend défendre ses droits sur cette base »⁸⁸⁷. Comme conséquence de cette conception de l'enquête, la personne soumise à une investigation n'a pas la possibilité d'obtenir, lors de la phase d'enquête, l'audition de personnes qu'elle aurait choisies⁸⁸⁸.

- D'autre part, il faut préciser que la CDS n'est pas obligée de faire systématiquement droit aux demandes d'audition⁸⁸⁹, car selon la jurisprudence européenne, c'est au juge national (dans notre cas, à la CDS) qu'il appartient d'apprécier l'utilité de l'offre de preuve par

⁸⁸¹ Cf. Sylvie Thomasset-Pierre, « L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente », *préc.* p. 434.

⁸⁸² « il est acquis que les exigences relatives à la procédure ne sont pas intégralement applicables à l'AMF ». Jean-Pierre Remy, *préc., spéc.* p. 34. V. not. CE, 6e et 1^{re} ss-sect., 4 févr. 2005, n° 269001, *Sté Gestions* : Juris-Data n° 2005-068135 ; *Dr. sociétés* 2005, comm. 197, note Th. Bonneau ; *Rev. AMF* 2005, n° 14, p. 77 ; *Banque & Droit* 2005, n° 101, p. 44, obs. H. de Vauplane et J-J. Daigre ; *LPA* 26 avr. 2005, n° 82, p. 5, concl. M. Guyomar ; *Bull. Joly Bourse* 2005, § 76, p. 227, note N. Decoopman ; *RTD com.* 2005, p. 384, obs. N. Rontchevsky. CE, 6^e ss-sect., 27 oct. 2006, n° 276069, n° 277198, n° 277460 : Juris-Data n° 2006-070936 ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note Th. Bonneau ; *JCP G* 2007, 1218, obs. B. Dondero. *Adde.*, Pascale Idoux, *préc.*, p. 927 et ss.

⁸⁸³ Cass. com., 24 mai 2011, n° 10-18267 : BJB sept. 2011, p. 474, n° 243, note J. Lasserre Capdeville ; Cass. com., 6 févr. 2007, n° 05-20.811, F-P+B, Becquards c/ AMF. Cf. Thierry Bonneau, « Le principe de la contradiction est sans application aux enquêtes préalables à la notification des griefs », *Dr. des sociétés*, n° 6, Juin 2007, comm. 120.

⁸⁸⁴ V. Thierry Bonneau et France Drummond, *op. cit.* n° 295 et ss.

⁸⁸⁵ Claude Ducouloux-Favard, « Infractions boursières, Délits et manquements et fautes disciplinaires », *Dictionnaire Joly Bourse*, n° 357.

⁸⁸⁶ Arrêt du 1er juillet 2003, cité in C. Ducouloux-Favard, « Infractions boursières, Délits et manquements et fautes disciplinaires », *préc.* note 255, p. 132.

⁸⁸⁷ Thierry Bonneau, « Principe du contradictoire et audition des témoins », *RD. banc. et fin.* 2007, n° 2, Mars 2007, comm. 83.

⁸⁸⁸ Thierry Bonneau, « Le principe de la contradiction est sans application aux enquêtes préalables à la notification des griefs », *préc.*

⁸⁸⁹ Thierry Bonneau, « Principe du contradictoire et audition des témoins », *préc.*

témoins pourvu que « la procédure litigieuse, dans son ensemble revête un caractère équitable »⁸⁹⁰.

428. **Violations.** C'est ainsi, dans le droit latino-américain que nous avons constaté des violations flagrantes du principe de la contradiction et des droits de la défense, par exemple dans le cas chilien. Le tribunal constitutionnel chilien⁸⁹¹ a pu se prononcer sur ces vulnérations à l'occasion de l'analyse de la constitutionnalité d'un projet de loi créant une unité d'analyse financière (en tant qu'autorité) qui permettait à l'autorité d'appliquer des sanctions en cas de refus de fournir des informations. Le tribunal a considéré qu'empêcher l'accusé de se défendre auprès de l'autorité constituait une atteinte aux droits de la défense. L'existence de recours contre la décision ne corrige pas cette faiblesse du système, car ces recours sont de la compétence de la même autorité. Autrement dit, la loi doit prévoir la possibilité de se défendre avant que la sanction ne soit appliquée par l'administration⁸⁹².

Dans un domaine semblable, la Cour d'appel de Paris⁸⁹³ a présumé que la personne poursuivie renonce au secret des correspondances tenues avec son avocat par le silence gardé lors de la saisie de ces correspondances⁸⁹⁴, alors même qu'au cours de la procédure, on a invoqué le secret de l'information et que la même CDS avait décidé d'écarter ces correspondances des débats et de les restituer à la société. Comme le fait remarquer un auteur, l'arrêt a le mérite de confirmer que les clients peuvent aussi opposer aux enquêteurs de l'AMF le secret de leurs correspondances avec leurs avocats, rejetant la saisie des pièces confidentielles sans pour autant caractériser le délit d'entrave aux pouvoirs d'enquête de l'AMF.

429. **Mesures à prendre.** À côté de ces failles flagrantes, on peut concevoir toute une série de mesures qui pourraient être prises, même dans les pays développés pour améliorer la procédure, non seulement du point de vue des garanties fondamentales, et notamment du principe de la contradiction, mais aussi du point de vue de l'efficacité du système. Nous avons recensé quelques-unes de ces mesures hypothétiques.

⁸⁹⁰ Frédéric Sudre et alii, *Les grands arrêts de la Cour européenne des droits de l'homme*, PUF, coll. Thémis, 6^e éd., 2011, 902 pp. .

⁸⁹¹ *Tribunal Constitucional*, 28 de octubre 2003. Rol 389

⁸⁹² Les mêmes raisonnements ont été appliqués pour déclarer l'inconstitutionnalité du projet de loi de transparence, limites et contrôle des dépenses électorales, par la sentence de 17 juin 2003, Rol n° 376.

⁸⁹³ CA Paris P. 5, ch. 7, 9 sept. 2010, n° 2010/00128, Sté ITS SA c/ AMF ; *Rev. sociétés* 2011, p. 176.

⁸⁹⁴ Dominique Bompont, « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2011, n° 4, pp. 231 et ss, 113.

1. Assistance d'experts externes. Une modification qui pourrait naître de la pratique⁸⁹⁵ de l'autorité, et qui serait utile du point de vue des enquêteurs, mais aussi du point de vue des imputés, consisterait pour les autorités à faire appel à des experts pour étudier certains points techniques, les imputés conservant la possibilité de confronter l'avis du rapporteur avec leurs propres experts.

2. Le droit de solliciter des auditions à décharge. Le principe du contradictoire est mis en œuvre en matière de contrôles, à travers la remise du rapport de contrôle aux sociétés de gestion, permettant d'obtenir des commentaires sur les suites à donner, avant décision du collège. Cependant, on devrait prévoir la possibilité pour les personnes sur qui porte l'enquête de solliciter des auditions en leur faveur, et consigner leur droit à des informations satisfaisantes sur le déroulement de la procédure.

3. Audition des témoins. L'article 6 CEDH prévoit que tout accusé a droit à « interroger ou faire interroger les témoins à charge et obtenir la convocation et l'interrogation des témoins à décharge dans les mêmes conditions que les témoins à charge » (art. 6, 2, d). Sans préjudice des précisions évoquées *supra* à l'égard de l'amélioration du principe du contradictoire, on pense à la possibilité de prévoir le droit des témoins de se faire assister d'un avocat. En effet, lors de la phase initiale de l'enquête, toute personne qui est entendue peut se faire assister d'une personne de son choix, parmi ces personnes il faudrait inclure les avocats⁸⁹⁶. Le droit anglais est aussi critiqué à cet égard au point qu'on remet en cause la compatibilité entre la CEDH et l'*Order 53* qui restreint certains droits de l'administré permettant pourtant d'assurer le principe de la contradiction. En effet, l'interrogatoire, le contre-interrogatoire (*cross-examination*) ou l'investigation de la cause par la communication des pièces (*discovery*) sont subordonnés à la délivrance d'une ordonnance par le juge, qui dispose pour ce faire d'un pouvoir discrétionnaire d'appréciation⁸⁹⁷. En tout état de cause, la FSA a mis en place le « *scoping visit* », c'est-à-dire, une réunion dans laquelle on expose aux personnes mises en cause leurs droits, le déroulement de l'enquête, etc.

D'autre part, dans la procédure actuelle, les imputés peuvent demander à être entendus par le rapporteur qui a le devoir de les recevoir, mais les témoins ne peuvent être entendus qu'au stade de la séance de la CDS. En effet, le rapporteur a un pouvoir discrétionnaire face à une éventuelle demande de l'imputé à auditionner des témoins, ainsi dans les cas où le rapporteur

⁸⁹⁵ AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*

⁸⁹⁶ AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc.*

⁸⁹⁷ Matthieu Galey, Charlotte Girard, *préc., spéc.* p. 8 et 9.

n'accède pas à cette demande, il serait bon qu'il soit contraint légalement à motiver son refus⁸⁹⁸.

4. Formation du dossier d'enquête. À la différence de ce qu'il arrive dans le droit commun de la procédure, où les juges d'instruction sont obligés de coter toutes les pièces qu'ils reçoivent et de les faire parapher, la charte des enquêtes autorise les enquêteurs à opérer une sélection des pièces qu'ils recueillent⁸⁹⁹. Cette façon de procéder a été validée par la Cour de cassation⁹⁰⁰, selon laquelle la sélection des pièces du dossier finalement soumises à la CDS « n'est pas, en soi, de nature à vicier la procédure à moins qu'il ne soit démontré que, manquant à son devoir de loyauté, elle n'ait distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation par la commission des sanctions, puis le cas échéant par la cour d'appel, du bien-fondé des griefs retenus »⁹⁰¹.

Dans un domaine semblable, nous voulons évoquer l'arrêt de la Cour d'appel de Paris⁹⁰² dans lequel elle affirme, non sans critiques⁹⁰³, que la révélation tardive de pièces du dossier d'enquête (dans le cas d'espèce, il s'agissait du procès-verbal de l'audition de son commissaire aux comptes) était compatible avec le droit à un procès équitable. La pièce en question fut révélée au moment de solliciter, en fin de procédure, l'audition de son commissaire aux comptes, lequel avait déjà été auditionné. Il restait cinq semaines environ avant son audition par la commission des sanctions, délai qui, selon la Cour, était largement suffisant pour prendre connaissance et tirer profit. De ce fait, selon la Cour, il n'y avait aucune conséquence à tirer de ce qui ne constituait pas une violation « concrète et effective » des droits de la défense.

2. *Respect du non bis in idem*

430. Alors même qu'il est établi que la sanction disciplinaire est exclusivement répressive, ayant donc les mêmes objectifs que la sanction pénale⁹⁰⁴ et que la CEDH a déjà harmonisé l'interprétation de la notion de « même infraction » en abandonnant le critère des « éléments

⁸⁹⁸ 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc*

⁸⁹⁹ V. AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, *préc*.

⁹⁰⁰ Cass. com., 20 sept. 2011, n° 10-13911. V., Philippe Goutay, « Le devoir de loyauté devant la commission des sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 1 janvier 2012 n° 1, p. 6, note 12.

⁹⁰¹ Cass. com. 1^{er} mars 2011, n° 09-71252, *préc.*; CA Paris, 9 sept. 2010, n° 2010/00128, ITS SA, *préc.*; CA Paris, 28 juin 2005, n° 2005/02333, Vivendi c/ Messier; D. 2005, p. 1940, confirmée par la Cour de cassation (Cass com., 19 déc. 2006, n° 05-18919; D. 2007, p. 232, *AJ.* 232 obs., A. Lienhard; *Bull. Joly Bourse* 2007, §27, p. 15, note A. Déprez-Graff; *RTDF* 2007, p. 122, obs. B. Guarrigues, Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 40 et ss.

⁹⁰² CA Paris P. 5, ch. 7, 9 sept. 2010, n° 2010/00128, Sté ITS SA c/ AMF.

⁹⁰³ Dominique Bompont, « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2011, n° 4, pp. 231 et ss, 113.

⁹⁰⁴ V. Hubert de Vauplane *et alli*, Cass. com., 8 févr. 2011, n° 10-10.965, n° 114 FS-P+B, *Banque et Droit* mars-avril 2011. 41, p. 42

essentiels » des infractions⁹⁰⁵, le Conseil d'État persiste à affirmer que le fait que le tribunal correctionnel ait prononcé la relaxe d'un dirigeant dans le cadre des poursuites pénales, « au motif que la preuve formelle de l'utilisation de l'information privilégiée n'était pas rapportée, ne faisait pas obstacle à ce que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers le sanctionne à raison de ces mêmes faits, dès lors qu'elle les estimait, au vu des éléments dont elle disposait, suffisamment établis ».

Ce genre de décisions conforte l'affirmation du Professeur Frison-Roche, qui affirme que « le droit pénal réglementaire n'est pas de nature éthique mais préserve un système »⁹⁰⁶. Les particularités de la répression financière étant justifiées par le fait que le droit de la régulation est un droit téléologique, la finalité guide l'application des règles, ce que même la CJUE reconnaît lorsque, analysant le délit d'initié, elle affirme : « La question de savoir si ladite personne a enfreint l'interdiction des opérations d'initiés doit être analysée à la lumière de la finalité de la directive du 28 janvier 2003 qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces dernières seront placées sur un pied d'égalité et protégées contre l'utilisation induite d'informations privilégiées »⁹⁰⁷.

Le moyen d'arriver aux buts poursuivis par la régulation est une affaire de politique des sanctions et, sachant que les politiques sont fixées par le gouvernement, il n'est pas étonnant qu'en matière de régulation financière ce soit le régulateur financier qui détermine cette politique⁹⁰⁸.

La CJUE⁹⁰⁹ pour sa part, dans le cadre de la directive sur les abus de marché⁹¹⁰, a signalé que même dans les cas où la législation nationale prévoit à la fois des sanctions administratives et des sanctions de nature pénale, l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif

⁹⁰⁵ CEDH, 10 févr. 2009, n° 14939/03, *Zolotouchine/ Russie*, AJDA 2009. 872, Chron. J.-F. Flauss ; D. 2009. 2014, note J. Pradel ; *Rev. science crim.* 2009. 675, obs. D. Roets ; JCP 2009. 143, n° 31, obs. F. Sudre. La Cour affirme ainsi que « l'approche qui privilégie la qualification juridique des deux infractions est trop restrictive des droits de la personne » (§ 81) et que « l'article 4 du Protocole n° 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde infraction pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes » (§ 82), cité in Nicolas Rontchevsky, « Nouvelles précisions sur la preuve et la sanction du manquement d'initié », *RTD com.* 2011, p. 385.

⁹⁰⁶ Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *préc.*

⁹⁰⁷ CJUE, 3e ch., 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group*, *préc.* Italiques mises par nous.

⁹⁰⁸ Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *préc.*

⁹⁰⁹ CJUE, 23 déc. 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group (pt 77)*, *préc.* Le débat portait sur l'interprétation des articles 2 et 14 de la directive.

⁹¹⁰ Directive communautaire 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (*JOUE n° L 96, 12 avr. 2003, p. 16*) qui a abrogé la directive 89/592 du Conseil du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés à compter du 12 avril 2003.

des sanctions administratives⁹¹¹ ne saurait dépendre d'une hypothétique sanction pénale ultérieure. Ainsi, au moment de déterminer la sanction administrative à appliquer, on ne doit pas prendre en considération la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale pécuniaire ultérieure⁹¹².

431. **Diagnostic.** La position française est-elle contraire à la règle *non bis in idem* ? La réponse est affirmative, objectivement on sanctionne doublement les mêmes faits (un manquement d'initié et un délit d'initié sont identiques), parfois avec des sanctions de même nature (telles qu'une amende et une sanction pécuniaire) alors que la valeur protégée est la même⁹¹³.

Il faut se rappeler ici que dans l'arrêt *COB contre Oury*, la Cour de cassation avait admis la soumission de la Commission des opérations de bourse aux dispositions de l'article 6 de la CEDH et aux règles concernant le droit à un procès équitable, le Conseil d'État a aussi estimé que le Conseil des marchés financiers « devait être regardé comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale » au sens des stipulations de l'article 6, paragraphe 1, de la CEDH, lorsqu'il était saisi d'agissements pouvant donner lieu à des sanctions pécuniaires.

La contradiction est évidente, « si la matière est "pénale" pour les besoins de l'application de cet article 6, elle devrait le rester pour tout autre besoin, y compris donc celui qui tient à l'application de la règle *non bis in idem* »⁹¹⁴. Il y a dans ce domaine des améliorations à apporter.

La situation à l'égard notamment de la double poursuite et aussi de la différenciation entre les sanctions administratives et pénales, du principe du *non bis in idem*, en général, ne semble pas s'améliorer⁹¹⁵ avec les projets de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), et de directive relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché. Il est vrai que le dix-huitième considérant précise : « La présente directive respecte les droits fondamentaux et observe les principes reconnus par la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne tels qu'ils sont consacrés dans le traité. Plus particulièrement, elle devrait être appliquée dans le respect (...) du droit à ne pas être jugé ou puni deux fois pour une même infraction (article 50) », ce

⁹¹¹ Conditions exigées par la directive abus de marché.

⁹¹² Laurence Idot, « Opérations d'initiés », *préc.*,

⁹¹³ Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 919.

⁹¹⁴ Hervé Le Nabasque, *in* « La règle "*non bis in idem*" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) », *préc.*

⁹¹⁵ Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *préc.* Contre : Frédéric Peltier, *préc.* n° 33 et ss.

qui peut-être considéré comme un signal adressé aux systèmes qui prévoient la coexistence de deux régimes de sanction. Cela dit, les projets ne font que rappeler ce que l'on savait déjà...

Les quelques modifications ci-dessus nous semblent nécessaires et faciles à mettre en place. Dans les développements suivants, nous exposerons au sujet des régulateurs une problématique de grande envergure et difficile à résoudre.

§2. *L'impartialité des régulateurs mise en cause*

432. **Plan.** La question de la présence de professionnels au sein des régulateurs a déjà été évoquée d'un point de vue général dans la première partie de ce travail. Maintenant, nous allons restreindre l'analyse à la présence de professionnels au sein des organes de sanction des régulateurs (A), ainsi qu'aux remèdes proposés pour améliorer le volet institutionnel de la régulation (B).

A. *Questionnement sur la présence des professionnels*

433. **Historique.** La question de l'impartialité des régulateurs trouve son origine dans le cumul des pouvoirs de réglementation et de sanction, contesté à plusieurs reprises. Pourtant, cette contestation a souvent été évacuée à cause du caractère indispensable du pouvoir de sanction pour les organes de régulation⁹¹⁶. Il ne pouvait en être autrement, sous peine de voir le régulateur qualifié d'*ipso jure* partiel. De plus, lors de la création de l'AMF, on pensa trouver l'assurance de son impartialité dans la séparation des fonctions d'instruction et de jugement, dans l'incompatibilité mutuelle des fonctions de membre de la CDS et du collègue, et dans la composition de la CDS, corps collégial, composé de personnes venant de différents milieux⁹¹⁷.

Ainsi, plus pragmatiquement, on met de côté la question du cumul des pouvoirs, aujourd'hui, et on se concentre sur la présence de membres dits professionnels, notamment au sein des organes de jugement, tels que la CDS française⁹¹⁸. Leur présence au sein de l'autorité ne la rend-elle pas structurellement partielle? Cette question est valable seulement pour les membres à qui le terme « professionnel » s'applique en vertu d'une activité exercée régulièrement et non à ceux dont ce terme dénote la qualité d'expert. Autrement dit, la

⁹¹⁶ V. CE 22 juin 2006, req.n° 293625, inédit au *Recueil Lebon*.

⁹¹⁷ Sylvie Thomaset-Pierre, « L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente », *préc.*

⁹¹⁸ La question se pose aussi aux États-Unis : « The SEC must recapture its activism of previous days. To do this, the Obama administration should appoint commissioners who believe that strong regulation benefits not only investors but, in the long run, the securities markets and the economy. These commissioners might come from the ranks of state securities commissioners, career SEC staff members, and academics ». Norman S. Poser, *préc.*

critique s'adresse aux professionnels adjectifs et non aux professionnels substantifs⁹¹⁹.

434. **Arguments.** En effet, en tant que professionnels du marché, ils peuvent se trouver dans une situation de concurrence avec les destinataires de la régulation, situation particulièrement grave lorsqu'il s'agit d'appliquer des sanctions. Cette situation se produit à cause de la « proximité du justiciable », proximité jugée nécessaire pour assurer l'efficacité de l'action régulatrice⁹²⁰. Ce besoin n'a cependant pas toujours convaincu les tribunaux, comme le démontre l'annulation, par le Conseil d'État et la Cour de cassation, de plusieurs décisions de sanctions émises par l'AMF⁹²¹.

435. **Les décisions juridictionnelles.** Les juridictions ont écarté l'existence d'une partialité de la part de l'autorité dans des situations telles que la publication prématurée de déclarations du président de la CDS sur une affaire, lorsque ces déclarations sont postérieures à la décision⁹²² ; la participation indirecte d'une société dont le rapporteur est administrateur et vice-président dans le capital de la société poursuivie⁹²³ ; le prononcé d'une sanction en dépit d'un visa accordé par l'autorité au prospectus simplifié⁹²⁴ et enfin l'exercice antérieur de la fonction de rapporteur par un membre de la CDS, dans une autre affaire intéressant le même dirigeant⁹²⁵.

En revanche, on rappelle que les juridictions ont affirmé l'existence de violations au principe d'impartialité dans plusieurs situations toujours caractérisées par la présence de membres professionnels : une relation de concurrence entre la personne poursuivie et un groupe de sociétés auquel le rapporteur appartient⁹²⁶ (ce qui n'a pas été sans critiques⁹²⁷), l'existence

⁹¹⁹ V. *Supra*, N°95 et ss.

⁹²⁰ Cf. Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit à un tribunal impartial », *préc., spéc.* p. 502.

⁹²¹ Une analyse détaillée des demandes écartées ou acceptées se trouve dans Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 37 et ss.

⁹²² Cass. com. 19 décembre 2006, *Vivendi Universal c/AMF, D*, 2007, *AJ.* 232 obs., A. Lienhard ; *Bull. Joly Bourse* 2007, §27, p. 15, note A. Déprez-Graff ; *RTDF* 2007, p. 122, obs. B. Guarrigues, Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 40 et ss.

⁹²³ Cass. com. 23 juin 2009, *Altran technologies c/AMF*, pourvois n° 08-17.723, n° 08-16.973 et n° 08-16.644, inédits, cités par Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 42.

⁹²⁴ CE 30 mai 2007, req. n° 288538 et n° 293408, *Société Europe, Finance et Industrie, D.* 2007, *AJ* 1796 ; *AJDA* 2007, 1670 ; *RD. banc. et fin.* 2007, Comm. 238, note D. Bompont ; *Banque et Droit* juillet-août 2007, n° 114, p. 23, obs. H. de Vauplane *et alii* ; *RTDF* 2007/2, p. 133, note E. Dezeuze. *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 371, §71, concl. M. Guyomar ; *Dr. sociétés*, 2008, Comm. 16, note Th. Bonneau, Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 38 et ss.

⁹²⁵ Cass. com. 7 a vril 2009, *Foch investissements c/AMF*, pourvois n° 08-13.077 et n° 08-13.079, inédits : *Banque & Droit*, juillet-août, 2009, n° 129, p. 24 et ss, obs. H. de Vauplane, *et alii*.

⁹²⁶ CE, 26 juillet 2007, *Gilles Boyer* (arrêt n° 50), CE, 26 juillet 2007, *Patrick Piard* (arrêt n° 51), CE, 26 juillet 2007, *Global Gestion* (arrêt n° 49), CE, 26 juillet 2007, *Global Equities* (arrêt n° 48), req. n° 293624, n° 293626, n° 293627 et n° 293908, *Bull. Joly Bourse*, septembre 2007, p. 645 et ss., concl. Guyomar ; *JCP E* 2007, 2224, note Y. Paclot ; *Banque & Droit*, septembre-octobre 2007. 32, obs. H. de Vauplane, *et alii* ; *RTDF*, n° 20073, p. 78, note C. Arsouze ; Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 45 et ss.

⁹²⁷ V. Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 46 et ss.

d'un différend financier persistant entre la personne poursuivie et le groupe auquel appartenait un membre de la CDS⁹²⁸, l'existence d'une relation d'associés entre la personne poursuivie et un membre de la CDS⁹²⁹.

B. Alternatives à la professionnalisation classiquement entendue

436. **Les alternatives.** Trois possibilités s'offrent en la matière : procéder à l'évincement des membres professionnels dans la CDS ; transférer le pouvoir de réprimer les manquements boursiers de l'AMF au pouvoir judiciaire ; ou prendre des mesures destinées à renforcer les garanties d'impartialité au sein de l'AMF. Quoi qu'il en soit, il semble évident qu'un aménagement de la législation est nécessaire.

1. Évincement des membres professionnels au sein des commissions des sanctions

À notre avis, la présence de professionnels au sein de la CDS est contestable et les arrêts prononçant le mépris du principe d'impartialité par cet organisme en sont la démonstration.

437. **Arguments.** Pour justifier l'exclusion des membres professionnels, les arguments suivants ont été avancés :

a) Comme on l'a déjà dit, les juristes, aujourd'hui, jouissent d'une compétence technique nouvelle et suffisante pour assurer les missions du régulateur, notamment lorsqu'il s'agit d'appliquer des sanctions⁹³⁰.

b) Les bienfaits qui procèdent de la présence des professionnels ne pèsent pas bien lourd face au besoin d'assurer l'impartialité⁹³¹.

c) Les juristes, « en raison de leur formation et de leur activité » étant plus attachés aux principes du procès équitable, montreraient à respecter l'impartialité une tendance qui n'existerait pas chez les techniciens⁹³².

⁹²⁸ CE 30 mai 2007, req. n° 288538 et n° 293408, *Société Europe, Finance et Industrie*, D. 2007, AJ 1796 ; AJDA 2007, 1670 ; RD. banc. et fin. 2007, Comm. 238, note D. Bompoin ; Banque & Droit, juillet-août 2007, n° 114, p. 23, obs. H. de Vauplane et alii ; RTDF 2007/2, p. 133, note E. Dezeuze. Bull. Joly Bourse, mai-juin 2007, p. 371, §71, concl. M. Guyomar ; Dr. sociétés, 2008, Comm. 16, note Th. Bonneau, tous cités in Jean-Pierre Remy, préc. p. 38 et ss.

⁹²⁹ CE 26 octobre 2006, Parent c/AMF, req. n° 276069, RTD com. 2007, 406, note N. Rontchvesky ; D. 2006, AJ 2792 ; D. 2007, Pan. 2418, spéc. 2425, obs. B. Le Bars et S. Thomaset-Pierre ; AJDA 2007, p. 80, note M. Collet ; RTDF 2007/1, p. 117, obs. N. Rontchvesky ; RD. banc. et fin. mars-avril 2007, n° 86, p. 42, note D. Bompoin ; Banque et Droit janvier-février 2007, n° 11, p. 32, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet ; LPA 28 novembre 2006, n° 237, p. 18, note J.-M. Glatt ; LPA 20 décembre 2006, p. 4 ; Bull. Joly Bourse 2007, p. 80 §6, conclu. M. Guyomer ; Dr. Sociétés 2007, Comm. 55, note Th. Bonneau, JCP E 2007, 1218, p.15, obs. B. Dondero ; G. Dolidon, RLDA, janvier 2007, n° 12, p. 31.

⁹³⁰ Dominique Bompoin, RD. banc. et fin. 2007, comm. 238.

⁹³¹ Idem.

⁹³² Yann Paclot, RD. banc. et fin., juillet 2007, Alerte 7.

438. **Critique.** Mis à part le fait que chacun de ces arguments peut être contesté⁹³³, nous voulons faire remarquer encore une fois que la plupart des critiques avancées pour remplacer les professionnels par des juristes sont également applicables à ces derniers, compte tenu de la spécialisation croissante des métiers juridiques, qui ne fait qu'accentuer l'intégration des professionnels de métiers apparemment différents.

2. Transfert de compétence

439. **Répression administrative ou judiciaire ?.** Les problèmes décrits au-dessus démontrent le besoin de choisir clairement ou la voie de la répression administrative ou celle de la répression judiciaire.

440. **Plusieurs avantages.** Ainsi, pour éviter la méconnaissance de certains principes procéduraux, notamment la double poursuite, et du principe *non bis in idem*, mais aussi pour obtenir des avantages complémentaires tels que l'octroi d'une gamme complète de sanctions, y compris la peine de prison, à une seule autorité, le Professeur Thierry Bonneau⁹³⁴ propose que les abus de marché soient sanctionnés uniquement par le juge, à condition de doter les juridictions de moyens financiers, techniques et juridiques équivalents à ceux dont les autorités de supervision sont dotées. La présidente de la CDS⁹³⁵, de son côté, réclame⁹³⁶ la création d'un tribunal des marchés financiers (comme juridiction de l'ordre administratif), au cas où, le rapport d'enquête transmis par le collège de l'AMF serait analysé par le ministère public, ce dernier étant alors chargé de décider l'orientation administrative ou pénale de la procédure.

441. **Conditions.** Si la question du manque de connaissance en matière financière peut toujours être soulevée, il est possible d'y répondre, comme l'évoque le Professeur Bonneau⁹³⁷, par des mesures telles que : la réserve de la compétence à une seule juridiction de première instance et une seule juridiction d'appel par pays ; le recours aux demandes d'avis formulées auprès de l'autorité de supervision ; l'intégration de la juridiction par quelques professionnels, en conservant une majorité de magistrats. On pourrait, dans le cas français, rattacher les commissions de sanctions à un ordre juridictionnel et non à une autorité

⁹³³ V. Jean-Pierre Remy, *préc.* pp. 52 et ss. Jean Paclot, *préc.*

⁹³⁴ Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *préc., spéc.* n° 16 et ss.

⁹³⁵ V. Les Échos, 27 oct. 2011 : vers un Tribunal des marchés financier, B. Quentin et J.-G. de Tocqueville, cité in Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *préc.* n°40.

⁹³⁶ « avec des arguments plutôt convaincants », Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *préc.* n° 40.

⁹³⁷ *Idem.*

administrative, comme c'est le cas actuellement.

442. **Obstacles.** Quant à cette idée d'un transfert de compétence, il faut remarquer que, au moins en ce qui concerne la France, ce sont les professionnels de marchés qui se sont opposés au transfert du pouvoir de répression des manquements boursiers de l'AMF au pouvoir judiciaire, quoique ce transfert eût pu mettre fin au système de double poursuite administrative et pénale des infractions boursières⁹³⁸.

Cette possibilité est aussi, en quelque sorte, contraire au droit européen, lequel est en faveur d'un pouvoir de sanction propre aux autorités de la régulation des marchés financiers⁹³⁹, le recours aux autorités administratives étant imposé par l'article 16 de la proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.

Dans les pays à forte tradition présidentiale, comme les pays latino-américains ou les États-Unis, la compétence des régulateurs est défendue au prétexte (en plus de la compétence technique) qu'elle est plus démocratique : « Les juges ne sont pas experts dans les domaines soumis à la régulation et ils ne font pas partie de l'exécutif. Les tribunaux doivent, dans certains cas, concilier des intérêts politiques divergents, mais pas sur la base de leurs préférences politiques. En revanche, une agence administrative dans laquelle le Congrès a délégué la responsabilité réglementaire peut, dans les limites de la délégation, faire confiance à la sagesse politique (*Policy*) du chef du département chargé de prendre des décisions. S'il est vrai que les agences ne sont pas directement responsables devant le peuple, le président l'est. Il est ainsi approprié que ce soient les branches politiques du gouvernement qui effectuent des choix politiques tels que résoudre les intérêts divergents que le Congrès n'a pas résolus, ou qui ont été laissés intentionnellement à la charge des agences »⁹⁴⁰.

⁹³⁸ Olivia Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *LPA*, n°258, 28 décembre 2010, pp. 4-5, *spéc.* p. 4.

⁹³⁹ Le considérant 36 de la directive abus de marché de 2004, affirme : « La multiplicité d'autorités compétentes au sein des États membres, dotées de responsabilités différentes, peut être source de confusion pour les opérateurs économiques. Chaque État membre devrait désigner une autorité compétente unique pour assumer au moins la responsabilité ultime du contrôle du respect des dispositions adoptées en application de la présente directive ainsi que la collaboration internationale. Cette autorité devrait être de nature administrative afin de garantir son indépendance par rapport aux opérateurs économiques et d'éviter les conflits d'intérêts. Les États membres devraient assurer un financement approprié de l'autorité compétente conformément à la législation nationale.

⁹⁴⁰ *Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council*, 467 US 837, 865-866 (1984), cité in Santiago Montt Oyarzún, « Autonomía y responsividad: Dos expresiones de la vocación jurificadora del Derecho Administrativo y sus principios fundamentales », *Documento de trabajo* n° 4, Centro de Regulación y Competencia, Facultad de Derecho, Universidad de Chile, pp. 23, *spéc.* p. 8. Disponible in <http://www.regcom.uchile.cl/inicio/trabajos/documentos-de-trabajo/documento-de-trabajo-4>

3. Réaménagement des normes qui régissent l'autorité

443. **Exemples.** Face à l'impossibilité d'empêcher toute liaison entre les membres de l'autorité et les agents du marché, les auteurs proposent des aménagements destinés à mieux assurer l'impartialité de l'autorité⁹⁴¹. Parmi ceux-ci, on a déjà évoqué la création de sanctions, idéalement graduées, en cas de refus de réaliser une déclaration d'intérêts ou de s'abstenir dans le cadre d'un conflit d'intérêts⁹⁴², mesures qui peuvent être complétées par l'annulation de la décision concernée, l'exclusion du membre fautif, etc.

Il nous reste donc à préciser deux éléments : l'établissement et la définition de l'obligation d'abstention (a) et la procédure de récusation (b)

a) Domaine d'application de l'obligation d'abstention

444. **Les limites fixées.** Pour empêcher la partialité, les membres de l'autorité ne peuvent, évidemment, prendre des décisions dans les affaires où ils ont un intérêt. Ils ne peuvent pas non plus intervenir dans les affaires où ils ont eu un intérêt au cours des deux années précédant la délibération. C'est ce dont fait état le Code monétaire et financier français (Art. 621-4). Il y a aussi un conflit d'intérêts, selon la législation française, lorsque l'affaire concerne une personne morale au sein de laquelle le membre a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat. Il ne peut non plus participer à une délibération concernant une affaire dans laquelle lui-même ou, le cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat, ou s'il a représenté l'une des parties intéressées au cours de la même période. Dans la détermination de l'existence ou non d'un conflit d'intérêts, il faut également considérer les fonctions, les mandats et les intérêts en général des conjoints, partenaires liés par un pacte civil de solidarité, des concubins, des parents ou des alliés⁹⁴³.

Il nous semble que le cercle familial donnant naissance à un conflit d'intérêts devrait être élargi, et que la période *suspecte* pourrait être prolongée à trois ans⁹⁴⁴.

b) Amélioration de la procédure de récusation

⁹⁴¹ V. aussi les propositions avancées dans le titre précédent en matière de professionnalisation.

⁹⁴² Charles Arsouze, « Application du principe d'impartialité au rapporteur de la Commission des sanctions de l'AMF », *RTDF*, n° 3, 2007, p. 85, *spéc.* n° 27 ; Jean-Pierre Remy, *préc.* p. 54 et ss.

⁹⁴³ Article 111-5-1 du Règlement général de l'AMF.

⁹⁴⁴ On peut remarquer que le mouvement en matière du délit de prise illégale d'intérêt (432-13 Code pénal) va dans le sens contraire. En effet, le délai a été réduit à trois ans suivant la cessation de ces fonctions, alors que jusqu'à l'année 2007, le délai était de cinq ans.

445. **Régime.** La récusation est prévue à l'article 621-15 CMF introduit par l'article 11 de la loi n° 2007-1771 du 17 décembre 2007, dont les modalités d'application sont précisées dans les articles R.621-39-1 à R.621-39-10 CMF introduits par le décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008. Conformément au code « la récusation d'un membre de la commission des sanctions est prononcée à la demande de la personne mise en cause s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre ».

Plusieurs critiques ont été formulées contre la récusation. D'abord, on peut se demander s'il est possible d'évoquer un défaut d'impartialité lorsqu'on n'a pas fait usage de la procédure de récusation.

Ensuite, on a accusé les textes de ne pas expliciter ce qui peut constituer une « raison sérieuse » d'exclure un membre ; enfin, on a fait valoir qu'une procédure permettant au membre récusé de se défendre n'est pas prévue, alors même que l'auteur de la récusation peut présenter oralement ses observations⁹⁴⁵. Une amélioration en ce sens contribuerait à limiter la formulation de récusations comme mesure dilatoire, sans dispenser d'instaurer une sanction en cas d'exercice abusif de la récusation.

446. **Conclusion.** Les analyses concernant la présence des professionnels portent une contradiction : lorsqu'on critique cette présence au sein des collèges des autorités, on suggère l'existence d'une sorte de solidarité professionnelle, alors qu'on la critique au sein des CDS dénonçant une rivalité possible entre les professionnels.

Conclusion de la première partie

447. **Les principes déjà établis.** Pour administrer le secteur des marchés financiers en respectant les contraintes du système économique imposées par ses acteurs, certains principes s'imposent à l'organisation et au fonctionnement des régulateurs. Du point de vue structurel, les régulateurs :

- doivent être des organismes ayant une autonomie fonctionnelle, laquelle se justifie par le besoin d'indépendance de l'autorité. L'indépendance est exigée par les régulés afin d'obtenir une garantie d'impartialité dans la mise en œuvre des pouvoirs de l'autorité ;
- Ils doivent posséder une expertise technique, aujourd'hui fournie par le fait que les membres viennent du milieu des régulés. C'est pour cela que le régulateur peut agir de concert avec les destinataires de la régulation et que ces derniers peuvent s'identifier avec le régulateur.

⁹⁴⁵ Art. R. 621-39, 8° CMF.

Aujourd'hui, cette façon de satisfaire l'expertise technique est mise en cause à cause des problèmes de conflits d'intérêts entre les membres professionnels et les opérateurs.

- Pour veiller à l'indépendance des régulateurs à l'égard des pouvoirs publics, des conditions organiques et fonctionnelles se sont posées. Les premières dérivent des principes de composition tels que le pluralisme et la spécialisation, et des règles fixées pour l'exercice du mandat⁹⁴⁶, telles qu'une durée fixe pour la durée du mandat, lequel n'est pas renouvelable, l'inamovibilité des membres, et finalement il est prévu un régime d'incompatibilités. Les garanties fonctionnelles dérivent de l'autonomie de gestion administrative et financière, mais surtout de l'absence d'un lien de tutelle ou de hiérarchie avec l'administration étatique. La question de l'indépendance à l'égard du milieu est seulement abordée par les règles d'impartialité de la procédure et par certaines règles de déclarations d'intérêts.

448. **Rapport avec le droit classique.** En ce qui concerne le système juridique classique, celui-ci est mis au service de l'organisation du système économique des activités financières, respectant la cohérence de la logique organisationnelle de ses activités. L'organisation de ces activités est décidée et imposée par le législateur instituant les autorités de régulation, en les dotant de divers pouvoirs, en fixant leur composition et leurs missions.

Un problème affecte encore les régulateurs : leur légitimité. On a dit à cet égard qu'en se restreignant à la légitimité démocratique on ne pourrait pas expliquer la légitimité des juges, autorités qui, la plupart du temps, n'ont pas de source démocratique. Malgré cela, nul n'oserait remettre en cause leur légitimité car elle relève évidemment « du fondement constitutionnel et conventionnel de son pouvoir et de son office, d'un statut garant de son indépendance et d'une stricte déontologie fixés par la loi organique »⁹⁴⁷. On a des raisons d'avoir confiance en l'exercice que le juge fait de ses fonctions, et c'est cette confiance qui lui donne une légitimité. L'argument est transposable aux régulateurs, si ce n'est parce que le juge poursuit une carrière de fonctionnaire et parce qu'il est beaucoup moins soumis à la capture des intérêts privés.

L'efficacité a aussi été évoquée comme source de légitimité. Les réflexions des économistes sont encore une fois à l'origine de cet argument. Selon eux, dans la prise de décisions publiques, il faut différencier les questions qui concernent l'efficacité et les politiques de

⁹⁴⁶ Jacques Chevalier, « Régulation et polycentrisme dans l'administration française », *préc.*, p. 50.

⁹⁴⁷ Guy Canivet, « Légitimité du juge » in *Dictionnaire de la Justice*, Paris, PUF, 2004, cité in Arnaud Haquet, *préc.*, p. 417.

redistribution⁹⁴⁸. Ces dernières génèrent des controverses, car on améliore le bien-être d'un groupe de la société aux dépens d'un autre. Ce que génère une controverse qui ne peut pas être résolue sinon par la règle de la majorité⁹⁴⁹. Il faut que ce soit une institution démocratique qui décide de ces questions relatives aux politiques de redistribution. En revanche, la politique de régulation a pour but l'efficacité économique, et les questions qui la concernent peuvent être résolues par des institutions non démocratiques, car c'est le résultat (l'efficacité encore une fois) qui va lui donner une légitimité.

La prise de conscience de la part des régulateurs latino-américains sur le besoin de s'aligner aux tendances internationales en matière de régulation est aussi remarquable ; elle se traduit par certains efforts qui demeurent dans les domaines des études, mais dont on attend des résultats concrets, probablement comme résultat de leur effort d'intégration à travers le MILA.

⁹⁴⁸ La distinction entre les politiques d'efficacité et les politiques de redistribution a été faite par l'économiste suédois Knut Wicksell qui proposait que les décisions d'efficacité et de redistribution soient résolues par des processus de décisions collectives différentes. Giandomenico Majone, *op. cit.*, p.137.

⁹⁴⁹ On ne peut pas exiger l'unanimité, car l'existence d'une controverse est une présupposé de ce choix.

Seconde partie : La perspective instrumentale de la régulation

449. **Vue d'ensemble.** Les *protagonistes* des nouvelles formes de régulation sont deux grands phénomènes. Nous avons examiné les autorités de la régulation en tant que premier protagoniste. Nous devons maintenant analyser son côté instrumental. Celui-ci est constitué par les nouveaux procédés utilisés par ceux qui mettent en œuvre la régulation économique (pouvoirs étatiques, régulateur y inclus, et les pouvoirs privés économiques), pour atteindre ses finalités. Il s'agit en fait des instruments de régulation.

450. **Historique.** Dans les années 80, au moment d'analyser l'efficacité des politiques publiques régulatrices mises en œuvre par l'administration classique, la question de l'efficacité de la loi et des normes juridiques en général s'est posée. L'un des courants doctrinaux les plus influents dans cette démarche fut l'école de Chicago. Son principal postulat est l'existence d'un homme rationnel qui cherche à maximiser ses richesses (principe de l'individualisme méthodologique)⁹⁵⁰. L'école de Chicago affirme la possibilité d'étudier le système juridique du point de vue de la maximisation de la richesse, empruntant les outils de la théorie microéconomique, parmi eux la théorie de Ronald Coase⁹⁵¹ relative au coût social. Comme tout système, le système juridique peut être évalué en termes de coût, le meilleur des systèmes étant celui dont les coûts sociaux sont au plus bas : « (...) en l'absence de coûts de transaction, les institutions, comme les systèmes juridiques, importent peu (...). Cependant, dès que l'on est dans un système où les coûts de transaction sont positifs, les institutions ont un rôle décisif à jouer, en ce qu'elles modèlent la forme et les coûts des échanges. Dans ce contexte, l'impact des systèmes juridiques ne peut plus être ignoré »⁹⁵². Cette théorie a exercé une influence assez large, notamment parce que l'efficacité est placée au centre des objectifs des politiques publiques étasuniennes, latino-américaines, puis européennes⁹⁵³ ce qui se traduit dans une remise en cause des normes juridiques, au sens classique du terme, à travers la notion de défaillance de la réglementation.

Des instruments alternatifs aux normes juridiques classiques se sont ainsi développés, afin de pallier les défaillances de la réglementation. En conséquence, la définition des nouveaux

⁹⁵⁰ Mustapha Mekki, « Les doctrines sur l'efficacité du contrat en période de crise », *RDC*, n° 1, janvier 2010, pp. 383-406.

⁹⁵¹ Prix Nobel 1991 d'économie.

⁹⁵² Bertrand du Marais, « L'attractivité économique du droit : le droit français peut-il survivre dans la compétition internationale? », *préc., spéc.* p. 41.

⁹⁵³ Cela permet à un auteur d'affirmer l'existence d'une « invasion de l'analyse économique ». Mustapha Mekki, « Les doctrines sur ... », *préc., spéc.* n° 16. Cf. Stéphane Rousseau, « L'analyse économique du droit », *Entretien, Recueil Dalloz*, 2009, n° 5, p. 352.

instruments de la régulation est toujours marquée par la comparaison avec la norme juridique classique, soit avec ses traits fondamentaux, soit avec ses sources.

451. **Une critique généralisée.** Tous les traits des normes juridiques que les juristes classiquement formés ont connus comme des traits essentiels des normes juridiques ont été critiqués, par les mêmes juristes, par les économistes, par les spécialistes des sciences politiques, etc. Ces traits sont : la détermination et l'universalité des normes juridiques qui empêcheraient le traitement individualisé des problématiques sectorielles et la pérennité des normes juridiques qui bloquerait leur perfectionnement. Cependant, dans la démarche d'évaluation des instruments de régulation, la critique la plus poussée concerne le système des sanctions coercitives en cas de manquement aux règles édictées par l'État. Pour remplacer la sanction, il fallait impérativement trouver une alternative théorique à sa conception, alternative qui a été fournie par un nouveau courant de pensée selon lequel, en matière économique, la tâche de l'État « est de rendre compatibles les projets des grandes organisations qui structurent la vie économique »⁹⁵⁴. Il faut faciliter ces projets en les rendant compatibles avec les autres intérêts étatiques. L'utilisation d'un autre genre de sanction s'impose en conséquence, soit une sanction possédant une valeur coercitive vraiment adéquate.

452. **Des vertus sont aussi relevées.** Cependant, les nouvelles formes de régulation ne naissent pas seulement à partir des critiques formulées à des traits classiques des normes juridiques : certaines nouvelles formes de régulation reçoivent une telle qualification par le fait d'utiliser des instruments classiques du droit, mais cette fois-ci avec d'autres finalités, sous un autre regard, pourrait-on dire, en leur octroyant un rôle nouveau. C'est le cas de l'usage du contrat et de la responsabilité à des fins régulatrices.

453. **Questionnement des sources.** Un autre domaine qui a été bouleversé par les nouveaux instruments de régulation est la source de la norme, ce qui modifie le sujet chargé d'établir ce qui sera considéré comme acceptable ou légitime, et ce qui sera interdit. Le fondement de ce changement se trouve dans les doutes liés à l'efficacité de l'administration, de même qu'à l'honorabilité des hommes politiques qui la composent. Le doute remonte à une ancienne époque ; déjà, en 1913, Léon Duguit affirmait « il faut de toute nécessité (les) soustraire (les services publics de l'État) aux influences délétères des hommes politiques.

⁹⁵⁴ Charley Hannoun, « La déontologie des activités financières : contribution aux recherches actuelles sur le néo-corporatisme », *RTD com.*, n° 42, 1989, pp. 417-455, spéc. p. 449.

Sinon, c'est la désorganisation, l'anarchie, le pillage des finances »⁹⁵⁵.

454. **Examen des nouvelles formes de régulation.** Les nouveaux instruments de la régulation sont nés dans l'espoir d'élaborer un droit plus adéquat à la réalité des marchés. Cependant, leur développement a été accompagné de discours idéologiques opposés. D'un côté, on retrouve ceux qui dénoncent un certain désengagement de l'État en faveur des pouvoirs privés économiques, alors que d'autres remarquent le potentiel démocratique des nouveaux instruments de régulation.

Ces controverses se sont accrues avec les crises des marchés financiers. En effet, la réalisation de ce travail, depuis son commencement, a été accompagnée par le déclenchement et l'envahissement de la crise de marchés financiers de *subprimes* et des scandales/affaires qui les ont suivis (Madoff⁹⁵⁶, Kerviel, Lehman Brothers, AIG). Cela explique l'évocation, à plusieurs reprises, d'exemples tirés de ces crises, de la situation qui les a précédées et des mesures qui les ont suivies. En effet, ces crises démontrent que les nouveaux instruments de la régulation ont des limites, non seulement parce qu'ils se manifestent parfois comme inefficaces, mais également parce que leurs fondements peuvent être controversés.

Toutefois, un phénomène d'une telle ampleur, tant matérielle que géographique, ne peut pas être rejeté entièrement. Nous tenterons de déterminer où réside sa facette contestable, les éventuels liens entre les nouveaux instruments de régulation économique et le déclenchement des crises, tout comme sa facette légitime et ses apports aux situations critiques.

455. **L'usage contestable.** Sur le plan strictement juridique, on critique le rôle que les nouveaux instruments de la régulation ont joué dans la complexification du droit, dans son impuissance pour encadrer des conduites, dans ses difficultés d'interprétation, etc. Ces défaillances sont parfois au centre des régressions du droit moderne. Cependant, le mépris de l'intérêt de la collectivité est l'élément qui nous semble le plus remarquable, principalement parce qu'il est quelque peu oublié par la doctrine juridique. Effectivement, les nouvelles formes de régulation ont transféré la compétence de l'élaboration des règles vers d'autres entités, les régulateurs ou les acteurs privés, entités qui sont davantage en mesure d'élaborer un droit adapté à la réalité des marchés (dans ce cas, des marchés financiers), mais qui se révèlent incapables de prendre en compte les intérêts d'autres membres du corps social.

⁹⁵⁵ Leon Duguit, *Las Transformaciones del Derecho (Público y Privado)*, éd., Heliasta S.R.L., Buenos Aires, 1975, p. 40.

⁹⁵⁶ V. A.-D. Merville, « Quelles réponses juridiques à l'affaire Madoff ? », *Banque stratégie* 2009, n° 268, p. 17, cité in Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

456. **L'usage légitime.** Ce sont aussi les crises qui ont révélé le potentiel des nouveaux instruments de régulation. Elles mettent en lumière différents besoins qui, dans l'état actuel du système juridique, ne peuvent être satisfaits qu'à travers ceux-ci : on parle du besoin de démocratiser le droit et de l'uniformiser.

Le côté instrumental des nouvelles formes de régulation sera exposé en faisant la distinction entre les modifications apportées aux sources des instruments de la régulation (Titre 1) et les modifications des caractères traditionnellement reconnus aux instruments classiques de régulation (Titre 2). Nous nous efforcerons de faire ressortir les grandes lignes d'uniformité et les particularités que ces mécanismes possèdent dans les législations analysées.

Titre 1. Les nouvelles sources de l'encadrement normatif

457. **État, droit et territoire.** Le droit classique est un droit élaboré par l'État, non pas par les acteurs privés, pour l'échange de choses fondamentalement matérielles dans un territoire déterminé. On affirme traditionnellement que le droit trouve sa source dans l'État et qu'il en est un instrument qui exprime sa puissance et sa souveraineté⁹⁵⁷. C'est en vertu de la souveraineté que le droit peut imposer certaines règles, mais le pouvoir de celles-ci se limite au territoire qui les a émis. Le lien entre l'État, son territoire et le droit est ainsi établi.

458. **Bouleversement du principe.** On peut aisément constater que les rapports juridiques ne sont plus seulement régis par un droit de source étatique, les opérateurs économiques prenant en compte toute une série d'autres normes telles que celles élaborées par les organisations internationales ou les associations professionnelles⁹⁵⁸. Ensuite, les rapports juridiques contemporains ne sont plus restreints au territoire d'un État déterminé. Le principe de la territorialité du droit étatique est mis en cause en vertu de la mondialisation de l'économie de marché et de la dématérialisation des choses échangées, c'est-à-dire qu'il est bouleversé par la globalisation économique⁹⁵⁹. Dans notre matière, ce bouleversement est notamment constatable dans les contentieux d'affaires liés aux sociétés cotées lesquelles comme conséquence des leurs activités internationales, de l'internationalisation de leur actionariat et de la multicotation, engendrent un risque élevé de *forum shopping*⁹⁶⁰.

Aujourd'hui, l'État « n'est plus la source unique du droit, mais pour une bonne partie de ces attributions, il n'est qu'un instrument d'application d'un droit qui le lie »⁹⁶¹. Les normes n'ont pas seulement leur source dans un État souverain, sans préjudice du fait que, pour que la norme soit définitivement incorporée au droit *national* un acte de la part de cet État souverain est nécessaire. Quoi qu'il en soit, la construction des espaces virtuels opérée par le droit

⁹⁵⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *préc., spéc.* p. 48-49.

⁹⁵⁸ Cf. Beinan Xue-Bacquet, *préc.*, « Une régulation complexe dans l'intégration financière », *Droit & Société*, n° 46, 2000, 457-473.

⁹⁵⁹ Sur les antécédents historiques de l'actuelle mondialisation Cf. Jean-Louis Halpérin, *Profils des mondialisations du droit*, Dalloz, 2009, 434 pp.

⁹⁶⁰ Daniel Cohen, « Contentieux d'affaires et abus de *forum shopping* », *D.* 2010, p. 975 et ss, *spéc.* n° 12.

⁹⁶¹ Laurent Cohen-Tanugi, Colloque des 26 et 27 septembre 1991, organisé par l'ENA sur le thème « Où va l'État ? », *Le Monde*, 5 octobre 1991, cité in Claude Leclercq, *Droit constitutionnel et institutions politiques*, Paris, Litec, 10^{ème} éd., 1999, *spéc.* p. 534.

financier, parmi d'autres, a exigé au droit de « surpasser ces décloisonnements » et de « revoir sa nature »⁹⁶².

Dans cette partie de notre étude, nous examinerons la façon dont l'affirmation du lien entre le droit, l'État et le territoire se voit bouleversée par l'élaboration de normes émanant des instances privées (Chapitre 1) et par l'existence de normes supra-étatiques (Chapitre 2).

Chapitre 1 : L'implication des acteurs privés dans l'élaboration des normes

459. **Un phénomène ancien.** On a pu constater, dès l'aube des temps, l'existence de règles de conduite qui n'ont pas leur origine dans les pouvoirs publics, et qui, malgré leur origine non étatique, ont un effet appréciable sur la société : des règles professionnelles, des règles adoptées par des groupements privés en général. La coutume en constitue un exemple. Elle est en effet la forme la plus ancienne de production privée du droit : « Les normes du droit coutumier viennent à l'existence par un certain comportement des sujets soumis à l'ordre juridique »⁹⁶³. L'élaboration des règles qui régissent la société n'a jamais été du monopole des pouvoirs étatiques.

On peut remarquer, plus généralement, que l'initiative factuelle des normes juridiques ne correspond pas aux pouvoirs étatiques, car l'influence des pouvoirs privés sur les pouvoirs étatiques a toujours existé. Cette façon de procéder ne doit pas nous étonner. Comment les membres du pouvoir législatif pourraient-ils prendre connaissance des situations qui requièrent une réglementation sans prendre contact avec les destinataires de ces règles ?

460. **La nouveauté.** L'originalité de la participation du privé dans la conception des normes juridiques, ou dans l'élaboration des règles non étatiques, ne réside pas dans le phénomène de l'intervention du privé lui-même. L'innovation réside dans la reconnaissance officielle de cette intervention, c'est-à-dire dans son institutionnalisation et dans la progression du phénomène ; c'est la prise en compte de ces deux éléments qui permet de faire état d'une nouvelle forme de régulation⁹⁶⁴. La reconnaissance de ce phénomène opère des deux côtés, de la part de la doctrine d'abord, qui officialise le phénomène en l'analysant⁹⁶⁵, et

⁹⁶² Marie-Anne Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *préc., spéc.* p. 127-128.

⁹⁶³ Hans Kelsen, *Théorie pure du droit*, préc. p. 235, cité in Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 9.

⁹⁶⁴ On peut aussi remarquer que c'est la présence de ces deux éléments qui permet de différencier l'intervention du privé comme nouvelle forme de régulation du *lobbying*.

⁹⁶⁵ Le *Vocabulaire juridique* définit la doctrine comme l'« opinion communément professée par ceux qui enseignent le droit, ou même ceux qui, sans enseigner, écrivent sur le droit ». Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique, préc. V^o « Doctrine*». Avec leurs agissements, la doctrine « remplit une fonction dogmatique, de

de la part des pouvoirs publics, lesquels le reconnaissent principalement à travers l'incitation de la pratique, citons, par exemple, les clauses modèles de sauvegarde, *covenants*, proposées par les acteurs des marchés, et introduites par le régulateur chilien dans la Norme à caractère général N°30, spécifiquement, dans les prospectus des contrats de prêts (bonos, en espagnol)⁹⁶⁶.

461. **Facettes de l'intervention du privé.** En tant qu'instrument, la participation du privé est elle-même une nouvelle forme de régulation qui se configure chaque fois que les pouvoirs étatiques laissent aux privés le soin de définir les règles du jeu d'un certain secteur économique ou donnent à ceux-ci le droit de participer à son élaboration. Au surplus, l'implication du privé peut constituer une caractéristique d'autres mécanismes qualifiables de nouvelles formes de régulation, car presque tous les phénomènes qui en font partie sont plus ou moins imprégnés de l'intervention du privé. La composition des régulateurs est affectée par l'intervention du privé ; la *soft law* est, selon une certaine conception de celle-ci, propre aux milieux privés ; les normes internationales sont souvent élaborées par des organismes privés, voire une norme apparemment classique peut être qualifiée comme obéissant aux nouvelles formes de régulation lorsqu'elle a été élaborée dans le cadre d'une procédure de consultation. Toutes ces situations sont analysées dans le cadre de ce travail. Toutefois, dans les paragraphes qui suivent, nous restreindrons l'analyse à l'exposition de la participation du privé dans le processus d'élaboration de la norme et parfois de sa mise en œuvre, examinant d'abord certaines distinctions conceptuelles relatives à l'implication du privé (Section 1). Ensuite, nous analyserons certains instruments dont l'usage dans les marchés financiers est très courant et qui formalisent la participation des acteurs privés dans l'élaboration de leur cadre normatif (Section 2).

Section 1 : Les distinctions conceptuelles autour de l'intervention du privé

462. **Classement.** Du point de vue de l'élaboration de la norme juridique, un auteur⁹⁶⁷ a distingué trois modalités d'intervention du monde privé :

- La consultation par le régulateur public des personnes intéressées, spécialement les

systématisation. Elle classe, elle définit, elle rend plus cohérent. Elle a pour objet le Sein, et se contente de dire ce qui est (...) Cette dernière désigne également un ensemble de projets, de programmes, parfois d'idéologies. Elle est en ce sens normative et a alors pour objet le Sollen, ce qui devrait être. En somme, en droit, la doctrine ne se contente pas de récolter (le droit positif), elle se charge aussi de semer (le droit prospectif). Elle fait de la prospective qui se distingue de la prophétie ». Mustapha Mekki, « Les doctrines sur ... », *préc. spéc.* n° 4.

⁹⁶⁶ http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/normativa2.php#

⁹⁶⁷ Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *RFDP*, 2004/1, n° 109, pp. 23-35, *spéc.* p. 23-24.

destinataires de la régulation. Ceux-ci peuvent intervenir après un appel du régulateur ou parce qu'ils jouissent d'un droit de participation déterminé par une loi qui prévoit cette intervention.

- L'organisation des acteurs privés en systèmes d'autorégulation ou de régulation privée participative. Dans le cas de l'autorégulation, il y a une coïncidence entre les auteurs de la normativité et les destinataires, alors que dans la régulation privée participative, des personnes autres que les destinataires directs de la régulation interviennent dans le processus d'adoption de la règle.

- Dans le cadre d'un processus de régulation unitaire, les régulateurs publics et privés coopèrent en agissant conjointement ou en coordination. La corégulation, la régulation déléguée⁹⁶⁸ et l'autorégulation reconnue par le régulateur public se trouvent dans cette catégorie.

Il existe une autre typologie⁹⁶⁹ faisant la distinction entre l'autorégulation *libre*, c'est-à-dire la création par des particuliers d'une réglementation sans mandat ou intervention étatique préalable, l'autorégulation *sous forme de standards minimaux*, catégorie qui vise les cas où le régulateur reconnaît les normes élaborées par les opérateurs comme standards minimaux, et finalement, l'autorégulation *obligatoire*, à savoir celle élaborée par les acteurs privés en vertu d'une obligation légale.

463. **Catégories décroisées.** Nous pouvons constater que, dans la pratique, ces différentes catégories s'emmêlent. Un système d'autorégulation obligatoire n'empêche pas une collaboration avec le régulateur public qui peut, à titre d'exemple, être chargé d'approuver les règles de fonctionnement de l'organisme autorégulateur (corégulation, donc) ; la consultation du milieu régulé constitue une catégorie qui peut être qualifiée de corégulation, ce qui explique notre façon de l'exposer dans ce travail. Au cours de notre recherche, nous avons pu constater qu'aujourd'hui l'autorégulation *stricto sensu*, est très exceptionnelle. Dans les paragraphes suivants, nous examinerons d'abord la technique la plus

⁹⁶⁸ Dans ce modèle, l'autorité publique délègue la tâche régulatrice à un ou plusieurs organismes privés, tout en conservant sa responsabilité « à l'égard des tiers quant à l'activité de régulation ou l'absence de régulation. En conséquence, le délégant transfère le pouvoir régulateur au délégué, mais il ne perd pas sa responsabilité à l'égard des régulés en cas de régulation mauvaise ou absente ». *Idem. spéc.* p. 32

⁹⁶⁹ Sur cette typologie, V. L'autorégulation dans le secteur financier suisse : Rapport de la CFB sur l'autorégulation, juill. 2007, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.* n° 11. *Adde.* Julia Black, « Decentring Regulation : Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a post Regulatory World », 54 *Current Legal Problems*, 2001, p. 103-147 ; et l'Accord inter-institutionnel *Mieux Légiférer* du 16 décembre 2003 (Journal officiel n° C 321/01 du 31 décembre 2003).

utilisée aujourd'hui, c'est-à-dire, la coopération dans la régulation (§1), pour exposer ensuite l'autorégulation juridique (§2).

§1. La coopération dans la régulation

464. **Fondements.** Les mécanismes participatifs sont justifiés en ce qu'ils constituent une réponse à l'impossibilité d'implémenter une véritable démocratie directe dans des domaines qui, pour concerner l'intérêt général, devraient prendre en compte l'avis des citoyens.

La démocratie directe, en effet, souffre de deux défaillances : la prise de décisions est lente et lourde. Elle est aussi soumise au régime de l'immédiat, aux passions qui engendrent la contingence, incapable de prendre en compte le temps long. On adopte en conséquence la participation-consensus comme un *supplément démocratique*, à travers des instruments tels que la transparence/information et les consultations. Cela tout en restreignant la controverse au sujet posé par l'autorité, c'est-à-dire que les participants ne peuvent pas s'autosaisir, et ne peuvent pas non plus déterminer l'étendue du sujet. Cette façon de faire a deux effets principaux : les titulaires du pouvoir conservent la maîtrise de la décision, tout en rejetant la responsabilité de la décision sur ceux qui ont *participé* à la prise de la décision. La consultation et les autres mécanismes qui lui ressemblent apparaissent comme « les oripeaux d'un système qui feint de tout changer pour que tout reste identique »⁹⁷⁰. C'est précisément le cas du système de coopération dans la régulation des marchés financiers, qui, comme nous le verrons plus bas, est loin de prendre en compte l'avis des citoyens, en se restreignant à recueillir l'avis des destinataires de la régulation.

Une sorte de coopération existe du moment où le milieu privé et le régulateur agissent conjointement ou en coordination. Deux phénomènes suscitent notre intérêt : la corégulation (A) et l'autorégulation obligée (B).

A. Corégulation

465. **Définition.** Nous qualifions la corégulation de nouvelle forme de régulation, car il s'agit d'une « stratégie normative originale agissant, pour les pouvoirs publics, comme une alternative à la législation classique »⁹⁷¹. Elle consiste à associer les différents partenaires

⁹⁷⁰ Romain Felli, « Développement durable et démocratie : la participation comme problème », *Urbia, Les cahiers du développement durable* 3, pp. 11-28, 2006.

⁹⁷¹ Xavier Dieux, « Droit, morale et marché : réflexions sur l'autorégulation en droit des sociétés et en droit financier » in *La régulation économique dans la vie des affaires*, Bruylant 2007, spéc. p. 3 et ss. Benoît Frydman, « Stratégies de responsabilisation des entreprises à l'ère de la mondialisation » in *Responsabilités des*

sociaux à l'élaboration de la norme juridique. Les différents acteurs négocient la norme, laquelle est ensuite votée par le parlement reprenant le contenu de l'accord, mais en le généralisant à l'ensemble des partenaires sociaux⁹⁷². Le droit du travail, où on trouve l'ordonnance sur les 39 heures de travail payées 40⁹⁷³, est un exemple souvent cité.

Les éléments configurant la corégulation qui semblent se dégager de la définition du Professeur Laurence Boy, citée ci-dessus, sont : l'association des partenaires sociaux, la négociation et l'approbation de la part du législatif, afin de généraliser l'accord. Par rapport à l'intervention du législatif, elle ne nous semble pas essentielle dans le sens où elle pourrait être substituée par l'intervention de n'importe quelle autorité possédant le pouvoir d'élaborer des normes. Dans les développements suivants nous exposerons des exemples généraux de corégulation (1), pour nous concentrer ensuite sur une de ses principales manifestations : la consultation (2), exposant ensuite, un cas très particulier de collaboration : la surveillance du respect des normes (3).

1. Mise en œuvre

466. **Manifestations.** À la lumière de ce qu'on a dit, la faculté d'approbation dont jouissent les régulateurs⁹⁷⁴ peut être considérée comme étant une manifestation de la corégulation. De plus, le phénomène des régulateurs indépendants peut, dans certains cas, aussi être perçu comme une manifestation de la corégulation, dans le sens où il y a, dans ces autorités, une association de représentants de différents secteurs, et que cette association produit des normes. Ces cas sont analysés comme une solution de compromis entre la régulation purement professionnelle et l'intervention étatique directe⁹⁷⁵.

Il existe un phénomène qui évoque la corégulation, mais qui, à la lumière des éléments cités précédemment, semble être l'envers de la médaille : nous parlons de cas où les régulateurs prennent le relais et élaborent des règles déontologiques⁹⁷⁶ qui peuvent être reprises par les

entreprises et corégulation, Bruylant 2007, p. 45, cités in Michèle Grégoire, « Libres marchés et droit masqué. Pourquoi des instruments juridiques non contraignants en matière bancaire et financière ? », *RD. banc. et fin.* n° 1, Janvier 2012, dossier 2.

⁹⁷² Laurence Boy, *Normes, préc., spéc.* p. 18.

⁹⁷³ Ordonnance du 16 janvier 1982, art. L. 212.1, al 1 du Code du travail, cité in Laurence Boy, *Normes, préc.* p. 18.

⁹⁷⁴ *V. Supra*, N°964

⁹⁷⁵ Nicole Decoopman, « Droit et déontologie, contribution à l'étude des modes de régulation », in *Les usages sociaux du droit*, CURAPP, 1989, pp. 87-105, *spéc.* p.95.

⁹⁷⁶ Cf. Hélène Aubry, « Réflexions sur l'évolution récente de la déontologie en droit des affaires », *préc., spéc.* p. 2505.

professionnels. Dans ce cas, c'est l'acte d'acceptation des règles de la part de l'opérateur qui donne vie à la norme.

467. **En France.** Un exemple de la consécration de la corégulation se trouve dans la réglementation du Conseil de régulation financière et du risque systémique, plus précisément à l'article L. 631-2-2 CMF, lequel lui permet d'entendre des représentants des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance pour l'accomplissement des missions définies à l'article L. 631-2-1⁹⁷⁷. Il s'agit d'une faculté du Conseil qui ne concerne l'élaboration de normes qu'indirectement, car cet organisme n'a pas de faculté normative. Cependant, il facilite la coopération et la synthèse des travaux d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier pouvant, à cet effet, prendre des avis ou des prises de position. C'est dans cette dernière démarche que la faculté d'entendre les acteurs privés trouve son importance.

Un exemple français plus flagrant de la participation des privés à l'élaboration de normes se trouve dans l'encadrement des rémunérations. C'est l'un des sujets en vogue à l'issue des dernières crises des marchés financiers. À ce propos, nous pouvons évoquer que les trois associations professionnelles de gestionnaires d'actifs (l'Association française de la gestion financière, AFG, l'Association française des investisseurs en capital, AFIC, et l'Association française des sociétés de placement immobilier, ASPIM) ont élaboré des dispositions communes sur les politiques de rémunération, règles qui furent par la suite approuvées par le collège de l'AMF en tant que règles professionnelles et publiées le 23 novembre 2010⁹⁷⁸.

468. **Dans le droit anglo-saxon.** Aux États-Unis, un exemple de corégulation se trouve dans l'accord dénommé *Global Settlement* signé en avril 2003, entre la SEC (*Securities Exchange Commission*), la NASD (*National Association of Securities Dealers*) la NYSE (*New York Stock Exchange*) et les 10 entreprises de valeurs et d'investissement les plus

⁹⁷⁷ Les facultés du Conseil sont : veiller à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent ; examiner les analyses de la situation du secteur et des marchés financiers et évaluer les risques systémiques qu'ils comportent, compte tenu des avis et recommandations du comité européen du risque systémique ; faciliter la coopération et la synthèse des travaux d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier et pouvant émettre tout avis ou prise de position qu'il estime nécessaire.

⁹⁷⁸ Ces dispositions sont applicables depuis le 1^{er} janvier 2011 et concerneront les rémunérations versées en 2011 au titre de l'exercice actuel. Cf. Isabelle Riassetto, « Politiques de rémunération au sein des sociétés de gestion », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2011, comm. 32.

réputées⁹⁷⁹, afin d'assurer l'indépendance des analystes financiers⁹⁸⁰. Il y a, dans cet exemple, une association entre le régulateur public, les organismes autorégulateurs et les acteurs privés, au sens plus authentique.

469. **En Colombie.** Le défenseur du client est un exemple d'une figure juridique adoptée comme conséquence des négociations entreprises entre le pouvoir législatif et les opérateurs. En effet, cette figure est expressément reconnue par le régulateur colombien (dans une circulaire⁹⁸¹) comme le produit d'un accord adopté, en 1995, par le Conseil d'administration de l'association bancaire (organisme privé) et des autorités colombiennes. Cela a donné naissance à une première loi, en 1998, modifiée en 1999 et à nouveau en 2001, pour consacrer en 2003 la figure que les opérateurs souhaitaient.

Une des plus remarquables manifestations de la corégulation se trouve dans ce qu'on connaît comme consultation, qui sera l'objet d'analyse dans les paragraphes suivants.

2. Consultation, paradigme de la corégulation

470. **Un mécanisme *ex ante*.** La particularité de la participation des privés à travers la consultation réside dans le fait d'être un mécanisme de régulation *ex ante*, car elle a lieu avant la formalisation de la norme. De ce fait, elle peut accomplir des objectifs cherchés par la régulation, dont celui d'être mieux acceptée par le milieu régulé, tout comme de prévenir l'existence des écarts entre les besoins du secteur et les objectifs de la normativité, pour permettre la circulation de l'information dans un système de pilotage politique⁹⁸².

471. **Sources.** La consultation trouve deux sources : soit le régulateur public de sa propre initiative fait appel aux privés : intéressés et/ou destinataires de la régulation, afin que ceux-ci expriment leur avis sur la normativité existante ou en cours d'adoption ; soit les acteurs privés jouissent du droit de participation établi par la loi. Dans le premier cas, la participation est née de la volonté de celui qui élabore la norme, alors que dans le deuxième cas, elle correspond à un droit des régulés.

⁹⁷⁹ Bear Stearns & Co. LLC. Credit Suisse First Boston Corp., Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase & Co., Lehman Brothers, Inc., Merrill Lynch & Co., Inc., Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, Inc., y UBS Warburg LLC

⁹⁸⁰ Adriana Combatt Fandiño, « La responsabilidad del analista financiero como tercero de confianza », *Vniversitas* [online], 2010, n.120 pp. 202-236, in <http://www.scielo.org.co/>

⁹⁸¹ *Concepto* 2009093439-002 de 18 février 2010, Téléchargé in <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin2409/defensor.html>

⁹⁸² Romain Felli, « Développement durable et démocratie : la participation comme problème », *préc., spéc.* p. 18.

a) *À l'initiative du régulateur*

472. **Deux cas.** C'est le cas du régulateur français dans l'élaboration de sa doctrine. Comme nous l'avons observé dans la première partie de ce travail, les interlocuteurs du régulateur (professionnels et représentants des épargnants) sont consultés au cours du processus d'élaboration de la doctrine de l'autorité, dans le cadre des commissions consultatives et/ou par le biais d'associations représentatives ou de personnalités qualifiées possédant une expertise dans le domaine concerné⁹⁸³. Dans un domaine semblable, l'ACP peut formuler des recommandations définissant des règles de bonne pratique professionnelle, démarche au cours de laquelle elle peut « demander à une ou plusieurs associations professionnelles, représentant les intérêts d'une ou de plusieurs catégories de personnes relevant de sa compétence ou pouvant être soumises à son contrôle, de lui faire des propositions dans ces matières »⁹⁸⁴.

Au Chili, la *Superintendencia* a mis à la disposition des intéressés un site Internet où l'on peut formuler des commentaires sur les projets de loi en cours d'étude⁹⁸⁵. On remarque que la *Superintendencia* affirme expressément qu'il ne sera pas répondu aux commentaires. Le même procédé est suivi en Colombie, alors qu'au Mexique, le site Internet de l'autorité ne contient pas d'information sur la normativité en cours d'approbation. Dans le cas anglais, dans la rubrique *Policy documents*, on retrouve les documents soumis à consultation ainsi que les *discussions papers*⁹⁸⁶.

b) *Droit de participation*

473. **Droit européen.** L'élaboration du droit européen en général a recours à la consultation : « les autorités communautaires sont néanmoins tenues, pour tout projet de "législation" important, de recueillir l'opinion des principaux partenaires intéressés »⁹⁸⁷. Cette procédure n'est pas informelle, mais légale, car elle conditionne la validité du texte en projet⁹⁸⁸.

La décision qui a créé le CESR (article 5) lui imposait de consulter « largement, de manière

⁹⁸³ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 2.

⁹⁸⁴ Art. L. 612-29-1 CMF. V. aussi « ACP-Politique de transparence- Bonnes pratiques – Codes de bonne conduite », *Banque & Droit*, n° 136, mars-avril 2011 ; Anne-Marie Moulin, « Le renouvellement des instruments juridiques en matière bancaire. La politique de transparence de l'Autorité de contrôle prudentiel », *RD. banc. et fin.*, n° 1, Janvier 2012, dossier 3. Ce pouvoir est important prenant en compte que l'ACP ne dispose pas du pouvoir de réglementation qui appartient au ministre de l'Économie.

⁹⁸⁵ http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/normativa_tramite.php

⁹⁸⁶ <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/index.shtml>

⁹⁸⁷ Laurence Boy, *Normes, préc., spéc.*, p. 27.

⁹⁸⁸ *Idem.*

ouverte et transparente, et à un stade précoce de sa réflexion, les acteurs du marché, les consommateurs et les utilisateurs finaux » avant de transmettre son avis à la commission.

Aujourd'hui, dans le cadre du SESF, spécifiquement dans le cas de l'autorité européenne des marchés financiers, un groupe de consultation dénommé « groupe des parties intéressées au secteur financier », a été institué⁹⁸⁹ afin « d'aider à faciliter la consultation des parties concernées ». La consultation est prévue concernant les normes techniques de réglementation et d'exécution et aussi concernant les orientations et recommandations.

474. **Initiative législative.** Nous avons déjà énoncé que, dans ce pays, toute personne possède le droit de demander que soit adoptée, modifiée ou abrogée une règle ; le site Internet de la SEC possède une rubrique destinée à la formulation de ces pétitions⁹⁹⁰. On remarque l'exigence d'inclure une déclaration d'intérêts et/ou des motifs de la pétition, l'obligation de la SEC d'informer de toute action prise par la commission à l'égard de la pétition. Les pétitions formulées et l'information sur leurs auteurs sont accessibles sur le même site Internet. La SEC, avant de donner son approbation aux règles adoptées par les opérateurs, doit procéder à formuler un appel aux commentaires du public (application du « *notice-and-comment* »)⁹⁹¹. Un autre pays qui a consacré l'initiative législative est la Colombie⁹⁹². Par contre, on ne prévoit pas une consultation obligatoire des projets de loi en étude.

475. **En France.** Le collège de l'AMF fonctionne avec des *commissions consultatives* (5) composées de 12 à 18 membres. Pour la doctrine⁹⁹³, elles sont le lieu de la réflexion autour de l'organisation et le fonctionnement des marchés financiers, les activités de conservation, dépositaire et règlement – livraison, les activités de gestion individuelle et collective, les opérations et l'information financière des émetteurs, la protection des épargnants et des actionnaires minoritaires : « l'association de la Place à l'élaboration des règles est ainsi institutionnalisée, les modes traditionnels de concertation avec les représentants et les associations d'émetteurs ne sont pas abandonnés pour autant »⁹⁹⁴.

La méthode de la participation des privés dans ce pays est ancienne. Le Trésor l'utilisait, par exemple, pour encadrer le marché de l'eurofranc à travers l'activité du comité d'émissions. Ce dernier était composé de représentants des principales banques de la place. L'encadrement

⁹⁸⁹ Art. 37 Règlement (UE) n° 1095/2010

⁹⁹⁰ <http://sec.gov/rules/petitions.shtml>

⁹⁹¹ Plus généralement V. Cary Coglianese. « Citizen Participation in Rulemaking, Past, Present and Future », in Duke L. J., 2006, vol. 55, pp. 943-968.

⁹⁹² Ley 134 de 1994 (mayo 31), Diario Oficial 41.373, del 31 de mayo de 1994.

⁹⁹³ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n°256.

⁹⁹⁴ *Idem.* p. 250.

se traduisait dans les décisions que prenait le comité et qui, selon l'usage, ne devraient être suivies d'aucune mesure législative ou réglementaire. Elles étaient donc dépourvues de sanction juridique⁹⁹⁵ dans son sens restreint. Il y a en cela encore une manifestation du mélange des techniques propres aux nouvelles formes de régulation : *soft law* et participation du privé.

Chili. Dans ce pays, dans un cadre plus large que celui des marchés financiers, l'article 69 de la loi 20.500⁹⁹⁶ établit : « L'État reconnaît le droit des citoyens à participer à leurs politiques, plans, programmes et actions. Est contraire aux règles établies dans le présent titre toute conduite destinée à exclure ou discriminer, sans motif valable, l'exercice du droit de participation des citoyens mentionné dans le paragraphe précédent. »

3. Collaboration dans la surveillance des acteurs

476. **Notion.** Nous constatons plusieurs exemples, dans le droit comparé, où la surveillance du respect des règles de la part des acteurs est à la charge des entités privées. Cela donne lieu à la distinction entre *autoréglementation*, terme qui fait référence à la seule adoption des normes, et *autorégulation* proprement dite qui fait référence tant à l'élaboration de la norme qu'à sa mise en œuvre⁹⁹⁷. Pour opérer cette surveillance, une délégation du pouvoir de contrôle est, parfois, prévue par la loi qui vient ainsi à légitimer cette forme de régulation partagée.

477. **Contrôle délégué.** En France, les entreprises de marché, en plus d'élaborer les règles de marché, sont aussi tenues « (...) de mettre en place des procédures afin de vérifier que les émetteurs, dont elle admet les titres aux négociations se conforment aux dispositions qui leur sont applicables et facilitent l'accès des membres du marché aux informations que ces émetteurs rendent publiques. L'entreprise de marché est tenue de mettre en place des procédures analogues pour les actifs mentionnés au II de l'article L. 421-1 qu'elle admet à la négociation »⁹⁹⁸. La délégation est autorisée à l'article L. 621-9-2, selon lequel « Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'État, l'Autorité des marchés financiers peut : 1° Déléguer aux entreprises de marché et, le cas échéant, aux chambres de compensation, le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé

⁹⁹⁵ Pierre Aidan, *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources*, préc., spéc. p. 66 et ss.

⁹⁹⁶ Ley sobre asociaciones y participación ciudadana en la gestión pública (loi sur les associations et participation citoyenne dans la gestion publique.)

⁹⁹⁷ « *setting of industry standards* » versus « *self-regulation* ». Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », préc. n° 11.

⁹⁹⁸ Art. L. 421-14 IV CMF

ainsi que par les prestataires de services d'investissement ayant transmis des ordres sur ce marché. Cette délégation fait l'objet d'un protocole d'accord. Elle peut être retirée à tout moment ».

Un autre exemple de contrôle délégué est fourni par l'encadrement des conseillers en investissement financier (CIF). La loi oblige ces professionnels à appartenir à une association professionnelle, leurs activités étant surveillées par l'association agréée et par l'AMF⁹⁹⁹. La loi de régulation bancaire et financière a clarifié ce régime de surveillance autorisant la délégation du pouvoir de contrôle : « Dans les conditions fixées par un décret en Conseil d'État, l'Autorité des marchés financiers peut : (...) 3° D éléguer aux associations de conseillers en investissements financiers mentionnées à l'article L. 541-4, le contrôle de l'activité de leurs membres. Cette délégation fait l'objet d'un protocole d'accord et peut être retirée à tout moment »¹⁰⁰⁰.

En Colombie, en matière de surveillance, on peut évoquer que tous les agents qui réalisent des activités d'intermédiation de valeurs mobilières doivent posséder un inspecteur normatif chargé d'établir les processus destinés à assurer le respect de la normativité¹⁰⁰¹.

478. **Avantages.** La surveillance déléguée facilite la tâche du régulateur, car celui-ci peut, en vertu des textes, sanctionner les opérateurs fautifs sur la base des contrôles réalisés pour son compte par l'association délégataire¹⁰⁰². Selon l'AMF, les associations seraient rémunérées par ces services¹⁰⁰³, ce qui ne va pas sans soulever quelques questions concernant les modalités de cette rémunération, notamment si elle avait lieu quel que soit le résultat du contrôle, seule pratique acceptable, ou seulement dans le cas de l'établissement de l'existence d'un manquement, ce qui nous placerait dans une sorte de dénonciation rémunérée avec toutes

⁹⁹⁹ En outre, l'association agréée est aussi soumise au contrôle de l'AMF. Cf. Philippe Arestan, « Le renforcement du rôle des associations agréées par la loi de régulation bancaire et financière », *Banque & Droit*, janvier-février 2011, n° 135, pp. 26-27.

¹⁰⁰⁰ Art. 621-9-2 CMF. V. Olivier Douvreur, *préc. spéc.* n° 6.

¹⁰⁰¹ Art. 25 de la Loi 964 du 8 juillet 2005. Conformément à cet article 25, les entités suivantes peuvent développer l'activité d'autorégulation :

- a) Les organisations constituées exclusivement à cette fin
- b) Les organisations corporatistes ou professionnelles
- c) Les entreprises de marché ou bourses de valeurs
- d) Les bourses de produits agricoles, agroindustrielles, ou d'autres *commodities*
- e) Les sociétés qui administrent les systèmes de négociation

¹⁰⁰² Philippe Arestan, *préc. spéc.* p. 27.

¹⁰⁰³ Anne Simonet, « Une nouvelle ère de contrôle s'annonce pour les intermédiaires », *Agefi Actifs* n° 472, semaine du 10 au 16 décembre 2010, pp. 12 et ss, cité in Philippe Arestan, *préc. spéc.* p. 27.

les conséquences qu'entraîne ce genre de pratiques¹⁰⁰⁴. Il s'agit d'un élément nouveau dans la réglementation marquant dans ce sens une évolution des instruments de régulation. Son évaluation est désormais ouverte à la doctrine juridique.

B. Autorégulation obligatoire

479. **Phénomène nouveau.** La facette la plus remarquable et récente des régulations nationales des marchés financiers réside, non pas dans la consécration, mais dans la mise en œuvre de ce qui est dénommé la « régulation obligatoire ». Celle-ci est analysée, malgré son nom, dans ce paragraphe destiné à la coopération dans la régulation, car le caractère obligatoire lui ôte un élément essentiel de ce qu'on considère comme une autorégulation *stricto sensu*.

1. Définition

480. **Autorégulation et autonomie des volontés.** En vertu de l'autonomie des volontés, le secteur privé a toujours pu se doter de règles, à condition de respecter le cadre normatif : ne pas méconnaître les normes prohibitives ni les impératives, et disposant des normes facultatives. L'autorégulation en général ne semble qu'une manifestation de cette autonomie. Il n'y a donc pas de véritable nouveauté. Dans l'autorégulation obligatoire, par contre, on peut effectivement constater une modification de paradigme. L'autonomie de la volonté se voit ici limitée, car l'élaboration des règles n'est plus du libre arbitre des privés : en vertu d'une délégation de pouvoirs, ils sont obligés de se doter de règles, le simple pouvoir devenant ainsi une obligation.

La principale conséquence de cette figure vient du fait que cette intervention du privé a des effets *erga omnes*, c'est-à-dire au-delà de la sphère des destinataires directs de la régulation¹⁰⁰⁵.

481. **Différence avec la corégulation.** Autorégulation obligatoire et corégulation sont des manifestations de coopération pour l'élaboration des règles, et parfois pour sa surveillance ; il faut donc savoir les différencier. La différence réside dans le fait que dans l'autorégulation obligatoire, ce sont les acteurs privés qui sont obligés de fixer le contenu de la norme, sans

¹⁰⁰⁴ On peut remarquer que dans le cadre de la *Dodd Frank Act*, un programme de dénonciation (*whistleblower*) accompagné d'un système de récompense (10 à 30 % du montant des sanctions pécuniaires) sont mis en place à l'égard des consommateurs afin que ceux-ci dénoncent les pratiques contraires à la loi. Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *préc.*

¹⁰⁰⁵ Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *préc.* p. 33.

préjudice de la limite de respecter le cadre général de l'ordonnancement juridique, comme dans tout exercice de l'autonomie des volontés.

2. *Mise en œuvre*

482. **Acteurs touchés.** L'autorégulation obligatoire, dans le domaine des marchés financiers, trouve des manifestations tant à l'égard des entreprises des marchés que des intermédiaires de valeurs. (a). Elle concerne aussi les entreprises cotées, lesquelles sont obligées de se doter d'un code de gouvernement d'entreprise (b).

a) Entreprises de marché et intermédiaires de valeurs

483. **Phénomène général.** L'encadrement des entreprises de marché est un cas d'autorégulation obligatoire généralisé dans le droit comparé.

484. **France.** En France, l'exemple le plus remarquable d'autorégulation obligatoire concerne précisément l'élaboration des règles de marché, lesquelles, conformément à l'article L. 421-10 CMF, sont établies par l'entreprise de marché qui les publie une fois approuvées par l'Autorité des marchés financiers. Deux limites sont cependant établies : d'abord, la finalité de ces règles est de garantir que les caractéristiques des instruments financiers à terme permettent une négociation ordonnée et, le cas échéant, une livraison efficace des actifs sous-jacents. Ensuite, elles doivent se conformer aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Le respect de ces deux limites est surveillé par l'AMF.

485. **Contenu.** Lorsqu'une entreprise veut obtenir la reconnaissance de son activité en tant que marché réglementé d'instruments financiers, elle doit prévoir ce que la loi appelle « éléments relatifs à l'entreprise de marché » et des « éléments relatifs au marché ». Font partie de ces derniers les règles qui vont régir les activités développées à l'intérieur du marché. Selon la loi, l'entreprise est obligée de prévoir les règles qui vont régir son activité. Au surplus, la loi prévoit une sorte de consultation à l'intérieur de l'autorégulation, car si l'entreprise de marché veut changer les règles, elle doit procéder à une consultation des membres du marché et des émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur ce marché¹⁰⁰⁶. Il y a donc, lors d'une première étape, une association entre le régulateur public et l'entreprise de marché, et lors d'une deuxième étape, qui a lieu seulement en cas de modification des règles de marché, une participation du régulateur public, de l'entreprise de marché et des opérateurs.

¹⁰⁰⁶ Art. 511-3 Règlement général de l'AMF.

486. **Droit comparé.** La constatation est la même dans le droit comparé, car toutes les entreprises de marché doivent se doter de règles qui sont ensuite approuvées par le régulateur, soit par un mécanisme formel d'approbation, soit par le non-exercice d'un droit de veto. De cette façon, les exemples cités au moment d'analyser le pouvoir d'approbation des régulateurs sont pertinents dans les circonstances, étant en conséquence des manifestations de l'autorégulation obligatoire.

487. **Chili.** La législation chilienne prévoit un régime assez semblable au régime français : conformément à l'article 39 de la loi 18.045 : « L'entreprise de marché doit réglementer son activité et celle des courtiers en valeurs mobilières et surveiller le respect strict de ces règles afin d'assurer l'existence d'un marché équitable, concurrentiel, ordonné et transparent ». L'approbation de ces règles par le régulateur est prévue à l'article 44 de la même loi : « Toutes les réglementations établies par les bourses relativement à ses activités en tant que telles, devraient être préalablement approuvées par le *Superintendente* qui peut les rejeter, les modifier ou les supprimer, dans une décision motivée ».

488. **États-Unis.** Dans ce pays, on trouve plusieurs organismes autorégulateurs : la NASD, la NYSE pour le marché de futurs, la MSRB (*Municipal securities rulemaking board*) pour les agents qui développent des activités dans le marché de bonus et de titres municipaux, et aussi les entreprises de marché des différents États. La NASD est l'organisme autorégulateur le plus grand. Il surveille les activités de toutes les bourses du pays. Tous les opérateurs du marché de valeurs doivent faire partie de cette organisation, et c'est dans cette obligation que réside l'autorégulation obligatoire.

489. **Mexique.** Une norme de la législation mexicaine attire particulièrement notre intérêt. Il s'agit de l'article 228 de la *Ley de mercado de valores* conformément auquel les bourses de valeurs et les chambres de compensation ont le caractère d'organismes autorégulateurs par le seul ministère de la loi ; comme conséquence de ce caractère, elles doivent mettre en place des standards de conduite parmi leurs membres, afin de contribuer au bon fonctionnement du marché.

L'article 244 n° VIII de la *Ley de mercado de valores*, réglementant les maisons de bourse (et non les organismes autorégulateurs), les oblige à émettre des normes (autorégulation obligatoire) afin de réglementer ses activités et celles de ses membres. Il est légitime de penser que toutes les autres normes applicables aux organismes autorégulateurs sont applicables à ces entreprises. Comme nous l'avons vu *supra*, le régulateur n'a pas la faculté d'approuver ces règles, mais il possède un droit de veto des règles émises par les organismes

autorégulateurs¹⁰⁰⁷.

490. **Colombie.** En 1960, la Colombie a édicté des règles qui peuvent être qualifiées d'autorégulation obligatoire, car elles établissent l'obligation des bourses de valeurs de fixer ses règles internes de fonctionnement. En matière de surveillance, en 1990 fut établie l'obligation d'établir des organismes de surveillance interne.

b) Codes de gouvernement d'entreprise

491. **Mise en œuvre en France.** En France, une forme d'autorégulation obligatoire se met en œuvre par l'obligation des sociétés cotées sur un marché réglementé soit d'adhérer à un code de référence établissant des règles de bonne pratique, soit d'établir elles-mêmes les règles retenues en complément des exigences requises par la loi sur les sujets suivants :

- composition du conseil ;
- application du principe de représentation équilibrée des femmes et des hommes en son sein¹⁰⁰⁸ ;
- conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil ;
- procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société, en détaillant, notamment, les procédures relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière pour les comptes sociaux et, le cas échéant, pour les comptes consolidés ;
- éventuelles limitations que le conseil d'administration apporte aux pouvoirs du directeur général.

Il est vrai que la société peut choisir de s'écarter des pratiques acceptées, voire de ne faire application d'aucun code de gouvernement d'entreprise¹⁰⁰⁹, mais mis à part le fait qu'elle doit exposer pour quelle raison elle a choisi ce chemin¹⁰¹⁰ (s'expliquer), elle doit toujours retenir des règles en complément des exigences requises par la loi, et c'est en cela que réside l'autorégulation obligatoire.

492. **Royaume-Uni.** Au Royaume-Uni, à la différence du système français, c'est l'autorité,

¹⁰⁰⁷ Art. 231 I de la Ley de mercado de valores.

¹⁰⁰⁸ Introduit par l'article 1 de la loi n° 2011-103 du 27 janvier 2011.

¹⁰⁰⁹ Le code le plus utilisé en France est celui élaboré par l'Association française des entreprises privées (AFEP) et du Mouvement des entreprises de France (MEDEF), révisé en avril 2010. V. Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, *Les Échos*, 12 mars 2009.

¹⁰¹⁰ Sur le principe se « conformer ou s'expliquer » V. *Infra* N°724 et ss..

certes indépendante, qui fixe le contenu du code de référence établi pour un régulateur indépendant. Aux États-Unis, la voie choisie est celle de la réglementation dure. Les règles du gouvernement d'entreprise se trouvent dans la *Securities and Exchange Act* et dans la loi *Sarbanes-Oxley*, de même que dans le droit des sociétés des États fédéraux et dans les règles établies par les entreprises de marché (NYSE, Nasdaq). Il existe donc, dans ce pays, une réglementation classique, l'autorégulation ne trouvant que son rôle classique en complément d'une loi qui contient un certain nombre de règles prohibitives et impératives¹⁰¹¹.

c) Autres domaines

493. **France.** Dans un domaine différent nous pouvons citer, encore une fois, l'article L. 541-4 CMF, conformément auquel tout conseiller en investissements financiers doit adhérer à une association professionnelle. Ajoutons que ces associations sont chargées de la représentation collective et de la défense des droits et intérêts de ses membres. « Ces associations sont agréées par l'Autorité des marchés financiers en considération, notamment, de leur représentativité et de leur aptitude à remplir leurs missions. Elles doivent avoir fait approuver, par l'Autorité des marchés financiers, les conditions de compétence et le code de bonne conduite auxquels sont soumis leurs membres ».

Une situation semblable se constate à l'égard du régime applicable aux « recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique ». Le législateur communautaire, afin de soumettre l'activité des médias à un contrôle contraignant mais tout de même respectueux de la liberté d'expression, a permis aux États membres de réserver aux journalistes un régime distinct du régime généralement applicable aux autres personnes réalisant le même genre d'activité, telles que les entreprises d'investissement ou les établissements de crédit. Ce régime consiste en une « autorégulation équivalente appropriée »¹⁰¹². Ils doivent donc adhérer à une association qui est chargée d'élaborer les normes de bonne conduite, lesquelles doivent s'ajuster aux normes existantes à cet égard dans la directive communautaire¹⁰¹³. L'association est aussi chargée de sanctionner les membres en faute. Il faut remarquer que les journalistes gardent le droit de ne pas adhérer à une association, mais dans ce cas ils restent soumis au pouvoir de sanction de l'AMF¹⁰¹⁴.

¹⁰¹¹ Ces règles, sous la forme de recommandations ou standards de bonnes pratiques (*best practices*) sont élaborées par des organisations privées telles que *Riskmetrics*, *TIAA-CREF*, *Council of Institutional Investors*, *American Bar Association*, etc.

¹⁰¹² Olivier Douvreur, *préc. spéc.* n° 6. *Adde.* Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 523.

¹⁰¹³ Articles L. 621-31 et ss. CMF.

¹⁰¹⁴ Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.* n° 523.

494. **Colombie.** La Colombie se distingue par l'usage de l'autorégulation de façon un peu plus accentuée que les autres législations analysées. Aujourd'hui, conformément à l'article 3 de la loi 964-2005, l'autorégulation est une activité qui intègre le marché des valeurs. D'ailleurs, la *Ley del Mercado de Valores* a établi l'obligation de mettre en place des mécanismes d'autorégulation. Cette obligation concerne tous les agents qui réalisent des activités d'intermédiation des valeurs (banques, corporations financières, compagnies d'assurance, compagnies de financement commercial, fiduciaires, fonds de pension). L'obligation est accomplie par l'inscription des intermédiaires dans un organisme d'autorégulation¹⁰¹⁵. L'article 28 de la loi 964 affirme le caractère obligatoire du règlement par rapport aux membres de l'entité et le fait jouir de la présomption de connaissance de la loi¹⁰¹⁶.

Les organismes chargés de cette autorégulation sont de véritables entreprises créées et administrées par le secteur privé, le législateur se restreignant à établir les règles essentielles au fonctionnement de ces organismes. Cette obligation ne porte pas préjudice à la faculté des entreprises de marché de réglementer la négociation et les opérations et l'activité de leurs membres¹⁰¹⁷, question qui est courante dans les législations analysées.

Nous allons à présent analyser le deuxième mécanisme d'intervention du milieu privé dans la régulation des marchés financiers, moins courant aujourd'hui.

§2. L'organisation des acteurs privés : l'autorégulation

495. **Définition.** L'autorégulation dont on parle ici constitue l'opposé de la régulation externe, cette dernière englobant l'ensemble de la réglementation publique : des textes officiels (lois, règlements, directives européennes) et moins officiels comme le sont les textes dérivés de la doctrine du régulateur. L'autorégulation, par contre, concerne l'élaboration des normes dues à des initiatives venant du marché et des opérateurs eux-mêmes¹⁰¹⁸.

¹⁰¹⁵ À travers le *Decreto* n° 1565 de 2006 est établie la normative essentielle pour l'exercice de l'activité d'autorégulation du marché des valeurs. Le décret cité concerne les matières suivantes : compétence des organismes d'autorégulation, Conditions pour la constitution d'un organisme d'autorégulation, structure et forme d'élection du conseil de direction, du président et de l'organisme disciplinaire, sources de financement de l'organisme, caractéristiques des fonctions normatives, de surveillance et disciplinaires de l'organisme d'autorégulation, domaines particuliers du procès disciplinaire des organismes d'autorégulation, contrôle et surveillance de part de la *Superintendencia Financiera* des organismes d'autorégulation.

¹⁰¹⁶ Nous voulons faire remarquer que les pays latino-américains qui ont suivi le modèle de Code civil chilien de 1857, dit *Código de Bello*, consacrent légalement la présomption de connaissance de la loi.

¹⁰¹⁷ Article 24 paragraphe 2° de la Loi 964 du 8 juillet 2005.

¹⁰¹⁸ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.* n° 11.

496. **Mécanismes.** L'organisation des acteurs privés, dans le but d'élaborer des normes, peut se faire de deux façons : à travers la régulation privée participative et à travers l'autorégulation¹⁰¹⁹. Dans la première interviennent les personnes qui ne seront pas directement régies par la normativité mais qui sont affectées par celle-ci tels que les consommateurs ou les travailleurs d'un secteur économique déterminé ; alors que dans l'autorégulation, il y a une coïncidence entre les auteurs de la normativité et ses destinataires, et personne d'autre n'intervient.

Les marchés financiers ont depuis longtemps plutôt recours à l'autorégulation (A). C'est donc celle-ci qui retiendra notre intérêt, alors que dans les pays d'Amérique latine, son usage est relativement nouveau (B).

A. Un mécanisme ancien soumis à examen

497. **Plan.** L'autorégulation, constituant pourtant une tradition solide de certains marchés financiers¹⁰²⁰ et de certains systèmes juridiques nationaux tels que l'Angleterre, est, à notre grande surprise, difficile à trouver aujourd'hui sous sa forme pure (1). Malgré les essais législatifs pour l'encadrer¹⁰²¹, son usage est aujourd'hui fortement remis en question (2).

1. Délimitation

498. **Nouvelle forme de régulation ?** Dans les marchés financiers, l'autorégulation est l'un des mécanismes de régulation les plus anciens, ce qui conteste sa qualification comme nouvelle forme de régulation. D'ailleurs elle est utilisée tant au plan interne, qu'au niveau européen¹⁰²² et au plan international.

499. **Notion juridique d'autorégulation.** Une précision s'impose d'emblée. L'autorégulation juridique à laquelle on fait allusion n'est pas assimilable à la notion économique d'autorégulation. Selon cette dernière, les marchés possèdent des mécanismes spontanés de régulation qui empêchent que les marchés s'emballent ou s'étouffent. Ceux qui

¹⁰¹⁹ Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *préc.*

¹⁰²⁰ Des secteurs tels que l'organisation des professions et le domaine sportif ont toujours connu une combinaison. *Idem.*

¹⁰²¹ *V. Supra* N°480 et ss.

¹⁰²² Le droit européen semble envisager l'autorégulation comme alternative légitime à la réglementation. *V. Communication CE*, Mettre en oeuvre le programme communautaire de Lisbonne : une stratégie de simplification de l'environnement réglementaire, COM 2005/535 et l'accord institutionnel « Mieux légiférer » *préc.* *V.* également, *Report of the SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions* ; exemples cités in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 13.

soutiennent l'autorégulation des marchés, au sens économique, affirment que ceux-ci n'ont pas besoin d'un encadrement extérieur, tel que le serait un encadrement par des règles juridiques. Le juriste introduit une nuance : les marchés sont quand même régis par le droit. La théorie générale du droit est applicable, dont le droit des contrats et des obligations.

La notion juridique d'autorégulation considère que les marchés continuent d'être autorégulés lorsque les règles qui leur sont applicables (complémentant les règles du droit visées ci-dessus) sont conçues, émises, et appliquées par ses destinataires, c'est-à-dire que l'autorégulation juridique vise l'élaboration des règles par les opérateurs, ou plutôt par des entités représentant les intérêts des opérateurs. Un marché autorégulé, selon les économistes, est donc celui qui n'a pas besoin de règles autres que celles du contrat. Un marché autorégulé, selon les juristes, est celui qui, à travers ses opérateurs, a lui-même élaboré des règles qui lui seront applicables.

2. *Évolution*

500. **Nécessité.** Il n'est pas vraiment étonnant que les opérateurs des marchés financiers aient eu recours à l'autorégulation pour organiser leurs rapports. Il y avait, dans leurs opérations, des particularités qui exigent la mise en place de règles particulières, de sorte que dans toutes les législations, les marchés financiers ont commencé à opérer en s'autofournissant des règles de fonctionnement. Cette façon de procéder fut considérée légitime grâce à la figure de l'autonomie de la volonté.

Pour démontrer que l'autorégulation n'est pas un mécanisme de régulation nouveau, nous pouvons évoquer qu'elle existait déjà en France, dans l'activité développée par l'ancienne chambre syndicale des agents de change. D'ailleurs, le paradigme de l'autorégulation dans les marchés financiers fut pendant longtemps le Royaume-Uni, où l'autorégulation était la règle fondamentale établie par la *Financial Services Act* de 1986. Néanmoins, déjà au début de ce siècle, des études ont démontré plusieurs failles dans le système anglais, ce qui a mené à créer, en 2001, la *Financial Services Authority* (FSA) comme unique régulateur public. Cela fut l'une des premières manifestations de la remise en cause de l'autorégulation. Les Anglais sont, ainsi, le paradigme de l'instauration de l'autorégulation et de sa remise en cause.

501. **Nouveauté.** Ce qui démarque, alors, l'autorégulation contemporaine de l'autorégulation dans ses débuts est la consécration de la figure dans les législations, en fournissant des sources de légitimité autres que la seule figure de l'autonomie des volontés. Le législateur contemporain délègue parfois de façon explicite aux entités privées le pouvoir

d'élaborer des règles et de les surveiller, comme nous l'avons vu *supra*. On constate dans ce processus, encore une fois, comment le droit classique vient à fournir aux instruments de régulation de nouvelles bases de légitimité, à travers, notamment, les délégations des pouvoirs opérées par voie législative. De ce fait, l'autorégulation *stricto sensu*, n'existe presque plus, sauf en ce qui concerne la surveillance des règles.

502. **Un mécanisme presque obsolète.** Nous devons reconnaître qu'à notre plus grand étonnement, nous n'avons pas pu trouver dans les droits nationaux d'exemples contemporains d'autorégulation *pure*, car d'une manière ou d'une autre, tous les cas analysés correspondent plutôt à une corégulation, voire à une autorégulation obligatoire. Deux exceptions existent : le droit international et le cas chilien. Sur le plan international, nous évoquons à titre d'exemple, les codes et standards élaborés par l'*International Primary Market Association* (IPMA¹⁰²³) et les modèles contractuels de l'*International Swaps and Dealers Association* (ISDA¹⁰²⁴). Le cas chilien est le plus intéressant, mais il sera analysé *infra* avec les autres législations latino-américaines.

503. **Surveillance autoattribuée.** Nous avons vu *supra* que parfois la surveillance du respect des règles de la part des acteurs incombe à des entités privées, en vertu d'une délégation du pouvoir de contrôle. En France, nous trouvons un exemple où le secteur privé assume cette tâche sans une délégation préalable. Il s'agit d'une faculté de contrôle autoattribuée.

Ainsi, dans le domaine du gouvernement d'entreprise, l'Afep et le Medef se sont réservé la possibilité d'analyser les informations publiées par les sociétés adhérentes à son code de gouvernement d'entreprise, et de saisir les dirigeants en cas de manquement, tout comme elles produisent un rapport annuel sur le suivi des recommandations¹⁰²⁵. Contrairement aux cas précités, la loi ne prévoit pas une telle surveillance, on pourrait donc s'interroger sur sa légitimité. S'agissant d'informations publiques et à condition que les normes protectrices de la vie privée, du secret des affaires, etc. soient respectées, il semblerait *a priori* il n'y a pas lieu à controverse, mais la pratique pourrait nous donner tort.

3. *Évaluation de la technique*

504. **Historique.** Auparavant, l'autorégulation se justifiait par les lacunes juridiques, voire

¹⁰²³ Association qui regroupe toutes les institutions financières qui sont actives au niveau du marché primaire, notamment en qualité de chefs de file ou co-managers.

¹⁰²⁴ Association créée en 1985 qui regroupe des participants dans l'industrie de gré à gré du marché de dérivés. <http://www.isda.org/index.html>

¹⁰²⁵ Code de gouvernement d'entreprise Afep/Medef, n° 22, « La mise en œuvre des préconisations ».

par l'autonomie de la volonté, aujourd'hui, elle trouve son fondement dans l'idéologie de l'efficience naturelle des marchés¹⁰²⁶ fondée sur deux prémisses exclusivement économiques : (a) « un marché financier libre et ouvert, supporté par une ingénierie financière sophistiquée conduit à son efficience et à la stabilité, permettant de canaliser les capitaux vers les utilisations les plus profitables et les plus productives ; (b) Il n'y a pas besoin de réglementer les institutions financières qui ne sont pas soumises à la réglementation bancaire et les marchés dérivés »¹⁰²⁷.

505. **Une idéologique mise en cause.** Sur la base des prémisses citées précédemment, les régulateurs se sont abstenus d'intervenir dans la réglementation des marchés, et les financiers ont conçu les produits dérivés, les instruments financiers et les systèmes de risques quantitatifs. Cette idéologie a largement été remise en cause par la crise de *subprimes*, laquelle n'a pas pu être expliquée par une simple défaillance du marché ; cela a fait en sorte de remettre en cause l'autorégulation comme outil.

506. **Maîtriser la critique de l'autorégulation.** L'autorégulation n'est pas si mauvaise ou si inutile, comme on le considère parfois. Dans le cas *Enron*, par exemple, on a dit¹⁰²⁸ que ce fut la bourse la première à « manifester ses inquiétudes à l'égard d'*Enron* – par la diminution des cours – bien avant la SEC, pourtant chargée, en principe, du contrôle des entreprises cotées aux États-Unis ». Cet exemple amène certains à considérer que la véritable défaillance de l'autorégulation est le manque de surveillance opérant de la part « des actionnaires « propriétaires » et responsables »¹⁰²⁹.

507. **La défaillance constatée.** En effet, on a pu constater que les actionnaires n'exercent pas forcément leurs droits¹⁰³⁰. C'est pour cela que la proposition d'agir en amont, en incitant les agents à mieux contrôler le risque au niveau individuel, semble très pertinente¹⁰³¹.

¹⁰²⁶ On considère généralement que les marchés financiers s'inspirent largement du système financier des États-Unis, à la fois inspiré par l'idéologie de l'efficience naturelle des marchés *V.* notamment, P. Volcker, « The Time We Have Is Growing Short », 25 mai 2010, *in* <http://www.nybooks.com/articles/archives/2010/jun/24/time-we-have-growing-short/?page=2>, cité *in* Jean Paillusseau, « Respect des équilibres, choix de société et gestion du risque financier systémique », *RD. banc. et fin.*, n° 6, novembre 2010, étude 36.

¹⁰²⁷ Jean Paillusseau, *préc.*

¹⁰²⁸ Pascal Salin, Mathieu Laine « Le mythe de la transparence imposé », *JCP E*, 6-13 novembre 2003, n° 45-46.

¹⁰²⁹ *Idem.*

¹⁰³⁰ Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 11.

¹⁰³¹ Nous considérons que cela est la logique suivie par la Directive N°2013/14 du 21 mai 2013 du Parlement européen et du Conseil, dans la mesure où elle affirme qu'« il convient d'exiger des institutions de retraite professionnelle (IRP), des sociétés de gestion et d'investissement en ce qui concerne les OPCVM et des gestionnaires de FIA qu'ils évitent d'avoir recours exclusivement ou mécaniquement à des notations de crédit ou de les utiliser comme unique critère d'évaluation des risques inhérents aux investissements effectués par les IRP, par les OPCVM et par les FIA. Ce qu'ils semblaient faire « sans nécessairement procéder à leurs propres évaluations de la qualité de crédit des émetteurs de ces titres ». Exposé de motifs, considérant (2).

De surcroît, ajoutons que la démarche suivie abandonne la surveillance au contrôle des actionnaires « sans travailler davantage à l'émergence d'une démocratie économique »¹⁰³².

Plus largement, la véritable alternative à la défaillance évoquée est simplement de remettre en cause le paradigme de l'efficacité naturelle des marchés¹⁰³³, en vertu de la fausseté des deux prémisses qui la fondent et de garder à l'esprit « que la régulation n'est pas seulement une question de règles ou de systèmes, mais également une question de femmes et d'hommes composant les autorités. On ne doit pas non plus oublier les questions de fond concernant les valeurs sur lesquelles est fondée notre société et le rôle des marchés financiers au regard de l'économie réelle. Car on peut mettre en place la meilleure supervision qui soit : si les intérêts égoïstes prédominent, la crise reviendra et, un jour, le système tout entier s'effondrera »¹⁰³⁴. De ce fait, par exemple, il est impérieux d'ajouter la performance sociale aux notions de performance financière et de performance économique, « c'est-à-dire la prise en compte des comportements de l'entreprise au regard des parties prenantes de son environnement, partie prenante à laquelle les salariés sont intégrés ».¹⁰³⁵ La question devient de plus en plus pressante, même si depuis longtemps « il n'a jamais été autant question d'éthique, de moralité ou de déontologie »¹⁰³⁶.

Nous avons constaté que l'autorégulation est un mécanisme généralisé du point de vue des traditions juridiques. Ainsi, elle est utilisée en France, pays à tradition juridique romaniste. Dans le cas des pays latino-américains, la constatation est la même.

B. Autorégulation en Amérique latine

508. **Plan.** Comme dans les pays développés, l'autorégulation est, en Amérique latine, un mécanisme ancien (1). Sa mise en œuvre au Chili a retenu notre attention (2).

¹⁰³² Ivan Tchotourian, « H.R. 3269 : la réaction des parlementaires américains en matière de rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés*, novembre 2009, pp. 950-952, *spéc.* p. 951.

¹⁰³³ On considère généralement que les marchés financiers s'inspirent largement du système financier des États-Unis, à la fois inspiré par l'idéologie de l'efficacité naturelle des marchés *V.* notamment, P. Volcker, « The Time We Have Is Growing Short », 25 mai 2010, in <http://www.nybooks.com/articles/archives/2010/jun/24/time-we-have-growing-short/?page=2>, cité in Jean Paillusseau, « Respect des équilibres, choix de société et gestion du risque financier systémique », *RD. banc. et fin.*, n° 6, novembre 2010, étude 36.

¹⁰³⁴ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc. spéc.* n° 19.

¹⁰³⁵ Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ? », in <http://ias2005.free.fr/Actes/Pdf/tchotourian.pdf>, 16 pp. *spéc.* p. 4.

¹⁰³⁶ D. Devos et J.-V. Louis, avant-propos, *L'éthique des marchés financiers*, éd. de l'ULB, 1991, Bruxelles, cités in Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ? », *préc.*

1. Mécanisme ancien

509. **Colombie.** En Colombie, l'autorégulation est présente depuis la création de la bourse de Bogota en 1929, moment où les actionnaires ont créé un organe social dénommé *Cámara disciplinaria* (Chambre disciplinaire) chargé de veiller à l'accomplissement des règles internes et de juger les membres. L'institution fut reconnue par l'État à travers le décret 2969 de 1960 qui consacre juridiquement l'autorégulation, marquant ainsi le passage d'une autorégulation *stricto sensu* à une autorégulation obligatoire. En vertu de cette norme, les bourses avaient l'obligation d'établir leurs règles de fonctionnement et de surveiller leur respect. Dans le même pays, la loi 27 de 1990 a imposé aux bourses l'obligation d'établir un organe social de surveillance des activités des membres. Par conséquent, pendant plus d'une décennie, les bourses étaient chargées de l'activité d'autorégulation.

Deux faits doivent être mentionnés : d'abord, la Constitution colombienne de 1991 a déclaré l'activité des bourses comme étant d'intérêt public ; ensuite, en 2005, la *Ley del Mercado de Valores*¹⁰³⁷ (loi des marchés de valeurs), a prescrit que tous ceux qui développent des activités d'intermédiation de valeurs mobilières doivent s'autoréguler au moyen de *corps spécialisés*. La Cour constitutionnelle colombienne examinant la constitutionnalité de cette loi contestée par un citoyen qui affirmait que l'autorégulation portait atteinte aux articles 189-24 et 335 de la Constitution colombienne qui chargeaient au gouvernement de surveiller, superviser et contrôler l'activité boursière, a déclaré que dans l'autorégulation il n'y n'avait pas de délégation¹⁰³⁸. La constitutionnalité de cette loi a été déclarée sur deux fondements principaux : d'abord une raison d'ordre historique, l'autorégulation est une manifestation de la liberté des citoyens de s'organiser, et le fait que l'existence de cette autorégulation obligatoire ne remplace pas la fonction publique qui correspond à l'État.

La norme (article 24 de la Ley 964) cherche la création d'organisations conçues exclusivement dans cette finalité, mais elle autorise aussi aux bourses, associations professionnelles, etc. à créer de tels corps. En 2006, fut créé le *Autorregulador de Mercado de Valores* (AMV), en tant qu'organisme privé sans but lucratif.

510. **Mexique.** Les marchés financiers mexicains sont surveillés par 7 institutions différentes, dont deux sont des entités privées : l'*Asociación mexicana de intermediarios bursátiles*¹⁰³⁹ (AMIB) et la *Bolsa mexicana de valores*¹⁰⁴⁰ (BMV). L'AMIB est une

¹⁰³⁷ Ley 964 de 2005.

¹⁰³⁸ Sentencia C-692/07, 5 septembre 2007.

¹⁰³⁹ Association mexicaine des intermédiaires boursiers.

association corporative d'intermédiaires du marché de valeurs. Elle régule le marché de valeurs dont les compétences portent sur toutes les entreprises de marché autorisées et sur les agents des sociétés d'investissement, *brokers*, ainsi que le *Centro Educativo del Mercado de Valores*¹⁰⁴¹.

La BMV est chargée de la surveillance des normes qui régissent l'activité des bourses et des émetteurs de valeurs qui font partie de cette institution. Elle possède des facultés normatives, de surveillance et de sanction. Elle surveille le respect des règles concernant les opérations propres de cette entreprise de marché et de leurs opérateurs, déterminant les directives pour l'inscription, la conservation, la suspension et la suppression de valeurs. Elle surveille l'activité des émetteurs et des agences de notation¹⁰⁴² par rapport à ses obligations auprès de la bourse elle-même. Elle fixe des standards opératifs et impose des sanctions : mesures disciplinaires préventives et correctives des mauvaises pratiques. Elle a aussi pour mission d'établir des procédures pour la solution de controverses.

L'*Asociación Mexicana de Asesores de Inversión Independientes*¹⁰⁴³ (AMAI) est un autre organisme autorégulateur. Il assure l'attestation de capacités techniques de ses membres, établit les standards de l'industrie (*opération, transparence, gouvernance d'entreprise, codes d'éthique et de conduite, etc.*) et surveille le respect des règles et de l'application de mesures préventives et de sanctions dans le cas de conduites répressibles.

2. Cas chilien

511. **Comité de bonnes pratiques.** Le Chili suit la voie classique, cela veut dire que l'autorégulation est le résultat d'une disposition législative qui permet ou oblige certains acteurs à la mettre en œuvre. Les deux acteurs concernés sont les entreprises de marché et les organisations de courtiers et les dispositions légales sont les articles 39 et 35 de la loi 18.045. La grande différence est que les organisations des courtiers ont la faculté de s'organiser en tant que telles et de se doter des normes qui seront soumises au même régime que les entreprises de marché, mais le processus est essentiellement volontaire.

L'article 39 de la loi 18.045 dispose : « Les bourses des valeurs mobilières devront réglementer leur activité et celles de leurs courtiers, surveillant leur respect de manière à

¹⁰⁴⁰ Bourse mexicaine des valeurs.

¹⁰⁴¹ Centre éducatif du marché de valeurs.

¹⁰⁴² Calificadoras de valores.

¹⁰⁴³ Association mexicaine de conseillers indépendants en investissements.

assurer l'existence d'un marché équitable, compétitif, ordonné et transparent »¹⁰⁴⁴. Nous remarquons que l'autorégulation fait ici référence tant à l'élaboration de normes qu'à leur surveillance.

L'approbation de ces règles est prévue à l'article 44 de la même loi : « Toutes les normes internes adoptées par les entreprises de marché en rapport avec leurs opérations en tant que telles, devront être approuvées par la *Superintendencia*, laquelle pourra les refuser, les modifier ou les supprimer, au moyen d'une résolution fondée »¹⁰⁴⁵.

Dans un premier temps, nous avons considéré que les normes citées étaient le fondement de la création du comité de régulation, aujourd'hui dénommé *Comité de buenas practicas* (Comité des bonnes pratiques) instauré en 2007 au sein de la *Bolsa de Comercio de Santiago y la Bolsa Electrónica de Chile* (Bourse de commerce de Santiago et Bourse électronique du Chili). Ce comité n'a donc été créé qu'en 2007 alors que les dispositions citées sont beaucoup plus anciennes, elles ont été promulguées en 1981. Il y a deux possibilités à ce propos : soit considérer que c'est cet article 39 de la loi 18.045 qui est la source légale de l'existence dudit comité et que 26 ans après sa promulgation on a commencé à lui donner une application pratique ; soit considérer qu'il n'y a pas un lien entre cette disposition et le comité et laisser cet organisme sans source légale.

Nous relevons aussi que les trois membres du comité sont nommés par le directoire même de l'entreprise de marché et qu'il a, parmi ses fonctions, les suivantes :

- Médiation ou arbitrage. Il doit connaître et résoudre les réclamations ayant lieu entre les courtiers, ou entre un ou plusieurs d'entre eux et ses clients, ou entre un courtier et l'entreprise de marché, par la méconnaissance de ses statuts, du règlement de l'entreprise de marché ou des lois ou des dispositions émises par la *Superintendencia*.

- Contrôle. Le comité est responsable de la surveillance *ex ante* et *ex post* du marché, afin d'obtenir un fonctionnement équitable, ordonné et transparent, pouvant adopter des accords, ordonner des contrôles et faire des suggestions à l'entreprise de marché, à ses autorités et aux courtiers. Il peut aussi appliquer des sanctions. Néanmoins, il faut remarquer que pour appliquer une sanction supérieure à 500 UF (app. 13 500 euros), le comité doit obtenir

¹⁰⁴⁴ «Las bolsas de valores deberán reglamentar su actividad bursátil y la de los corredores de bolsa, vigilando su estricto cumplimiento de manera de asegurar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente».

¹⁰⁴⁵ «Todas las normas internas que adopten las bolsas en relación a sus operaciones como tales, deberán ser previamente aprobadas por la Superintendencia, la que estará facultada para rechazarlas, modificarlas o suprimirlas, mediante resolución fundada».

l'approbation du directoire de l'entreprise de marché, ce qui a suscité des critiques et des remarques concernant son indépendance. Le comité peut agir d'office ou sur pétition du directoire de l'entreprise de marché ou encore sur pétition d'un intéressé.

Un premier aspect à remarquer est qu'une des plaintes récurrentes des acteurs des marchés financiers chiliens¹⁰⁴⁶ et on pourrait même affirmer, de la planète, est le besoin de faire une place plus importante à l'autorégulation ; cependant, malgré des arguments légaux pour donner une existence concrète à cette autorégulation, les acteurs y résistent. La conclusion est aisée, les acteurs des marchés financiers souhaitent une autorégulation au sens économique, mais pas une régulation au sens juridique, ils ne souhaitent pas voir les règles figées sur papier. Plus étonnant encore, pourquoi les régulateurs n'utilisent pas leurs pouvoirs pour exiger la mise en œuvre de l'autorégulation légale ?

Un deuxième aspect remarquable est le fait que même si la loi dicte aux entreprises de marché de la surveillance des normes issues de l'autorégulation, le Comité des bonnes pratiques chilien, dans la grande majorité des cas, ne fait que formuler des recommandations aux acteurs et n'impose pas de sanctions proprement dites.

Ainsi, pendant sa première année de fonctionnement, le comité n'a prononcé aucune sanction, son activité se limitant à produire un document appelé « Recommandations pour les courtiers de la bourse », dont l'un des sujets les plus importants concerne la façon dont les courtiers administrent leurs comptes propres et ceux des tiers, donc les risques de conflit d'intérêts et d'usage d'information privilégiée. Il s'est prononcé sur un code d'éthique proposé par la bourse électronique aux courtiers. Pendant l'année 2010, le comité a publié 11 résolutions et en 2011, il en a publié 45. En janvier 2012 il avait publié déjà 6 résolutions, mais aucune d'elles n'établit l'ouverture d'une procédure de sanction¹⁰⁴⁷.

512. **Vue d'ensemble.** Jusqu'ici, nous avons exposé des catégories conçues par la doctrine pour expliquer les différentes manières dont les acteurs privés interviennent dans la régulation. Les exemples cités nous permettent de conclure que les distinctions sont purement conceptuelles, les différentes catégories s'emmêlant. Les conséquences que la doctrine¹⁰⁴⁸ aurait pu tirer de l'appartenance à l'une ou l'autre catégorie peuvent aussi se trouver mélangées. Est-ce que les instruments utilisés pour matérialiser l'intervention du privé peuvent nous offrir des conclusions moins banales ?

¹⁰⁴⁶ Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros, préc., spéc.*, p. 17.

¹⁰⁴⁷ <http://www.bolsadesantiago.com/theme/resolucioneterminadas.aspx>

¹⁰⁴⁸ Sur lesdites conséquences Cf. Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *préc.*

Section 2 : Les instruments normatifs incarnant l'intervention du monde privé

513. **Trois instruments.** L'intervention des acteurs privés dans toutes les conceptions analysées dans la Section précédente peut prendre d'innombrables formes, selon l'imagination de leurs auteurs : chartes, contrats types, de codifications savantes, mais certaines techniques et dénominations se répètent, devenant les plus courantes. C'est le cas des codes de conduite (§1) de la déontologie (§2) et de la notion de responsabilité sociale de l'entreprise (§3).

§1. Les codes de conduite

514. **Définition.** Par la notion de code de conduite¹⁰⁴⁹, nous désignons un ensemble global de recommandations, susceptibles de juridicisation, qui sont élaborées progressivement et qui peuvent être révisées lorsque l'expérience ou les circonstances le justifient¹⁰⁵⁰.

Les codes de conduite constituent, par excellence, la forme adoptée par l'autorégulation pour ancrer les règles dont le milieu régulé souhaite se doter¹⁰⁵¹. Aujourd'hui, le trait nous surprenant le plus de ce mécanisme est la multiplicité d'entités de différentes natures juridiques qui élaborent des codes de conduite (A), ce qui, comparativement aux traits classiques des codes de conduite, nous oblige à nous interroger sur la portée du mécanisme (B).

A. Multiplicité de sources

515. **Quatre sources.** Aujourd'hui, il y a quatre sources d'élaboration de codes de conduite destinés aux privés : le droit international, les acteurs privés (associations et entreprises), les

¹⁰⁴⁹ On peut aussi parler de code de bonne conduite, de règles de conduite, de règles de bonne conduite, de bonnes pratiques.

¹⁰⁵⁰ La notion, avec quelques nuances, a été reprise du Doc. ONU E/5 500, p. 62, cité in Berthold Goldman, Phonicion Francescakis (sous la dir.) *L'entreprise multinationale face au droit*, Litec 1997, p. 417. V. aussi Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 48

¹⁰⁵¹ V. Hubert de Vauplane, « Code de bonne conduite AFTB/AFTE relatif aux opérations sur instruments financiers de taux et de change conclus sur les marchés de gré à gré », *Banque & Droit*, 1998, n° 62, p. 27 ; André Rousset et Charles-Henry Taufflieb, « Code de bonne conduite AFTB-AFTE », *Banque et droit* 1999, n° 64, p. 20 ; Isabelle Desbarats, « Codes de conduite et chartes éthiques des entreprises privées. Regard sur une pratique en expansion », *JCP G* 2003, I, 112. Une analyse d'un échantillon de codes de conduite est contenue in « Codes de conduite : étude exploratoire sur leur importance économique ». Groupe de travail du comité des échanges de l'OCDE, juin 2000, document n° TD/TC/WP(99)56/FINAL, « Éthique et achat : étude des codes de déontologie (II) », recherche collective réalisée par DESMA : www.esa.upmf-grenoble.fr, « Chartes éthiques et codes de conduite : états des lieux d'un nouvel enjeu social », synthèse de l'étude, Centre d'études économiques et sociales du groupe ALPHA: <http://www.cgt.f>, tous cités in Marie Brac, « Codes de bonne conduite : quand les sociétés jouent à l'apprenti législateur... », Téléchargé de www.glose.org/CEDCACE3.pdf

régulateurs et le législateur¹⁰⁵². Un bon exemple de cette situation est l'article L. 541-8-1 CMF. Il établit une série de règles de bonne conduite adressées à des conseillers en investissements financiers (l'auteur est donc le pouvoir législatif), règles qui, selon la même norme, sont précisées par le règlement général de l'AMF (régulateur), sans préjudice des précisions apportées par les associations professionnelles (le secteur privé), d'ailleurs obligées à élaborer des règles de conduites, qu'elles doivent ensuite faire approuver par l'autorité (corégulation).

La véritable nouveauté réside dans la reprise de la notion de code de conduite par les législateurs, soit pour élaborer eux-mêmes lesdits codes, soit pour permettre son élaboration par les régulateurs (1) n'excluant pas l'intervention des privés (2), ce qui justifie du traitement de la question dans cette partie de notre exposé.

1. Régulateurs s'appropriant des codes de conduite

516. **Usage.** Les pouvoirs publics utilisent la notion de codes de conduite, soit pour encadrer leur propre activité¹⁰⁵³, soit pour encadrer l'activité des régulés. Cette dernière possibilité possède plusieurs modalités. Voyons quelques exemples qui doivent être complétés avec les normes citées *supra*.

517. **Élaboration.** En France, l'ACP énonce de bonnes pratiques formulées en *recommandations* (Art. L. 612-29-1, al. 2 CMF). Dans l'ordre temporel, on peut remarquer que le phénomène n'est pas si nouveau, car dans la réforme de modernisation des activités financières du 1^{er} juillet 1996¹⁰⁵⁴, on permettait à l'autorité professionnelle d'élaborer des codes de conduite¹⁰⁵⁵. Il n'y a non plus rien de nouveau par rapport à ce qu'on a exposé dans la première partie en ce qui concerne l'élaboration de normes par les régulateurs. Voyons donc, la nouveauté.

518. **Appropriation.** Parfois, l'autorité s'approprie des règles élaborées par les associations professionnelles. Ce fut le cas pour le Code des professionnels de la gestion collective, inséré dans les dispositions générales destinées à l'ensemble de la profession de la gestion collective

¹⁰⁵² Nikolina Apostolova, *préc.*, *spéc.* p. 6.

¹⁰⁵³ Par exemple, au niveau communautaire, l'Autorité européenne des marchés financiers, a adopté un *Code of Good Administrative Behaviour* a destination de ses membres. ESMA/2011/MB/6, 11 janvier 2011, Disponible in <http://www.esma.europa.eu/index.php?page=foundingtexts>

¹⁰⁵⁴ Cf. Marie-Noëlle Dompé, « Les règles de bonne conduite », in Thierry Bonneau (sous la dir.), *Modernisation des activités financières*, Joly Éditions, 1996, 314 pp.

¹⁰⁵⁵ Il est vrai que cet exemple aurait pu être cité à propos du régulateur comme auteur des codes de conduite, cependant, le caractère professionnel de l'autorité, nous pousse à ranger cet exemple, du côté du privé en tant que source.

de portefeuille, par décision rendue par la COB¹⁰⁵⁶. La même autorité généralisa le règlement de déontologie de la gestion de portefeuille individualisé sous mandat le 3 avril 1997, et élaboré par l'association AGF-ASFFI¹⁰⁵⁷. Au Mexique, on peut citer le *código de mejores prácticas corporativas* CCE (1999) relatif à la prise des décisions d'administration de fonds des investisseurs. Il s'agit d'un texte à la base privé, repris par la CNBV (2000) dans la norme 11-33, et obligatoire pour les entreprises cotées à la *Bolsa Mexicana de Valores*¹⁰⁵⁸.

Dans un domaine plus récent, nous pouvons évoquer l'encadrement de l'ACP, laquelle peut utiliser une technique semblable, en vertu de l'article L. 612-29-1 CMF, sous demande de l'association professionnelle¹⁰⁵⁹.

2. Monde privé en tant qu'auteur

519. **Généralités.** En vertu de l'autonomie des volontés, les acteurs privés peuvent élaborer de règles qui vont régir leur activité. Parfois, ces règles prennent la dénomination de règles de bonne conduite et sont regroupées dans des ensembles dénommés *codes*. Il n'y a pas de nouveauté au-delà de leur portée juridique, exposée *infra*.

520. **La nouveauté.** La véritable nouveauté consiste en la reprise de la notion par les pouvoirs publics, lorsque ceux-ci obligent les acteurs privés à élaborer ce genre de normes, dans une mise en œuvre de l'autorégulation obligatoire. À cet égard, on peut évoquer la loi n° 2008-776 du 4 août 2008, sur la modernisation de l'économie qui évoque la mise en place de codes de conduite à l'initiative des professionnels (en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne ou d'assurance sur la vie), lesquels peuvent être homologués par le ministre chargé de l'Économie.

L'exemple de l'encadrement des conseillers en investissements financiers déjà cité, est aussi pertinent à cet égard. Remarquons, cette fois-ci, que la profession est définie et encadrée par

¹⁰⁵⁶ AFG-ASFFI code de déontologie des OPCVM établi en 1990 et actualisé en juin 1996 par un volet quant à la gestion individuelle, et Rapport annuel COB 1997, p.151, cités in Nikolina Apostolova, *préc.* p. 29.

¹⁰⁵⁷ Bulletin COB, septembre 1997. J. M. Boussin et G. de Lambilly, « Le mandat de gestion de portefeuille individuel et la responsabilité des intermédiaires », *Banque & Droit* n° 59 mai – juin 1998, p. 3, cités Nikolina Apostolova, *préc.* p. 30 et ss.

¹⁰⁵⁸ « Las nuevas regulaciones en México en el mercado financiero, La ética en transición a normatividad y ley ? », *Daena: International Journal of Good Conscience*. 2(1) : 17-25. Octobre 2006 – Marzo 2007. ISSN 1870-557X, pp. 17-25, *spéc.* p. 19-20, téléchargé de [www.spentamexico.org/revista/.../2\(1\)%2017-25_2007.pdf](http://www.spentamexico.org/revista/.../2(1)%2017-25_2007.pdf)

¹⁰⁵⁹ Art. L. 612-29-1 CMF « Lorsqu'en matière de commercialisation et de protection de la clientèle une association professionnelle, représentant les intérêts d'une ou plusieurs catégories de personnes relevant de la compétence de l'Autorité de contrôle prudentiel ou pouvant être soumise à son contrôle, élabore un code de conduite destiné à préciser les règles applicables à ses adhérents, l'Autorité vérifie sa compatibilité avec les dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables. L'association peut demander à l'Autorité d'approuver tout ou partie des codes de bonne conduite qu'elle a élaborés en matière de commercialisation et de protection de la clientèle. La publication de l'approbation par l'Autorité de ces codes les rend applicables à tous les adhérents de cette association dans les conditions fixées par les codes ou la décision d'approbation ».

la loi¹⁰⁶⁰ laquelle pose des exigences relatives à la qualification, l'honorabilité, etc. du conseiller. Toutefois, l'art. L. 541-4 CMF leur impose d'adhérer à une association professionnelle agréée par l'AMF. L'association doit (il s'agit donc bien d'une autorégulation obligatoire) faire approuver par l'autorité un code de bonne conduite auquel sont soumis ses membres¹⁰⁶¹.

Au Mexique, l'article 336 de la *Ley de mercado de valores* oblige les agences de notation à établir des codes de conduite¹⁰⁶².

Est-ce que ces normes sont vraiment à source privée ? Nous pensons que oui, que la délégation ne modifie pas sa nature, car ce sont les acteurs privés qui tant bien que mal, fixent le contenu de la norme. On revient, donc, aux privés comme sources de normes de bonne conduite, mais cette fois-ci, jouissant d'une autorisation légale, ce qui n'est pas sans conséquences à l'égard de leur portée juridique, question que nous allons analyser.

B. Portée des codes de conduite

521. **Besoin de distinguer.** La reprise par les législations, de la notion de code de conduite, oblige à différencier la portée des codes de conduite privés (1) et de codes de conduite publics (2).

1. Codes de conduite stricto sensu

522. **Plan.** Suivant l'idée courante qu'on se fait des codes de conduite, ceux-ci manquent de sanction mais ont un important effet incitatif (a). La question est plus controversable à l'égard des codes de conduites élaborés sous mandat du législateur (b).

a) A priori, le manque de sanction

523. **Absence de sanction.** La méconnaissance des codes de conduite élaborés par les acteurs privés n'est pas assortie d'une sanction étatique au sens restreint, en tout cas pas d'une sanction dérivée strictement du code. Il s'agit d'une caractéristique de toute évidence puisque les acteurs privés ne disposent pas du pouvoir de contrainte étatique. Ce que nous exposerons à propos de la *soft law* est en conséquence applicable ici.

¹⁰⁶⁰ V. Loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003.

¹⁰⁶¹ Un cas semblable est prévu dans la loi de régulation bancaire et financière : l'association professionnelle demande (c'est une faculté pour l'association) à l'ACP l'approbation des codes de bonne conduite que l'association a élaboré elle-même.

¹⁰⁶² Dans la mise en œuvre de ce processus nouveau, que nous visons sous le nom d'autorégulation obligatoire et qu'un auteur ne laisse pas de remarquer. V. Herberto Garcia *et al. préc.*, p. 21.

Lorsque les codes se limitent à préciser ou à compléter les règles établies par le législateur ou par l'autorité en vertu d'une habilitation législative, par exemple, dans les cas prévus à l'article L. 541-8-1 CMF, ils jouiront de la contrainte étatique si le juge fait sienne l'interprétation soutenue dans le code. À cet égard se pose la question de savoir si le juge est ou non lié à l'interprétation soutenue par le secteur privé dans le code. Pour y répondre, il nous semble que certaines précisions s'imposent :

Primo : Le juge est tenu à ce qui ressort de la norme législative et réglementaire, la norme privée ne peut pas enlever le caractère illicite de ce qui est condamné par la règle juridique.

Secundo : Si c'est seulement de l'examen de la norme élaboré par les acteurs privés qu'il résulte que la pratique analysée est condamnable, le juge devrait suivre l'interprétation. En effet, « comment ne pas condamner des pratiques que la profession condamne elle-même ? »¹⁰⁶³

524. **Important effet incitatif.** Les codes de conduite *stricto sensu* ont néanmoins un important effet incitatif. C'est pourquoi leur usage n'est pas négligé du point de vue juridique, car même s'ils ne sont pas juridiquement contraignants, ils le sont parfois, *de facto* car ils traduisent la discipline professionnelle¹⁰⁶⁴. Leur force résidera donc dans les moyens de persuasion ou de pression de la profession dont ils font partie. Par exemple, ils peuvent contenir la menace de rompre les relations d'affaires avec les partenaires qui ne respectent pas le contenu du code¹⁰⁶⁵. Cette force se voit accrue si le juge ou l'arbitre le rend obligatoire, le plus souvent en ayant recours à la notion de normes techniques de la profession ou en les utilisant pour doter les standards d'un contenu concret.

Il est également possible que les normes qu'ils contiennent soient incorporées dans les contrats d'adhésion ou dans les contrats types, elles sont donc contraignantes en vertu du contrat¹⁰⁶⁶. Les codes de conduite peuvent aussi servir de codification d'usages¹⁰⁶⁷. Ils font partie, dans ce sens, du droit mou ou de la *soft law* en plus de constituer un moyen d'intervention du privé dans l'élaboration des normes.

¹⁰⁶³ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 51 et ss.

¹⁰⁶⁴ Laurence Boy, *Normes, préc.* p. 11

¹⁰⁶⁵ Marie Brac, *préc.* p. 8.

¹⁰⁶⁶ Laurence Boy, *Normes, préc.* p. 12. Sur un échantillon de 118 codes d'entreprises, 58 % ne prévoyaient pas de sanction ou autre conséquence en cas de non-respect des codes.

¹⁰⁶⁷ Ce qui arrive en matière de franchise à travers le code de déontologie élaboré par la Fédération française de la franchise. Filali Osman, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ.*, n° 3 juillet – septembre 1995, pp. 509-531, *spéc.* p. 525.

b) Codes de conduites approuvés ou homologués

525. **Situation des codes homologués.** Lorsque les codes peuvent être homologués par le ministre chargé de l'Économie¹⁰⁶⁸, les normes contenues dans le code deviennent des normes coercitives au sens classique. Elles sont donc applicables même aux personnes qui ne font pas partie de l'association qui l'a élaboré, car le ministre dispose du pouvoir réglementaire. Par exemple, en matière bancaire, le code de conduite adopté par l'AFECEI et sa charte d'accessibilité est une norme juridique au sens classique. Ce dernier exemple est remarquable, car en cas de non-respect de ces normes, la responsabilité civile peut être engagée, « vu qu'il s'agit des règles protectrices de la clientèle »¹⁰⁶⁹.

526. **Situation des codes approuvés.** À cet égard, une distinction s'impose, selon que le pouvoir d'approuver les codes vient de la loi ou d'un texte de hiérarchie inférieure.

Lorsque les pouvoirs d'approuver, de publier et de sanctionner les codes privés sont conférés par la loi (c'est le cas de l'art. L. 612-29-1 CMF), on considère qu'il s'agit de normes obligatoires, car intégrées dans le champ normatif. La norme devient ainsi applicable au-delà du cercle de l'association qui l'a élaborée.

Les codes homologués ou approuvés sont ainsi qualifiés de forme hybride de régulation : œuvres de l'autorégulation, car émanant des professionnels, toutefois consolidées par les autorités réglementaires et législatives¹⁰⁷⁰.

Cependant, lorsque le pouvoir de les approuver, publier et sanctionner n'a pas son origine dans la loi, mais dans un texte de hiérarchie inférieure (c'est le cas de l'article 314-2 du Règlement général de l'AMF¹⁰⁷¹), la possibilité de les sanctionner par des autorités bancaires et financières est plus douteuse¹⁰⁷². Pour un auteur, aujourd'hui, en vertu de l'approbation, le code prend la valeur d'une norme de place, applicable aussi aux personnes qui ne font pas partie de l'association qui l'a élaboré. Voire, le code acquiert « une force contraignante égale

¹⁰⁶⁸ Art. 152, 3°, b) de la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie. Ord. n° 2008-1271, 5 décembre 2008, relative à la mise en place de codes de conduite et de conventions régissant les rapports entre les producteurs et les distributeurs, en matière de commercialisation d'instruments financiers, de produits d'épargne et d'assurance sur la vie : JO 6 décembre 2008, p. 18612. Cf. Michel Storck, « Codes de bonne conduite. Organisation professionnelle », *RD. banc. et fin.* juillet-août 2009, comm. 140, pp. 61-63 ; Commentaire : Commercialisation d'instruments financiers de produits d'épargne et d'assurance – Codes de conduite – Conventions de distribution. Ordonnance N° 2008 – 1271 du 5 décembre 2008, JO du 6 décembre 2008, p. 18612. *Banque & Droit*, N° 123, p. 41-42.

¹⁰⁶⁹ V. Thierry Bonneau, « Comptes bancaires - Droit au compte - Charte professionnelle - Règles de bonne conduite », *Banque & Droit*, n° 124 mars-avril 2009, p. 30.

¹⁰⁷⁰ Isabelle Riassetto, Michel Storck, « Les codes de bonne conduite en droit des marchés financiers : d'un code à l'autre », *Mélanges G. Wiederkehr*, Dalloz 2009, p. 669.

¹⁰⁷¹ Ancien Art. 321-25 du Règlement général de l'AMF, modifié par l'Arrêté du 3 octobre 2011.

¹⁰⁷² V. Thierry Bonneau, « Codes de bonne conduite », *Commentaire, RD. banc. et fin.*, n° 1, janvier 2007, 38.

à celle des dispositions législatives et réglementaires applicables aux professionnels concernés, dont la transgression constitue un "manquement" qui expose ses auteurs aux sanctions prévues par le Code monétaire et financier »¹⁰⁷³. On peut aussi considérer qu'il s'agit de normes qui font partie des règles des marchés réglementés¹⁰⁷⁴, donc, obligatoires.

Par exemple, dans l'encadrement des conseillers en investissements financiers, nous avons vu que l'art. L. 541-4 CMF impose aux associations professionnelles d'élaborer des codes de bonne conduite. Le règlement général de l'AMF¹⁰⁷⁵ ajoute une précision : le code « fait l'objet d'une approbation en qualité de règles professionnelles ». C'est donc, une norme réglementaire, et non pas une norme légale, qui vient élargir la portée du code.

De ce fait, les mêmes objections qu'on a pu évoquer à l'égard du pouvoir réglementaire de l'AMF et de son pouvoir d'élaborer une doctrine se posent donc, à l'égard de cette norme. Certes, le code proposé doit se conformer aux normes de bonne conduite énumérées dans l'article L. 541-8-1 CMF et aux précisions apportées par le règlement général de l'AMF ; force nous est de reconnaître que c'est la même loi qui permet que l'instrument élaboré par l'association précise et complète les normes légales et réglementaires, ce qui reconforte l'activité des associations.

Toutefois, à l'égard de l'AMF et de la portée qu'on lui a donnée¹⁰⁷⁶, on remarque qu'à la différence de la situation prévue dans la loi sur la modernisation de l'économie, la procédure d'incorporation dans le système juridique classique est différente, ne nécessitant pas une homologation de la part du ministre. C'est le régulateur qui publie l'approbation en la rendant applicable à tous les adhérents de cette association dans les conditions fixées par les codes ou la décision d'approbation¹⁰⁷⁷.

Cette objection pourrait en quelque sorte être évacuée, si on octroyait aux régulateurs le pouvoir de *constater* les bonnes pratiques professionnelles, comme le fait la loi concernant l'ACP. Ces règles deviendraient obligatoires par leur publication dans un recueil de codes de conduite, règles professionnelles et autres bonnes pratiques¹⁰⁷⁸.

¹⁰⁷³ Olivier Douvreur, *préc. spéc.* n° 7.

¹⁰⁷⁴ V. Thierry Bonneau et France Drummond, *op. cit.*, n° 553.

¹⁰⁷⁵ *Adde.* Art. 325-16 du Règlement général de l'AMF

¹⁰⁷⁶ V. Olivier Douvreur, *préc.*, n°7. L'auteur fait référence à l'article 314-2 du Règlement général de l'AMF, mais la problématique est la même.

¹⁰⁷⁷ Art. L. 612-29-1 CMF

¹⁰⁷⁸ Art. L. 612-29-1 CMF

2. Codes de conduite publics, la nouveauté

527. **Plan.** En vertu de la source publique de la norme, il est raisonnable de penser qu'il s'agit de normes obligatoires (a), toutefois, on peut essayer tirer des conséquences de la qualification de code de conduite (b).

a) Interprétation classique

528. **Normes contenues dans la loi.** Les règles de conduite établies par le pouvoir législatif telles que celles établies à l'article L. 541-8-1 CMF, devraient être considérées comme des normes légales au sens traditionnel, la dénomination de règle de conduite étant superflue¹⁰⁷⁹.

529. **Normes élaborées par le régulateur.** Les normes édictées par un régulateur en vertu d'une habilitation législative devraient aussi être considérées comme des normes juridiques traditionnelles, au moins aussi traditionnelles qu'une norme contenue dans un règlement quelconque. De ce fait, les règles de bonne conduite élaborées par l'AMF, en vertu de l'article 621-7, II CMF, sont obligatoires, car elles sont incorporées dans son règlement général.

Il faut remarquer que pendant un moment ni la loi ni l'ordonnance ne prévoyaient l'obligation d'établir un tel code, écartant la figure de l'autorégulation obligatoire et nous laissant face à une corégulation, une fois que le code en question était approuvé.

b) Questionnement de la technique

530. **À la base, une procédure incompréhensible.** Nous avons vu que les pouvoirs publics élaborent des règles qu'ils qualifient de règles de bonne conduite. Cette façon de procéder se rapproche de l'emprunt terminologique réalisé par les acteurs privés lorsqu'ils font référence au lexique juridique pour qualifier l'ensemble des règles élaborées par ses soins, comme *code*¹⁰⁸⁰. On peut comprendre que ces derniers veulent donner aux instruments qu'ils

¹⁰⁷⁹ Récemment, le Conseil d'État (CE 6e et 1re ss-sect. réunies, 28 mars 2011, n° 316521, Euroland Finance) a confirmé la sanction appliquée par l'AMF tant à l'égard d'un prestataire de services d'investissement, qu'à l'encontre de son dirigeant pour différentes fautes : d'abord pour procéder à un placement de titres sans bénéficiaire de l'agrément nécessaire. Ensuite, pour ne pas avoir respecté les règles de bonne conduite déterminées par les articles L. 533-11 et ss. CMF et par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (art. 314-1 et ss.).

¹⁰⁸⁰ Les acteurs privés empruntent aussi la terminologie employée par les régulateurs, ainsi LCH.Clearnet SA, utilise par exemple, l'expression « avis » pour désigner un « Document diffusé comme tel par LCH.Clearnet SA, et ses modifications subséquentes, visant à informer l'ensemble des Adhérents Compensateurs ou une catégorie d'entre eux sur des questions relatives au fonctionnement de la compensation des opérations et qui s'impose directement à ces Adhérents Compensateurs. Sauf indication contraire dans les Règles de la Compensation, les Avis ne couvrent que des aspects techniques et opérationnels en application des principes contenus dans les Règles de la Compensation ou dans une Instruction ». LCH.Clearnet SA, « Règles de la Compensation », 30 mars 2007. Téléchargeable in http://www.lchclearnet.com/images/draft_rulebook_30march2007_fr_tcm6-31897.pdf

élaborent une apparence de norme juridique, probablement pour renforcer leur degré d'influence sur les opérateurs. Cependant, l'emprunt terminologique réalisé par les pouvoirs publics est moins compréhensible.

On pourrait ainsi remettre en cause la légitimité de nos conclusions précédentes et essayer de tirer des conséquences de la qualification comme des règles de conduite données par le législateur à certaines règles. Ce faisant, veut-il retirer le caractère des règles contraignantes, ne poursuivant que l'objectif de formuler une recommandation ?

531. **Recommandations.** À ce propos, nous évoquons les mots du Professeur Gérard Farjat, qui affirme qu'au moins en principe, la source des codes de conduite (privée ou publique) ne modifie pas leur nature juridique, car bien qu'émanant d'une autorité publique, il n'y a pas force contraignante, à moins que l'autorité use « de ses prérogatives publiques pour assurer l'efficacité du code de conduite qui en est dépourvu »¹⁰⁸¹. Néanmoins, il faudrait déterminer quand le code est élaboré en usage des prérogatives publiques, et quand il ne l'est pas. La publication pourrait être un indice, cependant, même la doctrine de l'autorité est publiée.

532. **Légitimité.** D'ailleurs, on peut élargir la discussion et se demander si les législateurs peuvent formuler des recommandations. On pourrait considérer les règles contenues dans les codes comme des normes supplétives, donc à disposition des parties, mais pouvant être écartées par une manifestation de volonté des parties.

Au surplus, si on finit par accepter la légitimité des recommandations formulées par le législateur, il nous semble que l'obligation d'intelligibilité de la loi à la charge du législateur¹⁰⁸² l'oblige à préciser qu'il s'agit de règles non contraignantes. Autrement, comment les citoyens pourraient-ils connaître ce qui est défendu et ce qui est recommandé par la loi ?

Ces exigences ne nous semblent pas dépourvues de sens, compte tenu du fait que la législation anglaise les met en œuvre. En effet, la FSA Act, dans sa Section 64 (*Conduct: statements and codes*) dispose que l'autorité: « (1) (...) peut émettre des déclarations de principe à l'égard de la conduite attendue des personnes agréées. (2) Si l'Autorité émet une

¹⁰⁸¹ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 50. Cela est sans préjudice aux différences d'ordre factuel qui pourraient exister, par exemple, un juge serait davantage influencé par un code découlant d'une autorité publique.

¹⁰⁸² V. Cons. Const. Décision n° 99-421 DC du 16 décembre 1999. Disponible in <http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/francais/les-decisions/acces-par-date/decisions-depuis-1959/1999/99421-dc/decision-n-99-421-dc-du-16-decembre-1999.11851.html>

déclaration de principe en vertu du paragraphe (1), elle doit également émettre un code de pratique dans le but d'aider à déterminer si le comportement d'une personne est conforme à ladite déclaration de principe ou pas¹⁰⁸³ ». Remarquant son caractère non contraignant, le n° (8) de la Section 64 dispose: « Le défaut de se conformer à une déclaration de principe en vertu du présent article ne signifie pas en soi donner lieu à aucun droit d'action aux personnes affectées ni affecter la validité de toute transaction¹⁰⁸⁴ ». Il faut remarquer que la *FSA Act* fait référence aux codes de conduite que le régulateur peut adopter, et non pas aux codes de conduite que le législateur lui-même aurait édictés ; la norme ne permet pas de soutenir la légitimité des recommandations formulées par un législateur.

§2. La déontologie

533. **Définition.** La déontologie est « l'ensemble de devoirs de comportements professionnels des personnes physiques ou morales dans leurs relations avec les usagers et les autres membres de leur profession et qui ont un intérêt pour la profession elle-même »¹⁰⁸⁵.

Aujourd'hui, la déontologie des professions financières est réglementée fondamentalement par des dispositions législatives et réglementaires, c'est-à-dire, par le droit classique¹⁰⁸⁶. Cependant, l'autorégulation, qui pendant longtemps a été la règle dans ce domaine (A), continue à avoir une place dans le champ déontologique, avec certaines évolutions dans la technique (B).

A. Procédé essentiellement privé

534. **Plan.** N'ayant pas l'ambition d'épuiser un sujet aussi vaste, nous voulons au moins poser quelques repères autour de la déontologie. Pour ce faire, il faut la différencier d'autres phénomènes qui lui ressemblent (1) et décrire son fondement (2).

¹⁰⁸³ « (1) (...) may issue statements of principle with respect to the conduct expected of approved persons. (2) If the Authority issues a statement of principle under subsection (1), it must also issue a code of practice for the purpose of helping to determine whether or not a person's conduct complies with the statement of principle ». Traduction par nous.

¹⁰⁸⁴ « Failure to comply with a statement of principle under this section does not of itself give rise to any right of action by persons affected or affect the validity of any transaction ». Traduction par nous.

¹⁰⁸⁵ Jean-Louis Bergel, « Du concept de déontologie à sa consécration juridique », in *Droit et déontologies professionnelles*, Librairie de l'Université d'Aix en Provence, 1997, p. 9, spéc. p. 14, cité in Hélène Aubry, préc. p. 2504. *Adde.*, Bruno Gizard, Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière : brèves leçons : des règles de bonne conduite à la lutte antiblanchiment », RB édition, Paris, 2005, Collection : Les essentiels de la banque, Broché, 127 pp.

¹⁰⁸⁶ Olivier Douvreur, préc. spéc. n° 6

1. Différentiation avec d'autres implications du privé

535. **Ressemblances.** La déontologie constitue toujours une manifestation de la participation du monde privé dans le processus de régulation¹⁰⁸⁷. De ce fait, elle possède une ressemblance avec plusieurs phénomènes qui impliquent la même participation.

536. **Le droit professionnel.** La déontologie présente des ressemblances avec le droit professionnel¹⁰⁸⁸. Pour les différencier, le Professeur Charley Hannoun¹⁰⁸⁹ soutient que les règles déontologiques sont élaborées par des instances normatives composées d'intérêts externes à la profession, alors que le « droit des professions organisées », en revanche, émane exclusivement des ordres professionnels¹⁰⁹⁰, étant destiné à assurer la cohésion autour d'un métier¹⁰⁹¹. Les objectifs seraient donc différents, tout comme la source de ces deux instruments.

Pour sa part, le Professeur Farjat soutient que la déontologie ne découle pas d'une source privée : elle est élaborée par des ordres professionnels qui sont des personnes publiques, car la tutelle administrative et le contrôle juridictionnel exercés sur les ordres professionnels font de ces derniers des personnes publiques¹⁰⁹². La surveillance évoquée par le Professeur Farjat peut doter de légitimité juridique la tâche développée par les ordres professionnels, mais elle ne change pas le caractère privé desdites organisations, ce que semble reconnaître le Professeur Farjat lorsqu'il affirme que « le sceau de l'État n'oblitére pas le corporatisme »¹⁰⁹³.

À notre avis, les règles déontologiques pourraient être différenciées des normes professionnelles en fonction de leurs objectifs : les premières cherchent à maintenir un équilibre entre diverses catégories d'intérêts¹⁰⁹⁴, alors que les règles professionnelles visent un intérêt plus restreint, celui du métier en question. On pourrait aussi penser que les règles

¹⁰⁸⁷ *Contra*, Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 49.

¹⁰⁸⁸ Un auteur a établi aussi des différences entre l'autorégulation et la déontologie soutenant en plus que les normes déontologiques sont normativement supérieures aux normes autorégulatrices. V. Georges Jade Laktineh, « Déontologie professionnelle et responsabilité civile dans les marchés boursiers (étude de droit comparé français et américain) ». *Thèse Aix-Marseille*, 2004, 502 pp.

¹⁰⁸⁹ Charley Hannoun, *préc.*, p. 429.

¹⁰⁹⁰ « (...) des organismes corporatifs qui ont reçu de la puissance publique le pouvoir d'organiser et de se discipliner », Charley Hannoun, *préc.*, p. 429.

¹⁰⁹¹ En France, seules les professions organisées en ordre et dont la loi a prévu un code de déontologie peuvent y avoir recours. Anne Penneau, *préc.*, note de bas de page n° 13.

¹⁰⁹² Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 49. V. CE, ass., 2 avril 1943, *Bouguen*, Lebon, 86 ; S. 1944. 1.3, concl. Lagrange, note A. Mestre. Hélène Aubry ne semble pas non plus faire de distinction lorsqu'elle affirme que le terme déontologie « est associé aux règles adoptées par les ordres professionnels ». Hélène Aubry *préc.* p. 2504.

¹⁰⁹³ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 49.

¹⁰⁹⁴ V. *Supra* N°534.

professionnelles sont le genre et les règles déontologiques l'espèce, caractérisée par la prise en compte d'intérêts autres.

537. **Les codes de conduite.** Nous considérons que le code de conduite est un des supports possibles de la déontologie, ou, dit différemment, que le code de conduite est le contenant et la déontologie son contenu. De ce fait, et considérant les différences posées par rapport au droit professionnel, il peut exister des codes de conduite déontologiques, et des codes de conduite professionnels, selon les instances qui ont participé à leur élaboration.

538. **Les usages.** La déontologie et les codes de conduite peuvent aussi être ramenés aux usages, mais les trois n'ont en commun que le fait d'être une source non étatique de règles applicables à une profession¹⁰⁹⁵. En effet, la déontologie et les codes de conduite peuvent être soulevés dans des domaines où il n'y a pas d'usage préexistant. Ils peuvent aussi permettre de modifier les mauvais usages en créant de nouvelles règles. De surcroît, selon le Professeur Farjat, les usages et les codes de conduite occupent des positions inverses. Le premier est l'achèvement d'un processus de création de normes, alors que les codes constituent eux-mêmes un procédé de création de normes¹⁰⁹⁶.

2. Fondements de la déontologie

539. **La quête d'un équilibre d'intérêts.** Dans la déontologie, comme dans toute forme d'intervention du privé, on associe les destinataires des règles à leur production. En même temps, on cherche à maintenir un équilibre entre diverses catégories d'intérêts représentés dans les organismes professionnels¹⁰⁹⁷. Une instance créatrice de normes déontologiques devrait donc assurer la présence de représentants d'intérêts externes à la profession, pouvant même réunir plusieurs professions institutionnellement séparées¹⁰⁹⁸. Dans le cas contraire, on serait en présence d'un code professionnel.

Dans ce sens, la rédaction de l'art. L. 621-9 II CMF¹⁰⁹⁹ semble correcte lorsqu'elle parle d'« obligations professionnelles » et non pas des obligations déontologiques. Également, la « Charte de bonnes pratiques "cadre de rémunération par les sociétés de gestion des services

¹⁰⁹⁵ Charley Hannoun, *préc. spéc.* p. 434.

¹⁰⁹⁶ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 54.

¹⁰⁹⁷ Charley Hannoun, *préc., spéc.* p. 421.

¹⁰⁹⁸ Charley Hannoun, *préc. spéc.* p. 429.

¹⁰⁹⁹ « L'Autorité des marchés financiers veille également au respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des dispositions législatives et réglementaires, les entités ou personnes suivantes ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte... ».

fournis par les intermédiaires de marché" »¹¹⁰⁰, élaborée par l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) et l'Association française de la gestion financière (AFG) peut être considérée un instrument déontologique, car il y a eu une collaboration entre entités appartenant à des domaines différents. Également, le « Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat »¹¹⁰¹ adopté par l'AFG, mais soumis pour avis à l'AFECEI, prend aussi en compte l'avis d'une entité différente.

Il nous semble souhaitable que le cercle de personnes dont l'avis est pris en compte au moment d'élaborer les normes déontologiques soit élargi.

Aujourd'hui, comme en matière de codes de conduite, la déontologie est reprise par les pouvoirs publics de plusieurs façons, ce qui définit les principaux traits de son évolution.

B. Évolution de la technique

540. **Délégation de pouvoirs.** Nous avons dit que la déontologie se caractérise par son origine privée, elle n'a pas besoin des pouvoirs publics pour exister. Néanmoins, aujourd'hui il y a des règles déontologiques qui sont accompagnées d'une délégation de pouvoirs accordée soit aux organismes professionnels, soit aux autorités administratives compétentes (règles déontologiques par délégation)¹¹⁰².

541. **La délégation au régulateur.** Dans ce cas, considérant que la source est une autorité, on pourrait nier le caractère déontologique de ces règles. Cependant, si on considère la composition fortement professionnelle d'une entité telle que l'AMF, on peut légitimement leur donner le caractère de normes déontologiques. Au surplus, les membres non professionnels de l'autorité remplissent le rôle de représenter des intérêts étrangers à ceux des opérateurs des marchés financiers.

542. **Contrôle de la déontologie.** La principale évolution concerne l'instance disciplinaire chargée de sanctionner les manquements. On est en train de passer d'un régime où les opérateurs sont jugés par leurs pairs, avec les problèmes de conflit d'intérêts subséquents, à un système en vertu duquel ils sont sanctionnés par des formations disciplinaires spécialisées

¹¹⁰⁰ Disponible in http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=96&Itemid=85&lang=fr

¹¹⁰¹ Approuvées par le conseil d'administration de l'AFG le 10 décembre et par le collège de l'AMF le 15 décembre 2009

¹¹⁰² Cf. Hélène Aubry, *préc., spéc.* p. 2504 et 2505.

formées par les représentants des différents acteurs de marché et des magistrats¹¹⁰³.

Ainsi, en France, l'article 621-15 II CMF établit que la CDS de l'AMF peut prononcer une sanction à l'encontre de certaines personnes si elles enfreignent leurs obligations professionnelles définies par les lois et les règlements, et les règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers. Il est vrai que la norme ne parlant pas des obligations déontologiques, on peut se poser la question de la compétence de la CDS à l'égard des textes tels que la Charte de bonnes pratiques élaborée par l'AFEI et l'AFG ou le « Règlement de déontologie des OPCVM et de la gestion individualisée sous mandat » adopté par l'AFG¹¹⁰⁴. Si on conclut que les règles déontologiques sont une espèce de règle professionnelle, on peut donner une réponse affirmative, au moins à l'égard du dernier texte cité, car il a été approuvé par l'AMF.

La profession d'audit est aussi soumise à un contrôle par une instance indépendante : le haut conseil du commissariat aux comptes (H3C), créé par la loi de sécurité financière de 2003, lequel a pour mission de superviser la déontologie et les normes d'exercice professionnel des commissaires aux comptes. Elle est aussi l'instance d'appel en matière disciplinaire¹¹⁰⁵.

543. Au niveau des destinataires. Certains auteurs remarquent que les catégories de personnes soumises aux règles déontologiques financières ont été élargies¹¹⁰⁶. En France, avant 1988, elle ne concernait que les seuls agents de change et leurs principaux collaborateurs, alors qu'aujourd'hui, elle concerne les personnes mentionnées aux numéros 1° à 8° et 11° à 17° du paragraphe II de l'article L. 621-9¹¹⁰⁷, de même que les personnes

¹¹⁰³ Cf. Bruno Gizard et Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », p. 157-182, in Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, (sous la dir.) *Mélanges AEDBF France*, III, 2001, spéc. p. 160 et ss.

¹¹⁰⁴ Approuvées par le conseil d'administration de l'AFG le 10 décembre et par le collège de l'AMF le 15 décembre 2009.

¹¹⁰⁵ Il faut remarquer que le caractère déontologique de certaines des normes ici évoquées est incertain, considérant la source des normes : l'autorité et non les acteurs privés.

¹¹⁰⁶ Bruno Gizard et Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », *préc.* p. 162 et ss.

¹¹⁰⁷ Art. L. 621-9 II CMF : « L'Autorité des marchés financiers veille également au respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des dispositions législatives et réglementaires, les entités ou personnes suivantes, ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte :

1° Les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France, ainsi que les personnes morales placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ;

2° Les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1 ;

3° Les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers ;

4° Les membres des marchés réglementés non prestataires de services d'investissement ;

5° Les entreprises de marché ;

6° Les chambres de compensation d'instruments financiers ;

physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux numéros 1° à 8° et 11° à 17° du paragraphe II de l'article L. 621-9. La conclusion est exacte si on estime que les règles déontologiques sont comprises dans les règles professionnelles.

Au surplus, la déontologie est également utilisée vis-à-vis des régulateurs : aux États-Unis, les commissaires et le personnel de la SEC sont soumis aux dispositions prévues par *l'Ethics in Government Act* de 1978, de même qu'à celles figurant à l'article 4 de *l'Exchange Act*, et à celles que la SEC a elle-même adoptées. Il s'agit de règles qui sont aussi applicables après le retour des membres dans le secteur privé¹¹⁰⁸. En France, les membres de l'AMF sont soumis aux règles déontologiques établies dans son règlement général¹¹⁰⁹. En Angleterre, tous les organismes du secteur public doivent respecter les sept principes *Nolan*¹¹¹⁰ : le désintéressement, l'intégrité, l'objectivité, la responsabilité, la transparence, l'honnêteté et l'exemplarité. Pour cela, chaque NDPB (*non-departmental public bodies*) doit élaborer un code de déontologie¹¹¹¹. En 2010, suite à la loi de régulation bancaire et financière, une charte des droits et des devoirs des enquêteurs¹¹¹² a été instituée, laquelle ne modifie pas les règles en vigueur relatives aux enquêtes, mais, dans un souci de transparence, officialise dans un document les droits et devoirs des enquêteurs et des personnes mises en cause¹¹¹³, ce qui peut aussi être analysé comme un instrument déontologique.

7° Les organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion ;

8° Les intermédiaires en biens divers ;

9° Les personnes habilitées à procéder au démarchage mentionnées aux articles L. 341-3 et L. 341-4 ;

10° Les conseillers en investissements financiers ;

11° Les personnes, autres que celles mentionnées aux numéros 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières ;

12° Les dépositaires d'organismes de placement collectif ;

13° Les évaluateurs immobiliers ;

14° Les personnes morales administrant des institutions de retraite professionnelle collectives mentionnées au I de l'article 8 de l'ordonnance n° 2006-344 du 23 mars 2006 ou des plans d'épargne pour la retraite collectifs mentionnés à l'article L. 443-1-2 du code du travail ;

15° Les agents liés mentionnés à l'article L. 545-1 ;

16° Les agences de notation de crédit mentionnées à l'article L. 544-4 ;

17° Les associations professionnelles de conseillers en investissements financiers agréées mentionnées à l'article L. 541-4.

¹¹⁰⁸ Ces obligations déontologiques impliquent des déclarations de patrimoine, des restrictions sur les transactions, et l'interdiction d'entrer en contact avec l'agence après l'avoir quittée pendant une certaine période.

¹¹⁰⁹ Livre I, Titre et Chapitre 1 du Règlement général.

¹¹¹⁰ Principes élaborés par la commission d'enquête dénommée « *Committee on Standards in Public Life* », présidée par un juge de la Chambre des Lords, Lord Nolan.

¹¹¹¹ John Bell, « L'expérience britannique en matière d'autorités administratives indépendantes », pp. 401-410, *spéc.* p. 407, in CE, *Les autorités administratives indépendantes*, Rapport public 2001, téléchargé in <http://www.conseil-etat.fr/cde/node.php?articleid=432>

¹¹¹² Jean-Pierre Jouyet, l'annonce a été faite suite à l'affaire *EADS*. Un document d'information a été mis en ligne en octobre 2009 et elle a été créée en décembre 2010.

¹¹¹³ Olivia Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *préc., spéc.* p. 4.

§3. La notion de responsabilité sociale de l'entreprise

544. **Définition.** La responsabilité sociale de l'entreprise (dorénavant RSE, mais aussi connue sous les dénominations de « développement durable » ou « enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) ») a été définie comme l'« intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et écologiques et leurs relations avec leurs parties prenantes »¹¹¹⁴, c'est-à-dire salariés, actionnaires, investisseurs, consommateurs, pouvoirs publics et ONG. Elle est une manifestation de la rencontre entre les tendances éthiques et autorégulatrices¹¹¹⁵, et c'est ce dernier fait qui justifie son évocation dans le cadre de ce travail, alors même qu'il s'agit d'un sujet qui affecte l'ensemble des entreprises, et pas seulement les entreprises financières, cependant, il faut pas oublier que celles-ci font « l'objet d'une surveillance spécifique par des groupes ou des organismes non gouvernementaux – parfois en lien avec des organismes internationaux tels que les Nations Unies – dont la préoccupation est de promouvoir le développement durable, ce qui les conduit à diffuser, via internet, des études consacrées à la mise en œuvre, par les entreprises bancaires et financières, des principes gouvernant le développement durable »¹¹¹⁶.

545. **RSE et marchés financiers.** La RSE signifie essentiellement que ce sont les entreprises elles-mêmes qui décident de leur propre initiative de contribuer à certaines finalités éthiques : respecter l'environnement, les droits de l'homme, les droits des communautés autochtones, etc. Cette démarche est notamment réalisée à travers les instruments du droit mou tels que les codes de conduite ou la production des rapports qui deviendront publics.

La RSE concerne les marchés financiers¹¹¹⁷ (aspect financier de la RSE) de plusieurs formes (A), mais la prise en compte des données extrafinancières reste encore marginale (B).

A. Entreprises cotées comme des destinataires de la RSE

546. **Manifestations.** La RSE concerne, entre autres, mais pas exclusivement, les entreprises cotées. Une communication de la commission de développement durable évoque

¹¹¹⁴ Commission des communautés européennes, « Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », *Livre vert*, COM, 2001, 366 final, p. 7. Téléchargé in http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/com/2001/com2001_0366fr01.pdf; Cf. Jean-Paul Mingansson, « La responsabilité sociale des entreprises concept et place dans l'agenda européen », *LPA*, 26 février 2004, n° 41, p. 7.

¹¹¹⁵ Pascal Deumier, Philippe Jacques, *préc.* p. 77.

¹¹¹⁶ Sur ce sujet Cf. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 2013, Bruylant, 346 pp., *spéc.* N°507 et ss.

¹¹¹⁷ En matière bancaire V. Thierry Bonneau, *Droit bancaire, préc., spéc.*, n° 214.

celles-ci en affirmant : « Toutes les sociétés cotées en bourse comptant au moins 500 personnes sont invitées à décrire leur "triple approche" dans les rapports annuels destinés aux actionnaires, ce qui permet de mesurer leurs résultats par rapport à certains critères économiques, environnementaux et sociaux »¹¹¹⁸.

La création des indices boursiers de valeur éthique, tels que le *Domini 400 Social Index* (DSI) et le *Dow Jones Sustainable Index*, la prise en compte de données environnementales par des indices environnementaux¹¹¹⁹, l'existence des notions telles que « les considérations environnementales sociales et de gouvernance (ESG) », « les principes d'investissement responsable (PRI) », « l'investissement socialement responsable (ISR) »¹¹²⁰, la notion d'audit social¹¹²¹, d'agence de notation extrafinancière¹¹²² et la comptabilité verte¹¹²³, sont la démonstration du fait que la RSE est un critère qui intéresse certains intervenants dans des marchés boursiers¹¹²⁴.

¹¹¹⁸ Commission Développement durable en Europe pour un monde meilleur : stratégie de l'Union européenne en faveur du développement durable (Proposition de la Commission en vue du Conseil européen de Göteborg) /* COM/2001/0264 final */, téléchargé in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52001DC0264:FR:HTML>

¹¹¹⁹ « En France, une demi-douzaine d'agences vend des listes d'entreprises notées selon des critères environnementaux et sociaux à des sociétés de gestion. C'est le cas de l'Américaine *Innovest*, de la Suisse *Sam* (qui produit l'indice Dow Jones Sustainable Index), de la Française *Vigeo* (qui gère l'indice Aspi Eurozone), d'Eiris, un organisme britannique à but non lucratif (qui produit l'indice FTSE4Good) et de *Deminor Ratings* (qui note la gouvernance d'entreprise). *BMJ Ratings* (dont Fimalac, propriétaire de l'agence de notation financière *Fitch*, est actionnaire de référence) vend, quant à elle, des notations aux entreprises » Cf. Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc. spéc.* p. 4

¹¹²⁰ C. Malecki, « L'investissement socialement responsable : un "must have" de la RSE », in C. Malecki (dir.) « La Responsabilité Sociale des Entreprises », *Journal des sociétés*, n° 69, octobre 2009, p. 41 ; « L'investissement socialement responsable : quelques problématiques actuelles », *Rev. Lamy dr. aff.*, juillet, 2009, p. 61 ; N. Cuzacq, « Aspects juridiques de l'investissement responsable », in *Mélanges J. Dupichot*, Bruylant 2005, p. 129 ; I. Riassetto, « Investissement éthique », in dans F. Messner *et alii* (dir.), *Traité de Droit français des religions*, Litec 2003, n° 2130, tous cités in Ivan Tchotourian, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *RD. banc. et fin.* n° 3, mai 2011, étude 21.

¹¹²¹ Définie comme l'opinion émise par un auditeur indépendant et compétent sur la qualité de l'information sociale et sur celle des outils de pilotage social d'une organisation. « Encyclopédie de la Gestion et du Management », Dalloz, 2003, 72. Cf. A. Couret et J. Igalens, « L'audit social », *Que sais-je ?*, P.U.F., 1988, p.6, cités in Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc.*, p. 4.

¹¹²² François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *RD. banc. et fin.*, n° 1, Janvier 2012, étude 3, n° 3.

¹¹²³ Elle cherche à mettre en évidence les données environnementales dans des documents comptables et à établir des indices de performance environnementale. Dossier : « La comptabilité de l'environnement », *R.F.C.*, novembre 1995, n° 272, p.13. Pour plus de détails : François Guy Trébulle, « L'environnement en droit des affaires », *Mélanges Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p.1035, *spéc.* p.1048.

¹¹²⁴ En 2010 et dans le cadre des Nations Unies, le *Sustainable Stock Exchanges 2010 Global Dialogue* s'est tenu en Chine. Sur les facteurs qui donnent origine à cet intérêt Cf. François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.*, n° 1.

B. RSE : une pratique encore marginale

547. **Plan.** Alors que le secteur financier pourrait jouer un rôle crucial dans le développement de la RSE, en investissant dans des activités économiques ou des projets publics qui en respectent les principes¹¹²⁵, un regard rapide sur la réalité montre que ces préoccupations sont encore marginales dans la communauté financière. Nous exposerons certaines défaillances qui peuvent être à l'origine de cette marginalité (1), ainsi que les mesures prises par la régulation des marchés financiers annonçant des changements en la matière (2).

1. Défaillances de la RSE

548. **Responsabilité... de l'entreprise ?** Déjà, le concept d'entreprise est une notion juridique problématique qui empêche d'imputer à une personne déterminée la responsabilité d'un acte ou d'un manquement dommageable¹¹²⁶. Ce qui permet à certains de nier la juridicité des engagements pris par les entreprises¹¹²⁷ : « (...) L'étude de la jurisprudence très maigre, voire rarissime, ne permet pas d'affirmer, dans l'état actuel, que la charte a une valeur juridique autonome et soit une source de droit ».

Pour y remédier, le Professeur Oppetit envisageait la possibilité de formaliser les chartes d'entreprise à travers une meilleure structuration du milieu concerné et d'accroître la légitimité de l'instance régulatrice¹¹²⁸. Question qui, selon cet auteur, passe par une autolimitation du droit étatique au profit des règles émanant d'autres institutions¹¹²⁹, une tolérance plus grande par les juridictions étatiques vis-à-vis des normes professionnelles, et une objectivité et une rigueur plus importantes dans la régulation de leurs activités par les professionnels¹¹³⁰.

À notre avis, il n'est pas possible d'envisager encore plus d'autolimitations du droit étatique, mais nous n'allons cependant pas jusqu'à préconiser sa formalisation par les instruments classiques de régulation. En effet, c'est plutôt grâce à un mélange de mécanismes

¹¹²⁵ « Propositions pour une stratégie nationale de développement durable », mars 2002.

¹¹²⁶ Elle tend à devenir un moyen pour l'entrepreneur de « (...) disparaître derrière les masques d'une foule de personnalités morales et de fuir ainsi les responsabilités inhérentes à son action économique » A. Supiot, « Du nouveau au self-service normatif : la responsabilité sociale des entreprises », *Études offertes à J. Péliissier*, Dalloz, 2004, p. 541 *spéc.* p.552-553 cité in Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc.* p. 13.

¹¹²⁷ D. Berra et N. Causse, « La portée juridique des chartes d'entreprises et le droit du travail français », *Éthique en entreprise*, Librairie de l'Université d'Aix-en-Provence, 2001, p. 285, cité in Ivan Tchotourian, *idem*, p. 14.

¹¹²⁸ Bruno Oppetit, « Éthique et droit des affaires », *Mélanges A. Colomer*, Litec, 1993, p. 332.

¹¹²⁹ *Idem.*

¹¹³⁰ V. Georges Jade Laktineh, *op. cit.*

(l'obligation de transparence, l'obligation de produire des rapports de gestion, de rendre publics les facteurs de risques, et l'obligation de protection des investisseurs) que la RSE a pu se développer et acquérir plus de juridicité à travers les mécanismes que nous examinerons *infra*¹¹³¹.

549. **Self-service normatif.** Il faut aussi remarquer qu'aujourd'hui, il n'y a pas vraiment de critères sociaux qui soient communs à la plupart des pays, même si les documents relatifs à la matière abondent, tant sur le plan national qu'international. Cela se traduit par une sorte de « self-service normatif »¹¹³² au service des entreprises et justifie la demande d'un « développement d'indices et de standards en la matière, assis sur les meilleures pratiques et donnant lieu à une coopération de l'ensemble des acteurs (régulateurs, sociétés, analystes...) »¹¹³³. En effet, la notion même d'ISR n'est pas certaine, pouvant évoquer :

L'intégration « dans une décision d'investissement de considérations éthiques, religieuses, sociales, sociétales ou environnementales (*community investing*) »¹¹³⁴, ou bien, l'exclusion d'investissements contestables (*fonds d'exclusion ou negative screening*) ; ou un investissement « dans le capital de sociétés répondant à une sélection financière et extrafinancière basée sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance (*fonds ISR ou positive screening*) »¹¹³⁵ ; ou tout simplement un « comportement proactif d'investisseurs afin de faire évoluer la direction de l'entreprise via le dialogue direct, l'exercice des droits de vote en assemblées générales et/ou le dépôt de résolutions lorsque le dialogue est infructueux (*activisme actionnarial ou shareholder advocacy*) »¹¹³⁶.

Toutefois, la principale source de l'insuffisance de la RSE est partagée par tous les instruments d'autorégulation : l'essentiel de la RSE reste dans le domaine du volontaire. Même lorsque la notion est évoquée dans la législation, ce n'est pas pour la sanctionner de manière classique. Au niveau de l'Union européenne, la communication de la commission du

¹¹³¹ V. *Infra* N°754 et ss.

¹¹³² A. Supiot, « Du nouveau au self-service normatif : la responsabilité sociale des entreprises », études offertes à J. Pélissier, Dalloz, 2004, p. 541 *spéc.* p. 543, cité in Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc.*, p. 4.

¹¹³³ L'EIRIS (www.eiris.org) « Sustainable Stock Exchanges : improving ESG standards among listed companies », François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 1.

¹¹³⁴ Ivan Tchotourian, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *préc.* n° 2.

¹¹³⁵ *Idem.*

¹¹³⁶ *Idem.*

27 octobre 2010¹¹³⁷ se limite à prôner l'exploration « des mesures pouvant *encourager* les investissements privés - notamment de long terme - à contribuer plus activement à la réalisation des objectifs de la stratégie Europe 2020. Ces mesures pourraient avoir trait à la réforme de la gouvernance des entreprises, créer des incitatifs à l'investissement de long terme, durable et éthique qu'exige une croissance intelligente, verte et inclusive »¹¹³⁸.

Au Royaume-Uni, la démarche passe par la création d'un ministère de la Responsabilité sociale des entreprises qui a été nommé en mars 2000, et par un groupe interministériel qui a aussi été créé afin d'améliorer la coordination des activités visant à promouvoir la RSE au sein du gouvernement.

2. Progrès de la RSE

550. **Évolution.** Certains changements opérés dans la régulation des marchés financiers paraissent annoncer un renforcement de l'encadrement et du contrôle des données extrafinancières¹¹³⁹.

551. **Le jeu de l'information et de la protection des investisseurs.** Un peu plus concrètement, l'article 64 de la loi française relative aux nouvelles régulations économiques impose aux entreprises de tenir compte des conséquences sociales et environnementales de leurs activités (...) dans l'élaboration de leurs rapports annuels. Il appartient aux commissaires aux comptes de procéder à la vérification de la sincérité et de la concordance avec les comptes annuels des informations sociales et environnementales présentées dans le rapport de gestion¹¹⁴⁰.

Plus concrètement, la loi du 12 juillet 2010 oblige les sociétés de gestion à « prendre en compte et divulguer les critères extrafinanciers utilisés dans leur choix d'investissement »¹¹⁴¹.

Dans la même voie, la SEC, dans une position du 8 février 2010, a considéré que les informations relatives à des risques climatiques devaient être considérées comme importantes

¹¹³⁷ Vers un Acte pour le Marché unique, pour une économie sociale de marché hautement compétitive, 50 propositions pour mieux travailler, entreprendre et échanger ensemble. Bruxelles, le 27 octobre 2010 COM(2010) 608 final.

¹¹³⁸ Cité in François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 2. Italiques par nous.

¹¹³⁹ D'autres exemples dans la législation française in Ivan Tchotourian, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *préc.* n° 6-7.

¹¹⁴⁰ C. com., art. R. 823-7.

¹¹⁴¹ V. Art. L. 533-22-1 CMF. Loi portant engagement national pour l'environnement, connue sous la dénomination de « loi Grenelle II », Cf. Ivan Tchotourian, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *préc.*

« s'il y a une possibilité qu'un investisseur raisonnable puisse considérer qu'elle soit importante afin de prendre une décision quant au vote ou en matière de placement, ou si l'information modifierait l'ensemble de l'information disponible »¹¹⁴².

Cependant, la détermination des informations pertinentes n'est pas encore suffisamment claire, car le régulateur américain connaissant certains projets de résolutions des assemblées générales a estimé, dans un cas, que l'usage de pesticides par des fermiers pour tuer des espèces menacées ne portait pas sur un enjeu significatif pour le producteur de ces substances¹¹⁴³. Par contre, Exxon Mobil « ne pouvait évincer une résolution relative à la politique globale de l'entreprise sur le respect du droit de l'homme à l'eau, indépendamment de l'existence de son "*Corporate Citizenship Report*" »¹¹⁴⁴. À la lumière d'une analyse générale des décisions de la SEC, le Professeur Trébulle remarque que la prise en compte des droits fondamentaux dans la politique de l'entreprise, l'exigence de préparation de rapports de développement durable par les fournisseurs ou l'instauration d'un comité consacré aux droits de l'homme ont été considérées comme des thèmes suffisamment importants pour que les résolutions proposées soient présentées.

Quant au régulateur français, il a réalisé un rapport sur l'information sociale et environnementale publiée par les sociétés cotées dans leurs documents de référence¹¹⁴⁵, consacrant ainsi l'implication de la RSE dans la gouvernance d'entreprise¹¹⁴⁶. Dans une démarche un peu douteuse en ce qui concerne la compétence de l'autorité pour définir les modalités de présentation de l'information¹¹⁴⁷, elle demande que les procédures de contrôle internes mises en place comprennent également les risques extra-financiers, c'est-à-dire les risques sociaux et environnementaux, posant aussi certaines exigences formelles, par exemple, l'autorité recommande que les sociétés indiquent quel référentiel leur a permis de recenser et de consolider leurs données extrafinancières, ainsi que de renvoyer vers le site officiel du référentiel. Dans le cas où la société n'indique pas un référentiel, elle doit être plus

¹¹⁴² « SEC Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change; Final Rule », Federal Register/Vol. 75, n° 25, 8 février 2010.

¹¹⁴³ 25 févr. 2011, cité in François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 5.

¹¹⁴⁴ 17 et 18 mars 2011, *Idem*.

¹¹⁴⁵ AMF, Recommandation n° 2010-13 du 2 décembre 2010 « Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », en ligne http://www.amf-france.org/documents/general/9734_1.pdf. V. Thierry Bonneau, « Recommandations AMF et RSE », *préc.* ; Catherine Malecki, « Les recommandations de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », *JCP E* n° 51, décembre 2010, 2140.

¹¹⁴⁶ Catherine Malecki, *préc.*

¹¹⁴⁷ Dans ce sens, Thierry Bonneau, « Recommandations AMF et RSE », *préc.*

explicite sur le sujet¹¹⁴⁸.

Dans le même ordre d'idées, le rapport de l'AMF sur le comité d'audit du 22 juillet 2010 inclut, parmi les risques à analyser, les risques juridiques et environnementaux ou ceux liés à l'éthique.

Le Professeur Trébulle remarque les vertus de la technique : « comparabilité et de souplesse maintenue pour qu'il ne s'agisse pas simplement d'une information formelle mais bien de données signifiantes »¹¹⁴⁹.

Le renforcement de l'encadrement et du contrôle sur l'information donnée¹¹⁵⁰ est d'ailleurs souhaitable, compte tenu des résultats qui affleurent de l'évaluation de l'intervention du privé, qu'on analyse ci-après.

Section 3 : L'évaluation de l'intervention du privé

552. **Plan** L'évaluation d'un dispositif quelconque doit être réalisée à l'égard de ses objectifs, mais elle ne peut pas s'y limiter. Il faut incorporer, dans l'examen, les conséquences de tout ordre (§1), y compris ses effets potentiels (§2). C'est ce que nous essayons de faire concernant l'intervention du privé comme nouvelle forme de régulation.

§1. L'évaluation à l'égard des objectifs de la régulation et au-delà

553. **Fondements.** Plusieurs faits, tels que la diversité des métiers agissant dans les marchés financiers, la technicité des produits et la complexité des montages, ont conduit l'État, notamment le législateur, à perdre la maîtrise du système financier¹¹⁵¹. Un auteur affirme que « (...) toutes les fonctions de contrôle et de régulation des activités financières ont été déléguées des instances étatiques aux autorités professionnelles, puis relayées des autorités professionnelles au déontologue »¹¹⁵². Si cette délégation est justifiée en fonction de certains points de vue, elle a conduit à un effacement net de l'État, qui est, après tout, le prêteur en dernier ressort¹¹⁵³. Mise à part cette critique, il nous semble important de souligner que la régulation en vigueur est adaptée aux besoins des destinataires directs de la régulation (A), ce qui entraîne l'éviction d'autres intérêts qui sont, eux aussi, légitimes (B).

¹¹⁴⁸ V. AMF, Recommandation n° 2010-13 du 2 décembre 2010, p. 21.

¹¹⁴⁹ François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 3.

¹¹⁵⁰ Sur les faiblesses encore existantes Cf. Catherine Malecki, *préc.* n° 4 et ss.

¹¹⁵¹ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 17.

¹¹⁵² Beinan Xue-Bacquet, *préc.*

¹¹⁵³ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 18.

A. Régulation adaptée aux besoins des régulés

554. **Démonstration.** Si on fait un bilan des arguments avancés pour justifier les nouveaux instruments de la régulation, voire le côté institutionnel de la régulation, on verra que le même argument se répète et que l'idée de fond est son adaptation aux besoins des régulés. Par exemple, les codes de conduite et la *soft law*, sont communément justifiés par le fait d'émaner d'organismes qualifiés et plurireprésentatifs¹¹⁵⁴, ce qui leur permet d'être mieux acceptés par les destinataires des règles. On complète cet argument en affirmant qu'une telle adaptation contribue à son efficacité, et que pour la régulation, l'efficacité est une source de légitimité. La méfiance vient de ce que les instruments préférés des régulés sont précisément des instruments souples (1) et qu'ils n'hésitent pas à exercer leur influence pour faire prévaloir les instruments de leur préférence (2).

1. Préférence des privés par les instruments souples

555. **Au niveau des marchés.** C'est précisément au début de la période qui est l'objet de notre analyse que les instruments financiers ont commencé à être échangés sur des marchés de gré à gré, c'est-à-dire sur des marchés non réglementés qui se trouvent au-delà de la vigilance des autorités de régulation¹¹⁵⁵, donc, souples. En même temps, la titrisation s'est développée en utilisant des dérivés de crédit et donnant origine aux nouveaux acteurs aussi non régulés¹¹⁵⁶ (souplesse encore une fois), notamment les fonds spéculatifs ou de gestion alternative (*hedge funds*).

556. **Au niveau normatif.** La préférence des privés pour les instruments souples est presque toujours mise en évidence à l'occasion des différentes voies qui leur permettent de s'exprimer, avec ou sans une invitation préalable de la part des autorités¹¹⁵⁷.

¹¹⁵⁴ Anne Penneau, *préc., spéc.*, p. 253 et ss.

¹¹⁵⁵ C. Dias, « Quelle régulation pour les produits financiers traités de gré à gré ? », in *Les entretiens 2008 de l'AMF : quel cadre de régulation pour faire face aux enjeux européens et internationaux ? Rapport introductif – table ronde 2 : Quelle régulation pour les produits traités de gré à gré ?*, <http://www.amf-france.org>, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 19.

¹¹⁵⁶ Si ce n'est que par le contrôle indirect de leurs contreparties. V. J. Danielsson et J.-P. Zigrand, « Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ? », *Revue de la stabilité financière*, Numéro spécial *hedge funds*, n° 10, avril 2007, pp. 31-39 et A. Crockett, « Évolution et régulation des *hedge funds* », *ibid.*, p. 19-29, cités in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 19.

¹¹⁵⁷ Ainsi, pendant la table ronde organisée par l'AMF et consacrée à la gouvernance d'entreprise, « a montré que les entreprises continuaient de se méfier de toute tentation réglementaire en la matière. Ainsi Maurice Lévy, président du directoire de Publicis et président de l'Afep, a rappelé en ce qui concerne le fonctionnement du conseil d'administration que toutes les entreprises étaient différentes et qu'il fallait se méfier du dogmatisme en matière de gouvernance ». Olivia Dufour, « Régulation des marchés financiers : une obligation de résultat ! », *LPA*, 1 décembre 2011 n° 239, p. 4

Un exemple peut être cité en matière de ventes à découvert¹¹⁵⁸. Dans cette matière, l'EIWG (*European Investors' Working Group*) a élaboré un rapport intitulé « *Restoring Investor Confidence in european Capital Markets*¹¹⁵⁹ » dans lequel il expose sa préférence par « *more and better transparency may represent an alternative Policy tool to more invasive and inefficient regulatory solutions. For instance, the regulation of short-selling can be approached in a completely different way than banning its use* »¹¹⁶⁰. Le groupe de travail ne cache pas les raisons de ce choix. La transparence est préférée à l'interdiction des ventes à découvert parce qu'elles sont avantageuses *pour les marchés* « *short-selling provides investors with hedging options and helps to align market values with fundamentals. It contributes to the dynamics of the markets by acting as restraint on asset bubbles and offering price support when bubbles collapse* »¹¹⁶¹.

557. **Refus du droit dur.** En France, l'AFG a exprimé son rejet à plusieurs des propositions suggérées par la Commission en révision de la Directive MIF. Il nous étonne particulièrement qu'elle s'oppose à l'introduction de la notion de service de conseil en investissement « indépendant » (l'indépendance du conseil étant notamment assurée par l'interdiction de percevoir des rémunérations de la part des *producteurs* de produits financiers) ; ainsi que le fait de s'opposer à l'interdiction qui serait faite aux gestionnaires de portefeuille de percevoir des rémunérations des produits dans lesquels sont investis les mandats¹¹⁶².

558. **Refus des tribunaux ordinaires.** Cette préférence pour les instruments souples explique aussi pourquoi les acteurs privés préfèrent une instance corporatiste pour résoudre les controverses qui les touchent, malgré les garanties procédurales d'un tribunal ordinaire¹¹⁶³. Il faut considérer que les régulateurs ont été aussi envisagés comme des instances corporatistes. Leur pouvoir de sanction est perçu comme un mélange entre le pouvoir répressif de l'administration classique et le pouvoir des institutions corporatistes.

¹¹⁵⁸ V. aussi l'exemple donné en matière de réglementation des analyses financières, lorsque nous avons analysé le choix des règles par les pouvoirs privés.

¹¹⁵⁹ Rétablir la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux européens.

¹¹⁶⁰ « plus de transparence peut représenter un outil alternatif aux remèdes réglementaires plus invasifs et inefficaces. Par exemple, la réglementation des ventes à découvert peut être abordée d'une manière complètement différente de son interdiction » ; « *Restoring Investor Confidence in european Capital Markets* », p. 7 cité in Thierry Bonneau, « L'EIWG fait également des propositions en matière de vente à découvert », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2010, comm. 165. Traduction par nous.

¹¹⁶¹ « La vente à découvert offre aux investisseurs des options de couverture et permet d'aligner les valeurs de marché avec des fondements. Elle contribue au dynamisme des marchés en agissant comme contrainte sur les bulles d'actifs et en offrant un soutien des prix lorsque les bulles éclatent. » *Idem.* Traduction par nous.

¹¹⁶² V. La Lettre de l'Association Française de la Gestion Financière, n° 17, mars 2011, p. 4. Disponible in http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_docman&task=doc_download&gid=2582

¹¹⁶³ V. première partie, en ce qui concerne les alternatives à la professionnalisation des régulateurs.

La préférence des privés pour les instruments souples n'a rien de critiquable en soi, mais les reproches semblent fondés lorsqu'on constate l'influence des privés dans le droit qui leur est applicable.

2. Droit taillé sur mesure ?

559. **Démonstrations.** On ne peut pas nier l'influence des pouvoirs privés économiques dans la détermination des règles applicables aux marchés financiers. Cette influence s'exerce notamment à travers la consultation et l'autorégulation. Nous souhaitons citer quelques exemples à cet égard.

560. **Au niveau européen.** Un premier exemple se trouve dans le traitement des analyses financières au niveau européen. Ce sujet a été analysé, la première fois, dans la réunion (informelle) de ministres d'Économie et Finances¹¹⁶⁴ laquelle a demandé à la Commission européenne de réglementer des analyses. La Commission, faisant recours à la consultation, a demandé l'avis du *Forum Group on Financial Analysts* « composé de professionnels du secteur privé, de consultants indépendants, de régulateurs et de représentants d'organisations professionnelles »¹¹⁶⁵. Ce groupe, qui ne peut que représenter des intérêts privés, a recommandé une régulation minimale ayant recours à des principes et promouvant l'autorégulation¹¹⁶⁶.

Comme résultat de ce processus, la Commission¹¹⁶⁷ a « décidé de ne pas proposer d'enregistrement obligatoire des analystes en lien avec leurs qualifications », estimant « que la recherche produite en interne par des banques et celle fournie par des entreprises d'investissement indépendantes dans le cadre d'"accords de partage de commission" restent sur un pied d'égalité en termes de concurrence », que les règles de la MiFID et de la directive sur les abus de marché « empêcheront les émetteurs d'exercer une influence indue sur la recherche produite par les entreprises d'investissement ».

Dans le même sens, la Commission manifeste son appui à l'établissement de codes de bonnes pratiques « émanant d'organisations professionnelles ou commerciales ». La Commission n'a donc pas présenté de proposition législative à cet égard.

Finalement, dans un clair usage de la méthodologie des nouvelles formes de régulation, la

¹¹⁶⁴ Oviedo, Espagne, avril 2002.

¹¹⁶⁵ Communication de la commission au conseil et au parlement européen. Recherche en investissements et analystes financiers. {SEC(2006) 1655}. Bruxelles, le 12.12.2006. COM(2006) 789 final.

¹¹⁶⁶ Adriana Combatt Fandiño, *préc.*, n°2.3 « La Unión Europea ».

¹¹⁶⁷ Communication de la commission au conseil et au parlement européen. Recherche en investissements et analystes financiers. {SEC(2006) 1655}. Bruxelles, le 12.12.2006. COM(2006) 789 final.

Commission « s'engage (...) à garantir une meilleure information et une meilleure éducation » des consommateurs. Elle décide d'organiser une conférence « pour fédérer les meilleures pratiques en matière d'éducation des consommateurs, ainsi que sur la manière d'améliorer leur connaissance du secteur financier ».

Il faut remarquer que ce choix a été fait même lorsqu'aux États-Unis, qui sont censés représenter le paradigme de l'autorégulation au sens large¹¹⁶⁸, la voie fut complètement différente. En effet, la *Sarbanes Oxley Act* réglemente strictement cette matière.

À la lumière des faits postérieurs, les conclusions de la Commission semblent, pour le moins, naïves.

561. **Au niveau national.** L'influence des privés n'est pas un phénomène restreint aux pays développés. Nous pouvons évoquer le changement réglementaire opéré par le régulateur du secteur de la banque chilienne qui, dans une première circulaire, interdit les ventes liées, pour les permettre ensuite. Jusque là, rien d'étonnant, cependant, le *Superintendente* a été cité à la chambre de députés afin d'expliquer les coïncidences existant entre la deuxième norme adoptée par le régulateur et les commentaires et propositions formulés par une association des banques (association professionnelle)¹¹⁶⁹.

562. **Au niveau international.** À ce niveau, on a notamment critiqué la sorte de *dédoulement fonctionnel* engendré par la participation du privé dans l'élaboration des normes : elles sont élaborées par des professionnels et à destination de ces mêmes professionnels. Ces normes privées même en l'absence d'une procédure de légalisation (telle que l'homologation) peuvent devenir « des références pour les opérateurs du marché (y compris publics) qui les imposent à leurs interlocuteurs sous la forme d'une conditionnant prudentielle »¹¹⁷⁰. Un premier exemple se trouve dans les normes comptables IFRS qui imposent une valorisation des actifs à leur juste valeur jour, ce qui force à enregistrer des

¹¹⁶⁸ Au moins pour un juriste continental classiquement formé. À l'égard du mythe des États-Unis comme paradigme de l'autorégulation, on peut encore faire une comparaison entre la loi *Sarbanes-Oxley* et la loi de sécurité financière française. Elle permet de se rendre compte que même si la première a eu beaucoup d'influence sur la deuxième, c'est la France qui retient, dans plusieurs sujets, le choix de l'autorégulation, par exemple, en matière comptable ou en matière de transparence des sociétés (V. Pierre-Henri Conac, « L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France », *préc., spéc.* p. 850 et ss.). Il faut aussi reconnaître que parfois, les réglementations américaines n'ont fait que se rapprocher du durcissement des législations continentales, par exemple, en matière d'interdiction des prêts aux administrateurs et aux dirigeants prévue dans la loi *Sarbanes-Oxley*, laquelle existait en France depuis la loi du 4 mars 1943 (article 10), puis dans la loi du 24 juillet 1966 (article 106)

¹¹⁶⁹ <http://www.biobiochile.cl/2011/03/31/superintendente-de-bancos-nuevamente-es-citado-a-la-camara-de-diputados-por-ventas-atadas.shtml>

¹¹⁷⁰ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 503.

dépréciations dès que cette valeur est dans la dépendance des cours de bourse eux-mêmes en baisse¹¹⁷¹. Un deuxième exemple relevé par la doctrine est celui du système international de régulation des banques (Bâle 2), lequel a conclu que les régulés eux-mêmes fournissent au régulateur l'instrument de mesure de la régulation, car le régulateur utilise les modèles de risques élaborés par les banques pour contrôler les risques induits par l'activité de ces dernières¹¹⁷².

Ce genre de situation a permis à des institutions privées telles que le FSF, de devenir « un des centres de contrôle (et même le principal) du système financier international, cela sans réforme institutionnelle majeure »¹¹⁷³, ce qui ne gênerait pas si ce n'était que d'autres intérêts, tout aussi légitimes, sont quelque peu abandonnés.

B. Abandon d'autres intérêts légitimes

563. **Inefficacité.** Au-delà des besoins des régulés, les instruments produits par les acteurs privés sont inefficaces. En matière de droit des marchés financiers, il suffit de regarder les normes déontologiques et labels concernant les analystes financiers, pour se rendre compte qu'ils n'ont pu empêcher les excès¹¹⁷⁴. Dans ce qui suit, nous voulons montrer comment les mécanismes dérivés de l'intervention des privés se traduisent par l'éviction d'autres intérêts (1), ce qui nous amène à nous interroger sur la place de la collectivité dans la régulation (2).

1. Mécanismes d'éviction des intérêts autres

564. **Causes.** Il existe deux principales causes à cette éviction : l'usage d'instruments éthiques pour des finalités publicitaires et d'obstacle à une régulation contraignante (a); et la limitation des missions de la régulation à la seule protection de l'intérêt de l'investisseur (b).

a) Instrumentalisation de l'éthique

565. **Publicitaire.** D'après l'avis de certains auteurs, l'usage des codes de conduite¹¹⁷⁵ et des règles déontologiques¹¹⁷⁶ n'a qu'une finalité principalement publicitaire¹¹⁷⁷. Il s'agirait

¹¹⁷¹ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

¹¹⁷² Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 32.

¹¹⁷³ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 503.

¹¹⁷⁴ Chartered Financial Analyst est le label qui octroie le CFA Institute (Chartered Financial Analysts Institute). On trouve aussi l'Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA).

¹¹⁷⁵ Laurence Boy, *Normes*, *préc.* p. 11 ; Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 51 et ss.

¹¹⁷⁶ Hélène Aubry, *préc.* p. 2505.

d'une activité développée à destination de la clientèle, virtuelle ou potentielle, d'un « instrument de promotion d'une activité économique »¹¹⁷⁸ qui fait partie de « l'image de marque »¹¹⁷⁹, instruments de mise en place de la déréglementation¹¹⁸⁰.

Cette situation entraîne notamment le risque d'instrumentalisation¹¹⁸¹ économique, ce qui explique la crainte de certains auteurs d'un détournement pervers de la labellisation éthique des activités d'affaires¹¹⁸². La même évaluation existe par rapport à la RSE dans les marchés financiers : si les indices éthiques ont été créés, c'est parce que des entreprises sont intéressées économiquement à intégrer, dans leurs politiques, les préoccupations éthiques. En effet, il suffit de consulter les bilans sociaux et les sites Internet des entreprises pour constater qu'elles ont tendance à atteindre un haut degré de responsabilité sociale, et cela parce qu'il y a des investisseurs intéressés à elles. En cela résident des opportunités commerciales.

566. Obstacle à la réglementation. Jusque là, rien de pervers en soi, sauf que ces activités peuvent constituer une entrave au développement des instruments de contrôle et de sanction effectifs. Par exemple, la création d'autorités privées qui surveillent le respect des codes éthiques est perçue comme une façon de garder la maîtrise des normes posées, afin d'éviter l'immixtion des pouvoirs publics ou la *déformation* des normes à cause de son application jurisprudentielle¹¹⁸³.

¹¹⁷⁷ « Ces drôles de codes peuvent susciter l'ironie, par leurs déclarations aussi pompeuses que vides de contenu, l'agacement et par les soupçons d'hypocrisie que ne manquent pas de susciter ces supports de marketing éthique ; mais aussi de l'espoir, par l'annonce qu'ils portent, d'une authentique morale des intervenants du marché », Pascal Deumier, Philippe Jacques, « Chartes et codes de conduite des entreprises : les degrés de normativité des engagements éthiques (Circ. DGT 2008/22 du nov. 2008 relative aux chartes éthiques, dispositifs d'alerte professionnelle et au règlement intérieur) », *RTD civ.* janvier-mars 2009, n° 1, pp. 77-81. *spéc.* p. 77.

¹¹⁷⁸ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 51 et ss. ; Hélène Aubry, *préc.* p. 2505.

¹¹⁷⁹ Hélène Aubry, *préc.* p. 2505.

¹¹⁸⁰ Pascal Diener, « Ethique et droit des affaires », *D.*, 1993, Chron., p.17-19, *spéc.* n° 9.

¹¹⁸¹ Le Professeur Mekki évoque ce sujet par rapport au droit souple, sous l'intitulé « Les dérives possibles ». Mustapha Mekki, « Propos introductifs sur le droit souple », in *Le droit souple*, Journées nationales ; Tome XIII, Boulogne-sur-Mer, Association Herni Capitant, Coll. Thèmes et commentaires, Dalloz- Sirey, 2009, p. 1-23, *spéc.* p. 21, N°30 et ss.

¹¹⁸² Dans ce sens : G. Fournier, « Le droit pénal et le risque d'instrumentalisation de l'éthique dans la vie des affaires », Aspects organisationnels du droit des affaires, in *Mélanges en l'honneur de J. Paillusseau*, Dalloz, 2003. p. 273 *spéc.* p. 298. D'autres critiques sont : peu de moralité (Pascal Diener, « Ethique et droit des affaires », *préc. spéc.* n° 8, l'auteur lui reconnaît cependant le fait d'être une avancée), méconnaissance des réalités économiques et le fait de chercher à réglementer la concurrence jusqu'à lui enlever toute efficacité (P. Lémieux, « Les dangers de l'éthique des affaires », *Figaro économique*, avril 1992), risque de perte du droit des affaires (P. Diener, « Ethique et droit des affaires », *D.*, 1993, Chron., p.17, n° 2), utilité réelle ou à la finalité de la référence actuelle à l'éthique (G. Fournier, *préc.* *spéc.* p. 274).

¹¹⁸³ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », *préc.* p. 55. V. aussi André Sobczak, « Le cadre juridique de la responsabilité sociale des entreprises en Europe et aux États-Unis », *Droit social*, n° 9-10, septembre-octobre 2002, p. 807 ; François-Guy Trébulle, « Responsabilité sociale des entreprises (Entreprise et éthique environnementale) » *Encyclopédie Dalloz, Rép. Sociétés.* mars 2003, *spéc.* n° 6.

b) Investisseur en tant que seul intérêt légitime

567. **Centre de la régulation.** Il est particulièrement étonnant de noter de quelle façon les normes juridiques placent l'intérêt de l'investisseur au centre de la régulation des marchés financiers. Les réactions juridiques plus récentes vont dans le même sens¹¹⁸⁴.

568. **Du côté des régulateurs.** Le droit des marchés financiers est perçu comme un droit protecteur de l'investisseur : « le régulateur financier est l'arbitre des opérateurs agissant sur les marchés, protégeant prioritairement un intérêt légitime : celui de l'investisseur »¹¹⁸⁵. Les missions conférées aux régulateurs, limitées à la protection des intérêts des marchés, en sont la démonstration. En effet, lorsque les régulateurs « moralisent » les activités professionnelles, ils le font pour séduire les épargnants et les consommateurs des marchés, pour, d'une manière générale, rendre plus efficace le modèle économique. Ils ne sont pas là pour protéger l'intérêt de la collectivité en ce qui excède le bon déroulement de l'économie de libre marché.

569. **Du côté des normes.** On peut considérer que les normes destinées à protéger les marchés et les négociations ont pour but ultime la protection de l'investisseur¹¹⁸⁶. Partout, les auteurs du domaine juridique évoquent la protection de l'investisseur, non par rapport à la protection de la communauté, de l'intérêt général, comme si tout passait par l'investisseur, comme si l'intérêt général était identifiable à l'intérêt de l'investisseur¹¹⁸⁷.

À l'inverse, on pourrait envisager que la protection de l'investisseur n'a pour but que de

¹¹⁸⁴ V. à mode d'exemple PE et Cons. UE, proposition de directive, COM (2010) 371 final, 12 juill. 2010 modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs, BCE, avis, 16 février 2011 sur une proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes de garantie des dépôts (refonte) et sur une proposition de directive modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs : JOUE n° C 99, 31 mars 2011, p. 1. Afin de renforcer la garantie des investisseurs, l'UE a proposé de tenir compte des services couverts et de la catégorisation des clients établie par la directive MIF, d'augmenter le montant de l'indemnisation dont les clients pourraient bénéficier et d'introduire des règles de financement des fonds d'indemnisation incluant un mécanisme d'emprunt en dernier ressort et une solidarité entre les systèmes d'indemnisation mis en place au sein des États membres. Cf. Thierry Bonneau, « Adaptation et renforcement », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2011, comm. 152.

¹¹⁸⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation bancaire, régulation financière », *Études offertes à P. Didier*, 2008, pp. 173-187, *spéc.* n° 1 et 23.

¹¹⁸⁶ Le droit des marchés financiers semble être un droit protecteur comme le droit de la consommation, mais plus exacerbé. Les auteurs ont constaté l'exacerbation de cette protection à travers les managements qui reçoivent le droit des biens (Cf. Anne-Valérie Le Fur, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, étude 32 et la bibliographie citée), et les législations spéciales (Hélène Aubry et Natacha Sauphanor-Bruillaud, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, étude 33).

¹¹⁸⁷ « La protection de l'investisseur est au coeur du droit des marchés financiers (...). Elle est fondamentale tant pour la protection de l'épargne que pour le financement de l'économie qui est conditionné par la confiance des investisseurs. La réglementation relative à la protection de l'investisseur est éparpillée dans de nombreux textes », Hélène Aubry et Natacha Sauphanor-Bruillaud, *préc.* p. 1

gagner et préserver sa confiance, et que le but final est de protéger le maintien d'un marché. Mais pourquoi protégerait-on une chose si intangible que l'est un marché ? On a bel et bien compris, « d'une manière évanescence et sans consistance réelle »¹¹⁸⁸ que « la stabilité du système financier international est un « bien public mondial »¹¹⁸⁹ », ce qui a servi à justifier l'échange des biens et des services en toute liberté, sans un véritable contrôle et opérant en toute opacité¹¹⁹⁰ ... Tout cela « pour une utilité sociale qui reste à démontrer »¹¹⁹¹.

Cette restriction à l'intérêt de l'investisseur est gênante, car en se focalisant sur celui-ci, on multiplie les normes, oubliant que « Chacun, en particulier les professionnels, doit être capable de se faire une opinion par lui-même »¹¹⁹². La démarche opposée semble suivre en quelque sorte la cour d'appel de Paris lorsqu'en accordant à l'investisseur la réparation de son préjudice au titre de la perte d'une chance et d'un préjudice moral, elle a aussi retenu sa participation à son propre préjudice¹¹⁹³. De cette façon, la véritable question qui se pose est celle de la place de la collectivité dans la régulation.

2. La place de la collectivité dans la régulation

570. **Vue d'ensemble.** Une vision optimiste de la régulation voit dans l'intervention du privé, notamment dans la corégulation, un mélange entre un mécanisme de démocratie directe dans un premier temps, avec la représentation indirecte plus tard¹¹⁹⁴. En effet, ces nouveaux procédés de la régulation expliquent pourquoi la régulation est souvent perçue comme une

¹¹⁸⁸ Sur cette notion en droit international public, V., Jean-Marc Sorel, « La notion de bien public mondial vue du droit international », in R. Mehdli/ S. Maljean-Dubois (dir) *Les Nations Unies et les grandes pandémies*, Pedone, Paris, 2007, pp. 161-167. Un juriste parlerait plutôt l'intérêt général. V. H. Ascensio, « L'interrégulation et les relations internationales entre États », in : Marie-Anne. Frison-Roche (dir) *Les risques de régulation*, vol. 3, Presses de Sciences-Po/Dalloz, Paris, 2005, pp. 93-114, spéc. p. 107.

¹¹⁸⁹ Sur cette notion en droit international public, Jean-Marc Sorel, « La notion de bien public mondial vue du droit international », in R. Mehdli/ S. Maljean-Dubois (dir) *Les Nations Unies et les grandes pandémies*, Pedone, Paris, 2007, pp. 161-167. Un juriste parlerait plutôt l'intérêt général H. Ascensio, « L'interrégulation et les relations internationales entre États », in Marie-Anne. Frison-Roche (dir) *Les risques de régulation*, vol. 3, Presses de Sciences-Po/Dalloz, Paris, 2005, pp. 93-114, spéc. p. 107.

¹¹⁹⁰ Audition de Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers par la Commission des Affaires européennes Assemblée nationale, le 4 mai 2010. Italiques mises par nous.

¹¹⁹¹ *Idem.* M. François-Régis Benois, se demande pour sa part, si le régime de concurrence promis par la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers, entrée en vigueur le 1er novembre 2007 « garantit la finalité ultime des marchés financiers, qui est d'améliorer le financement des entreprises et l'allocation de l'épargne, dans le respect de l'ordre public financier et selon des principes de transparence, d'intégrité et d'égalité d'accès. Cette concurrence permet-elle aux marchés de remplir leur vocation ou a-t-elle exacerbé une logique endogène de recherche prioritaire de la liquidité, qui ne servirait que certains acteurs et marquerait l'avènement de marchés en quelque sorte "centrés sur eux-mêmes" ? ». François-Régis Benois, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : parangon ou repoussoir ? », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2010, étude 26.

¹¹⁹² Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc. spéc.* n° 14.

¹¹⁹³ CA Paris, pôle 5, ch. 4, 18 mai 2011, n° RG 08/02503, V. Isabelle Riassetto, « OPCVM monétaires et crise des "subprimes" : responsabilité civile des acteurs », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2011, comm. 150.

¹¹⁹⁴ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 18.

exacerbation de la démocratie en tant que principe. De plus, l'implication du privé à travers les instruments d'éthique est aussi envisagée comme « un point de rencontre entre la logique de l'État et celle du marché »¹¹⁹⁵. Le nouveau paradigme de la « régulation négociée » n'est pas exempt de critiques : sa légitimité et son efficacité sont mises en question¹¹⁹⁶, mais on a également relevé des difficultés de mise en œuvre, entre autres le fait que les droits d'audition, ou la possibilité donnée aux autorités de consulter les acteurs privés, *personnalisent* les actes pris par l'autorité, voire *politisent* des décisions censées être techniques¹¹⁹⁷. La délégation opérée en faveur des privés comporte une énorme défaillance : les personnes à la charge de la régulation n'ont pas toujours l'indépendance requise, en raison de leur appartenance à des équipes d'infrastructures (telles que les équipes de contrôle interne, RCSI/RCCI, etc.)¹¹⁹⁸.

Dans nos développements à venir, nous exposerons les intérêts négligés par l'implication du privé (a) et comment cette négligence pourrait être réparée par une nouvelle révision du rôle de l'État dans la régulation (b).

a) *Qui sont les affectés par la privatisation de la régulation ?*

571. **La collectivité.** La crise de *subprimes* a mis en évidence qu'un secteur de la société n'est nullement protégé. Nous le dénommons *la collectivité*, groupe formé par tous ceux qui n'interviennent pas dans la bourse, mais qui se voient affectés par les crises¹¹⁹⁹. Cette affectation se produit de plusieurs façons : parce que la protection des intérêts privés ôte à la communauté des ressources qui sont enfin destinées au sauvetage des entités financières¹²⁰⁰, parce que la logique financière les méprise (« la réduction d'effectifs est devenue un moyen privilégié d'augmentation des cours en Bourse et d'accroissement des gains de

¹¹⁹⁵ Beinan Xue-Bacquet, *préc.*, *spéc.* p. 459.

¹¹⁹⁶ Ces critiques sont communes à toute forme d'implication du privé.

¹¹⁹⁷ http://www.hervecausse.info/Le-conseil-de-régulation-financière-et-du-risque-systémique-CRFRS-Christine-LAGARDE-a-la-barre--Les-dirigeants-d_a392.html

¹¹⁹⁸ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 17.

¹¹⁹⁹ Il est en effet aisément possible de constater des inégalités de traitement au sein des différents régimes protecteurs des investisseurs Cf. André Prüm, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2011.

¹²⁰⁰ À titre d'exemple, nous pouvons citer le cas de la société AIG (American International Group), laquelle s'est vue bénéficier d'un prêt de la *Federal Reserve* de 182 milliards de dollars, pour éviter qu'elle ne fasse faillite. En ce qui concerne les mesures prises par les 37 États titulaires des économies les plus développées afin de sauver le secteur financier V. l'exposé synthétique élaboré par le cabinet Shearman 1 SterlingLLP, « *Governmental Assistance to the Financial Sector: an Overview of the Global Responses* » (v4), 29 j anvier 2009, in http://www.shearman.com/esag_012309/. Il faut remarquer que cette critique a été prise en compte par le législateur étasunien dans la *Dodd Frank Act* car il établit que les entités ayant une activité sur produits dérivés ne peuvent bénéficier d'une aide fédérale. Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *préc.*

l'investissement »¹²⁰¹) et finalement, parce que l'économie réelle¹²⁰² est affectée par les cours de bourse.

Quelle est leur place pour défendre ses intérêts ? Est-ce que leurs droits se limitent à élire leurs représentants aux pouvoirs législatifs et exécutifs, alors que la représentation des pouvoirs privés économiques, en outre de l'activité des lobbies¹²⁰³, est consacrée dans les législations¹²⁰⁴, par exemple, dans la composition des régulateurs, ou dans la mise en place des mécanismes de consultation ?

572. **Inégalité de traitement.** Un des fondements des instruments de la régulation économique est la démocratisation de la procédure d'élaboration des normes, de même que son application. L'idée de la représentation n'étant qu'une fiction engendrant un certain sentiment d'aliénation des citoyens à l'égard des pouvoirs politiques¹²⁰⁵, ce sont les pouvoirs privés économiques qui ont d'abord réussi à faire partie de la procédure d'élaboration des normes¹²⁰⁶. C'est cela qui justifierait l'intervention du privé.

Cependant, à la lumière de ces développements, on se demande où est envisageable la

¹²⁰¹ Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, .. *spéc.* p. 13. L'auteur envisage un remède dans l'élaboration et le respect d'un référentiel éthique qui guide l'action des dirigeants.

¹²⁰² Le « *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* », affirme ainsi : « À l'heure où ce rapport est mis sous presse, plus de 26 millions d'Américains ont perdu leur travail, ne trouvent pas d'emploi à temps plein ou ont abandonné toute recherche d'emploi. Environ 4 millions de familles ont perdu leur logement pour cause d'éviction et 4,5 millions de familles supplémentaires font l'objet d'une procédure d'expulsion, ou en sont menacées suite à d'importants retards de paiement. Près de 11 000 milliards de patrimoine se sont évanouis, les épargnes-retraites et les économies d'une vie ayant été balayées. Les entreprises, grandes ou petites, ont toutes ressenti l'aiguillon de la profonde récession. Il y a une grande colère contre ce qui est arrivé, à juste titre. Beaucoup de gens qui avaient scrupuleusement respecté la loi se retrouvent désormais au chômage, avec un avenir des plus incertains. Des individus bien réels et de vraies communautés ont été le dommage collatéral de la crise. L'impact de la crise se fera ressentir sur au moins une génération. Et le chemin vers une puissance économique renouvelée ne s'annonce pas des plus faciles pour le pays », p. 391, disponible in <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>. Nonobstant cela, la Commission américaine sur les échanges de dérivés sur matières premières (*US Commodity futures trading Commission*) a annoncé qu'elle n'allait mettre aucune limite aux échanges de produits financiers dérivés sur les matières premières au cours de l'année 2011. V. Jacques Cheminade, « Rapport Angelides : une arme pour un sursaut politique », *Les Échos*, 17 février 2010, in <http://lecercle.lesechos.fr/node/33421>

¹²⁰³ Citons, à titre d'exemple, qu'au niveau européen, on a envisagé l'interdiction de la titrisation (aux titrisations au carré), pour revenir en arrière « face au lobbying de l'*European securitization forum* pour lequel une telle mesure risquait de tuer le marché de la titrisation » F. Guedas et F. Autret, « Régulation : Se mettre au diapason », *Agefi*, 9 juillet 2009, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », préc. n°39.

¹²⁰⁴ « la dispersion et la dilution du processus normatif par l'importance croissante du droit souple facilitent l'intervention des groupes de pression et contribuent à la mise en place d'un néocorporatisme sauvage ». Mustapha Mekki, « Propos introductifs ... », préc. *spéc.*, p. 22, N°33.

¹²⁰⁵ Paul Amssek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *RDP*, 1982, pp. 275-294, *spéc.*, p. 291.

¹²⁰⁶ « L'intérêt général cède devant les intérêts catégoriels, eux-mêmes représentés de manière inégalitaire, au risque de déboucher sur la création d'un véritable droit de classe ». Mustapha Mekki, « Propos introductifs ... », préc. *spéc.*, p. 22, N°33.

démocratisation à l'égard de la collectivité. Où est la place dans l'organisation des régulateurs nationaux et internationaux, des entités représentant d'autres points de vue¹²⁰⁷ ? Est-ce qu'elle se limite à mettre à leur charge la protection de la collectivité¹²⁰⁸, sans plus ? Quels sont les obstacles à l'influence exercée par les lobbyistes d'entreprise sur la politique mondiale ? Il y a là des inégalités flagrantes de traitement¹²⁰⁹, alors qu'« il est inconcevable de laisser les associations en dehors des stakeholders dont le rôle est évidemment central dans une perspective de développement durable »¹²¹⁰.

573. Conception erronée de la participation. Une autre critique qui nous vient à l'esprit concerne la conception, notamment celle de la finalité de l'implication du privé. Théoriquement, la consultation, en particulier, est une modalité technique de fournir des renseignements à l'autorité. Elle constitue l'institutionnalisation d'« une manière de faire remonter les savoirs et les désirs locaux, afin que le pouvoir politique puisse décider en connaissance de cause »¹²¹¹. Cependant, elle s'est traduite en un espace de débat politique, en se transformant en une instance plus décisionnelle que seulement consultative. Cela est constaté dans les exemples que nous avons fournis *supra* sur l'influence des privés.

574. La capture des acteurs privés par eux-mêmes. Derrière l'idée de l'abandon de la collectivité se trouve aussi le problème de la capture des acteurs privés opérant dans les instances régulatrices, par les mêmes acteurs privés¹²¹². Ce risque naît précisément des nouvelles formes de régulation, plus précisément de la professionnalisation des régulateurs, des processus de négociation et de consultation et, en général, de l'intervention du monde privé : « les régulateurs tendent à intérioriser progressivement la rationalité des opérateurs dominants du secteur dont ils ont la charge et à s'en faire les défenseurs ; l'indépendance

¹²⁰⁷ Nous pensons par exemple à des entités telles que l'ONG Alter EU (*Alliance for Lobbying Transparency and Ethics Regulation*), coalition de plus de 160 groupes d'intérêt public, des syndicats, des universitaires et des agences de relations publiques.

¹²⁰⁸ Par exemple, le document de l'OCDE, « Culture financière et protection des consommateurs : les oubliés de la crise », juin 2009, pp. 24, évoque les associations de consommateurs, les syndicats, les ONG et les instituts indépendants spécialisés dans les questions relatives au crédit de contribuer aux programmes d'éducation financière.

¹²⁰⁹ Pierre Lascoumes, « Normes juridiques et mise en œuvre des politiques publiques », *préc.*, *spéc.* p. 69.

¹²¹⁰ François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 11.

¹²¹¹ Sur les conditions d'une véritable procédure de consultation V. Romain Felli, « Développement durable et démocratie : la participation comme problème », Urbia, *Les cahiers du développement durable* 3, pp. 11-28, 2006, *spéc.* p. 18.

¹²¹² Le problème du risque de capture est bien entendu plus poussé au niveau des pouvoirs publics, mais même dans celui-ci, les voies suivies pour y remédier passent par les instruments souples. Ainsi, au niveau européen, la Commission européenne a présenté, aux groupes politiques du Parlement européen, un projet de révision du « code de conduite » de la Commission européenne. Comme dans le cadre de la création de tout code, les commissaires sont « invités » à ne pas accepter certaines pratiques perçues comme engendrant des conflits d'intérêts.

même qui leur est reconnue favorise cette collusion, en interdisant toute immixtion »¹²¹³.

575. **Élargir les intérêts légitimes.** L'analyse de la législation relative aux marchés financiers, y inclus la législation relative aux sociétés cotées, démontre que les intérêts légitimes, à l'égard de cette législation, sont restreints à l'intérêt de l'investisseur ou des actionnaires. Une exception se trouve dans le droit allemand, étranger à l'égard de cette thèse, mais dont la citation nous semble pertinente. Le code du gouvernement d'entreprise allemand¹²¹⁴ inclut, dans les bénéficiaires censés de ses normes, les clients de l'entreprise *et les salariés*, ces derniers étant des oubliés des législations financières ici analysées. En effet, le code français le plus utilisé, le code AFEP-MEDEF, est, selon ses propres termes, seulement destiné à améliorer l'image des entreprises à l'égard des investisseurs et du public¹²¹⁵.

Ce genre de discussion a été soulevé au Chili, dans le cadre de la loi de *Probidad en la función pública*. À cette occasion, deux critiques ont été formulées¹²¹⁶ : on a d'une part critiqué le fait que les rapports élaborés par les commissions de travail du Congrès n'étaient rendus publics qu'une fois mis à la disposition de la salle. Selon les ONG, il fallait ouvrir cet accès de façon préalable à la discussion de la loi dans le législatif, afin de « garantir une participation citoyenne informée dans la discussion parlementaire ». Dans le cas contraire, la décision du législatif ne serait pas dotée de légitimité démocratique. D'une autre part, on a mis en cause l'absence d'une procédure pour déterminer qui devait être invité à exprimer son avis en tant que représentant de la communauté, aux discussions parlementaires.

Un auteur¹²¹⁷ se pose la question de la légitimité de l'intervention des représentants des organisations citoyennes, pendant les discussions parlementaires, qualifiant cette intervention de lobby, éventuellement très justifiable, mais jamais doté de la légitimité démocratique, car son intervention ne peut pas se justifier du point de vue de l'équité. Ce point nous semble très important ; il met en relief le besoin de déterminer préalablement les personnes qui devraient être entendues dans l'élaboration de la loi, façon d'assurer une représentation vraiment équitable des différents intérêts.

576. **Nouvelles exigences procédurales.** On a affirmé que la légitimité de la régulation

¹²¹³ Jacques Chevalier, « La régulation juridique en question », *préc.*, *spéc.* n° 2.

¹²¹⁴ *Deutscher Corporate Governance Kodex*. L'exemple est cité in Bertrand Fages, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés*, avril 2009, §84, pp. 429-433, *spéc.* p. 431.

¹²¹⁵ <http://www.code-afep-medef.com/>

¹²¹⁶ Antonio Bascuñan, « ¿Quién es la ciudadanía ? » in <http://elpost.cl/content/%C2%BFqui%C3%A9n-es-la-ciudadan%C3%AD>

¹²¹⁷ Antonio Bascuñan, *préc.*

provient de la prise en compte des intérêts des régulés, et se voit consolidée dans la mesure où l'autorité prend en compte ces intérêts. La régulation exige alors que chacun fasse valoir sa voix¹²¹⁸. Il nous semble, à cet égard, que la régulation devrait aussi prendre en compte l'intérêt de tous ceux qui sont affectés par elle, consacrant l'obligation du régulateur de récolter les avis des intéressés et de les prendre en compte, tel que le fait l'APA aux États-Unis concernant les réglementations informelles¹²¹⁹. Ce texte exige que lesdites mesures soient accompagnées d'un exposé général concis de leur fondement et de leur but, comme elle exige qu'elles ne soient pas arbitraires, capricieuses ou excessivement discrétionnaires¹²²⁰. On peut aussi prévoir une étape de commentaires de la règle qui veut s'appliquer, commentaires qui sont émis par les destinataires de la règle. Il ne s'agit pas d'une question purement formelle, car il peut être exigé que « les commentaires les plus importants reçus au cours de la période de commentaire public doivent recevoir une réponse au moment de la promulgation définitive »¹²²¹. L'idée étant d'obliger les agences à fonctionner de manière démocratique¹²²².

La législation colombienne a établi le principe de la participation dans le nouveau *Código de Procedimiento Administrativo y de lo Contencioso Administrativo*¹²²³, à l'article 3° : « Principes : Toutes les autorités devraient interpréter et appliquer les dispositions régissant les procédures pénales et administratives à la lumière des principes consacrés dans la Constitution, dans la première partie du présent code et des lois spéciales. Les actions administratives seront développées selon les principes de (...) participation (...) ». « N° 6. En vertu du principe de participation, le gouvernement envisage de promouvoir et d'assister les efforts des citoyens, des organisations et des communautés visant à intervenir dans le processus de délibération, la formulation, la mise en œuvre, suivi et évaluation de la gestion

¹²¹⁸ Ce phénomène est très bien expliqué par le Professeur Frison-Roche lorsqu'elle affirme que « (...) l'autorité et le bon fonctionnement du système de régulation reposent sur l'aptitude de chacun à prendre la parole dans une discussion incessante et à fournir les raisons pour lesquelles les intérêts défendus sont légitimes, échanges d'arguments qui, mis en balance, permettent au système de fonctionner. L'autorité provient alors de l'aptitude d'une institution à prendre en considération les intérêts justifiés de tous les autres. Cela est particulièrement le cas à propos des marchés financiers, notamment dans le rôle que le régulateur accorde au consensus de place. Cette fonction de prise de parole peut être plus particulièrement exercée par le président de l'autorité de régulation, ce qui place alors le système entre une conception de neutralité bureaucratique et une conception de prestige charismatique, situation usuelle dans le système nord-américain des autorités de régulation ». Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », *préc.* p. 158.

¹²¹⁹ Elisabeth Zoller, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », in Martine Lombard (dir), *Régulation et démocratie*, Dalloz Thèmes et commentaires, 2006, pp. *spéc.* p. 171.

¹²²⁰ Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 147.

¹²²¹ Giandomenico Majone, *op. cit. spéc.* p. 147.

¹²²² Cf. Cary Coglianese. « Citizen Participation in Rulemaking, Past, Present and Future », in Duke L. J., 2006, vol. 55, pp. 943-968, Richard K. Berg, « Reexamining Policy Procedures: The Choice Between Rulemaking and Adjudication », *Admin. L. Rev.*, 2006, vol. 38, p. 149-180 ; Dominique Custos, « The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies », *Am. J. Comp. L.*, 2006, vol. 54, p. 615-639.

¹²²³ Ley 1437 de 2011.

publique ».

b) Quel est le rôle de l'État dans la régulation ?

577. **Le rôle de l'ordre normatif.** Le fait de considérer l'économie de marché comme le système économique le plus performant s'est traduit par une nouvelle conception du pouvoir normatif, une évolution du rôle de la puissance publique¹²²⁴. Ce nouveau rôle consisterait plutôt à accompagner l'évolution du secteur économique, à faciliter ses actions, l'élaboration de ses propres normes y compris, et non pas à intervenir dans la recherche des intérêts autres que ceux du marché. Cependant, les règles élaborées par les opérateurs n'ont pas non plus pour souci la protection de l'intérêt général : dans l'alternative de protéger la dynamique du marché ou l'intérêt général, les pouvoirs économiques ont opté pour le marché.

Ainsi, on a pu se demander si, au-delà des faiblesses de la régulation, le problème n'est pas ailleurs, entre autres dans « l'exacerbation tant de l'idéologie de la concurrence que d'intérêts égoïstes »¹²²⁵.

La mise en cause de la performance du libre marché en général et des marchés financiers en particulier soulève la question : faudrait-il revoir ce paradigme ?

578. **Fondement pour un réengagement de l'État.** Compte tenu des questions formulées précédemment et du fait que la représentation de la collectivité semble se limiter à l'élection de l'exécutif et du législatif, il nous semble légitime que, sans abandonner l'usage d'instruments tels que la responsabilité, l'information et l'évaluation, la loi autorise et rende aux pouvoirs publics la maîtrise de la régulation, que la protection de la collectivité soit un objectif des pouvoirs publics imposé par voie législative, et de faire usage des normes allant dans le même sens que l'article L. 421-16, I CMF¹²²⁶.

La légitimité de l'intervention publique naît précisément de la possibilité de la défaillance des

¹²²⁴ Arnaud Haquet, *préc.*, p. 397.

¹²²⁵ Thierry Bonneau et Gunther Capelle Blancard, « Origines et solution à la crise financière », *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 446.

¹²²⁶ En ce qui concerne les négociations sur des marchés financiers, l'AMF (son président ou son représentant) peut suspendre tout ou une partie des négociations, pour une durée n'excédant pas deux jours de négociations consécutifs. Au-delà de cette durée, la suspension est prononcée par arrêté du ministre chargé de l'Économie pris sur proposition du président de l'Autorité des marchés financiers ; la condition pour l'exercice de cette faculté est qu'un événement exceptionnel perturbe le fonctionnement régulier d'un marché réglementé. En vertu de la loi de régulation bancaire et financière, l'AMF peut aussi prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers pour une durée n'excédant pas quinze jours. L'application de ces dispositions peut être prorogée. La condition pour l'exercice de cette faculté est constituée par l'existence de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier (Art. L. 421-16, II CMF).

marchés¹²²⁷. Au surplus, l'élaboration des codes de conduite et d'autres instruments non contraignants peut être révélatrice de certaines demandes sociales, tel que l'affirme un auteur : « en déclarant vouloir créer des normes originales afin de répondre à une exigence sociale d'une plus grande éthique au sens des entreprises, les auteurs de ces écrits révèlent, peut-être involontairement, qu'une partie de la société civile désire un encadrement renforcé des activités économiques et également que le législateur ne répond pas ou répond insuffisamment à cette attente »¹²²⁸.

579. **Fondement pour une articulation avec le droit classique.** Du côté des normes, si la société désire cet encadrement, si les entreprises démontrent à travers les instruments non contraignants qu'il est possible de respecter ce genre d'attente, au surplus de manière généralisée¹²²⁹, pourquoi ne pas faire un pas de plus et incorporer ces instruments au sein du système juridique classique en les dotant de coercition ?¹²³⁰

Cette dernière question se pose, par exemple, à l'égard de la transparence et le principe « d'appliquer ou de s'expliquer ». Nous verrons *infra* que celui-ci s'appuie sur « les ressorts de la transparence afin de rendre pratiquement contraignantes des règles qui ne le sont pas juridiquement, au risque d'être perçu comme un cheval de Troie juridique d'une concurrence potentielle faite au droit objectif dans sa fonction essentielle et distinctive ». Si ce principe apparaît très utile, dans le sens qu'il permet de pallier les défaillances d'une *one-size-all approach*, on ne comprend pas bien pourquoi on ne donne pas aux régulateurs la possibilité de sanctionner sa mauvaise application¹²³¹.

Admettant l'utilité, voire le besoin de donner une place à l'autorégulation, la question qui se pose enfin est de définir comment les acteurs privés doivent être représentés dans les instances de régulation, de manière à prévenir les conflits d'intérêts¹²³², et pourquoi pas à imposer, à la régulation privée, l'application de garanties propres aux processus de réglementation publics, dérivées des principes d'impartialité et de transparence ?

¹²²⁷ Jean-Paul Fitoussi, « La coordination des politiques nationales devient impérative », Entretien, *Le Nouvel observateur*, in <http://www.lenouveleconomiste.fr/jean-paul-fitoussi-la-coordination-des-politiques-nationales-devient-imperative-5774/>

¹²²⁸ Marie Brac, *préc.* p. 10

¹²²⁹ V. François-Guy Trébulle, *préc.*, p. 8 et ss.

¹²³⁰ Sur l'opportunité de durcir certaines normes éthiques V. *Splendeurs et misères du gouvernement d'entreprise*, Colloque organisé par le D.E.S.S de droit des affaires de l'Université de Picardie-Jules Vernes et le CEPRISCA, *LPA*, 12 février 2004, n°31 ; La responsabilité sociale des entreprises, les dossiers de l'Europe, *LPA*, 26 février 2004, n° 41.

¹²³¹ Il est vrai que, souvent, les régulateurs n'ont ni les moyens, ni la vocation de procéder à une telle fonction, ce qui serait le fondement de la délégation aux privés.

¹²³² Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation : participation, autorégulation et régulation privée », *préc.* p. 24

Pour toutes les raisons exposées, la légitimité de l'intervention du privé nous semble au moins contestable, ce qui n'empêche pas de reconnaître le potentiel de ses dispositifs.

§2. Le potentiel des instruments privés

580. **Plan.** En amont, la qualité la plus remarquable des instruments privés consacrant des engagements éthiques réside dans l'incitation qu'ils génèrent pour opérer des changements législatifs (A) ; en aval, plusieurs normes démontrent qu'ils pourraient avoir une portée plus large que celle qu'on aurait pu prévoir (B).

A. Instruments éthiques comme vecteurs des changements législatifs

581. **Adaptation.** On a affirmé que les codes de bonne conduite permettraient notamment aux législations fondées sur le droit romain (législations continentales) de s'adapter aux contraintes historiques¹²³³ remédiant aux inadéquations de la législation en vigueur. Cette incitation se produit notamment lorsque les usages consacrés dans les codes sont mieux acceptés.

582. **Adoption formelle de l'engagement éthique.** Cette adaptation a lieu normalement parce qu'à travers un acte formel, tel qu'une loi, le pouvoir public reprend le contenu du code. Nous avons déjà cités quelques exemples au moment d'analyser les codes de conduite, limitons-nous alors à évoquer la *Ley de mercado de valores* mexicaine qui a repris plusieurs obligations qui étaient auparavant consacrées aux codes d'éthique professionnelle¹²³⁴, et le code des meilleures pratiques corporatives (CCE/1999) mexicain, élaboré par une institution privée, le *Consejo coordinador empresarial*. L'année suivante, la CNBV lui a donné le caractère de norme légale, obligatoire pour les entreprises qui participent à la Bourse mexicaine de valeurs¹²³⁵.

En droit français, l'article L. 612-29-1 CMF dispose que l'ACP « publie un recueil de l'ensemble des codes de conduite, règles professionnelles et autres bonnes pratiques constatées ou recommandées dont elle assure le respect ». L'incorporation au système juridique classique est ainsi facilitée.

583. **Surveillance de l'engagement éthique.** Dans le domaine international, en 2004, l'OICV a publié un premier code de bonne conduite concernant les agences de notation (*Code*

¹²³³ Heriberto Garcia, *et al.*, *préc.* p. 19.

¹²³⁴ *Idem.* p. 20.

¹²³⁵ *Idem.* p. 4.

of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) auquel les agences pouvaient adhérer volontairement. Cependant, son application est devenue soumise à surveillance en vertu de l'invitation, réalisée par la Commission européenne au CERVM, à contrôler la bonne application du code de l'OICV et à lui faire rapport tous les ans¹²³⁶. Il faut aussi remarquer que dans le contrôle des agences de notation, la technique des codes de conduite semble être en retrait, considérant l'adoption d'un règlement communautaire à ce propos¹²³⁷. Dans ce cas, c'est plutôt la défaillance de l'instrument souple qui aide à l'évolution législative.

584. **Les autorités des codes éthiques.** La principale vertu des codes de conduite consiste à inciter la production des changements législatifs. Elle explique les évolutions majeures que l'on peut constater dans le régime des codes de conduite contemporains : l'instauration de comités d'éthique, autorités qui surveillent le respect du code¹²³⁸ et la création de mécanismes destinés à diffuser leur contenu parmi les personnes qu'il veut régir. Comme nous l'avons évoqué, l'instauration des autorités du code serait la conséquence du processus de juridicisation et de la reprise par les pouvoirs étatiques du contenu des codes. Les autorités (privées) du code sont ainsi, un essai cherchant à garder la maîtrise des normes posées, d'éviter l'immixtion des pouvoirs publics et la déformation des normes par l'activité des juges¹²³⁹.

585. **Normes techniques.** Les codes de conduite sont aussi conçus comme une nouvelle forme de régulation destinée à faciliter l'élaboration de normes techniques. Ils auraient ainsi un caractère normalisateur¹²⁴⁰. En matière financière, la normalisation a eu lieu notamment en matière de comptabilité à travers les standards élaborés par la IASB (*International Accounting Standards Board*). À cet égard, plus qu'un vecteur des changements législatifs, la normalisation trouve son potentiel grâce à l'action de la jurisprudence. En effet, la qualification de source de droit des normes techniques a été en principe niée, et si elle est parfois admise aujourd'hui, c'est à travers l'affirmation de la jurisprudence comme source de

¹²³⁶ V. l'exposé de motifs du Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit.

¹²³⁷ Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit, JOUE n° L 302, 17 nov. 2009, p. 1 et rectificatif au JOUE n° L 350, 29 déc. 2009, p. 59.

¹²³⁸ Selon une étude réalisée sur un échantillon de 118 codes d'entreprises, 71 % d'entre eux prévoyaient un système de surveillance quasiment exclusivement interne et souvent attribué à la direction des sociétés. *Codes de conduite : étude exploratoire sur leur importance économique. Groupe de travail du comité des échanges de l'OCDE*, préc. p. 33. Cf. Marie Brac, préc. p. 8.

¹²³⁹ Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés », préc. p. 55. V. aussi André Sobczak, « Le cadre juridique de la responsabilité sociale des entreprises en Europe et aux États-Unis », *Droit social*, n° 9-10, septembre-octobre 2002, p. 807 ; François-Guy Trébulle, préc. spéc. n° 6.

¹²⁴⁰ La normalisation est définie comme « (...) un document de référence comportant des solutions à des problèmes techniques concernant les produits, les biens et les services, élaboré par toutes les parties intéressées et "validé" par un organisme "qualifié" ». Laurence Boy, *Normes*, préc. p. 11.

droit. Cette affirmation a deux justifications : d'abord, parce que les décisions de justice posent des règles générales et impersonnelles¹²⁴¹, et ensuite parce que si, comme certains l'affirment, la juridicité d'une règle provient de la possibilité de fonder une prétention devant un juge ou un arbitre¹²⁴², la normalisation est bel et bien une source de droit parce que les juges font référence à ce genre de normativité¹²⁴³.

Cela nous conduit à analyser le potentiel des instruments éthiques à travers leur sanction.

B. Sanction (éventuelle) des instruments privés

586. **Précision.** Les instruments qui matérialisent l'intervention du privé demeurent le plus souvent dans le domaine du volontaire ; leur méconnaissance donc n'est pas susceptible de sanction au sens restreint (1). L'affirmation précédente doit être nuancée, d'abord, parce que comme nous verrons *infra* dans les développements concernant le droit souple, il acquiert parfois une sanction par voie jurisprudentielle, de cette manière tous les mécanismes que nous citerons à ce propos sont ici applicables. Nous allons donc restreindre cette analyse à l'évocation de certaines normes qui concernent uniquement l'intervention du privé, principalement la RSE (2).

1. Limite : le monopole étatique de la coercition

587. **Questionnement.** Pendant longtemps, on a affirmé que la juridicité d'une norme réside dans sa sanction étatique, niant ainsi la juridicité des normes non sanctionnées. On peut, toutefois, soutenir une lecture différente du mot sanction, la prendre dans son sens substantiel « à savoir la prise en compte formelle de comportements par le droit, de telle sorte que si le droit est toujours sanctionné, il n'est pas toujours assorti des sanctions répressives »¹²⁴⁴. Le critère de la juridicité serait, de ce fait, l'éventualité du recours à un juge ou à un arbitre. C'est le juge qui acceptera ou non de sanctionner un comportement à l'égard de la norme juridique¹²⁴⁵. À l'égard du droit autorégulateur, la position de la jurisprudence n'est pas vraiment favorable.

¹²⁴¹ Le droit anglo-saxon est le principal exemple, de même que le droit administratif français.

¹²⁴² On parle plutôt du critère de « justiciabilité ». Dans ce sens, tout le courant de sociologie juridique inspiré par les études Kantorowicz, notamment Jean Carbonnier, *Sociologie juridique*, Sociologie juridique, Quadrige, PUF, 1994, *spéc.*, p. 194. V. aussi Philippe Jestaz, « La sanction ou l'inconnue du droit », *D.*, Chron. XXXII, 1986, pp. 196-206.

¹²⁴³ Laurence Boy, *Normes, préc.* p. 11.

¹²⁴⁴ G. de la Pradelle, *Essai d'introduction au droit français*, Erasme, 1990, n° 79 et s. et M. Miaille, « Définir le droit », *Droits*, PUF, n° 11, 100, les deux cités in Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 3.

¹²⁴⁵ Bruno Oppetit, « L'engagement de l'honneur », *Dalloz*. 1979, Chron., cité in Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 3.

588. **Principe.** La jurisprudence a refusé la possibilité d'avoir recours aux juridictions étatiques à l'occasion de l'application d'une sanction infligée par un groupement privé. De cette manière, la jurisprudence a affirmé l'*indépendance de l'ordre juridique étatique par rapport aux ordres juridiques privés*¹²⁴⁶.

La question s'est posée à propos « des ordres juridiques privés investis d'une mission de service public et dotés de prérogatives de puissance publique »¹²⁴⁷. Le recours pour excès de pouvoir permet en effet de contrôler les actes réglementaires de ce genre d'autorités, et aussi les sanctions appliquées sous le fondement d'une normativité privée.

Dans la mise en œuvre de ce contrôle, le Conseil d'État, la Cour de cassation et la cour d'appel de Paris ont considéré que les sanctions ne produisent des effets que dans la seule sphère interne à la personne morale de droit privé qui les a adoptées¹²⁴⁸.

Il faut se rappeler à cet égard que l'édiction des normes privées peut revêtir deux formes, l'une d'elles se définissant sous forme décrétales. C'est le cas de certains codes de déontologie professionnelle. Le Professeur Filali Osman considère que, dans ces cas, l'édiction sous forme décrétales constitue une réception de la norme privée par l'ordre juridique étatique, produisant une intégration de la norme professionnelle dans la pyramide des normes publiques¹²⁴⁹.

Cependant, dans l'exercice du pouvoir de contrôle, la jurisprudence n'a pas toujours effectué la distinction entre les sanctions prévues par une normativité privée *stricto sensu*, et les mêmes sanctions édictées par décret¹²⁵⁰. Elle nie ainsi l'intégration des normes professionnelles, objets d'une réception formelle de la part de l'ordre juridique dans le bloc de légalité auquel sont soumises les conventions¹²⁵¹.

Dans une démarche plus cohérente, le Conseil d'État, parfois appuyé par la Cour de cassation, n'a accepté que de contrôler la légalité des règlements et des sanctions prises sur le fondement d'un code ayant été l'objet d'un agrément ministériel¹²⁵².

La jurisprudence réaffirme donc le monopole de la sanction dont jouit l'État. Ce faisant, elle différencie la normativité étatique de la normativité privée¹²⁵³. La coercition appartient encore

¹²⁴⁶ Filali Osman, *préc., spéc.* p. 517.

¹²⁴⁷ *Idem.*, p. 518.

¹²⁴⁸ *Idem., spéc.* p. 518 et ss. L'auteur cite plusieurs décisions qui vont dans ce sens.

¹²⁴⁹ *Idem., spéc.* p. 520.

¹²⁵⁰ V. CA Paris, 30 mars 1994, *SCI La Grillonnière c/ Mme. G. et al. JCP G*, 1994. IV.1470 le cité in Filali Osman, *préc., spéc.* p. 520.

¹²⁵¹ Filali Osman, *préc., spéc.* p. 521.

¹²⁵² V. les arrêts cités in Filali Osman, *préc., spéc.* p. 521.

¹²⁵³ Cette démarche peut aussi être analysée comme une réhabilitation de la séparation des pouvoirs.

au monopole de l'État et elle ne peut pas bénéficier des entités privées, cela sans préjudice de ce qu'on développera *infra* à propos du droit souple et de certaines interprétations de la normativité éthique, qu'on développera ci-dessous.

2. *Potentiel de la RSE*

589. **En doctrine.** Des auteurs¹²⁵⁴ ont en effet envisagé la possibilité de donner à la responsabilité sociale de l'entreprise une portée plus large à travers le jeu de différents processus.

590. **Communication d'information inexacte.** D'abord, il y a la conjugaison entre les articles L. 225-102-1 et L. 225-251 du Code de commerce. Le premier, consacrant la RSE, établit l'obligation d'élaborer un rapport qui, parmi d'autres informations, doit contenir « des informations sur la manière dont la société prend en compte les conséquences sociales et environnementales de son activité ainsi que sur ses engagements sociétaux en faveur du développement durable et en faveur de la lutte contre les discriminations et de la promotion des diversités » (l'article L. 225-102-1 du Code de commerce). L'article L. 225-251 du Code de commerce, pour sa part, établit la responsabilité civile des administrateurs : « Les administrateurs sont responsables individuellement ou solidairement, selon le cas, envers la société ou envers les tiers, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables (...) ».

De cette façon, la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse, à l'égard de la RSE, constituerait une infraction à l'article L. 225-102-1 du Code de commerce. Au surplus, l'article 242-6-2° du Code de commerce punit la publication ou la présentation aux actionnaires des comptes annuels ne donnant pas une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice, de la situation financière et du patrimoine, en vue de dissimuler la véritable situation de la société. Ainsi, « les erreurs commises dans la prise en compte d'éléments liés à l'environnement au sein des comptes annuels pourront caractériser l'élément matériel de l'infraction »¹²⁵⁵.

591. **Délit de fausse information.** En matière de marchés financiers, s'il s'agit d'une société cotée sur les marchés financiers, l'information inexacte, imprécise ou trompeuse est constitutive d'une atteinte à la bonne information du public, et expose la société à des

¹²⁵⁴ François-Guy Trébulle, *préc., spéc.* p.1052 ; Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc., spéc.* p. 11.

¹²⁵⁵ Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir ?, *préc.*,

sanctions administratives. Ainsi, le délit de fausse information (article L. 465-2 CMF, deuxième alinéa) pourrait être caractérisé par la diffusion au public de fausses informations relatives à la mise en œuvre de la RSE contenues dans les rapports établis par la société, compte tenu du fait que cette information porte sur la situation d'un émetteur et qu'elle peut avoir une incidence sur le cours des titres dont l'information a été divulguée au public¹²⁵⁶.

À cet égard, nous pouvons citer l'arrêt de la chambre commerciale du 27 avril 2011¹²⁵⁷, comme un exemple du « saisissement possible de la divulgation d'informations extrafinancières par le droit boursier »¹²⁵⁸. Dans ce cas, l'AMF avait appliqué des sanctions par la communication d'informations inexactes (une société d'exploration et exploitation d'hydrocarbures, informant sur ses réserves pétrolières y avait intégré des réserves de tiers). Même si la correction de l'information n'avait pas affecté le cours des titres la Cour retient que « la connaissance du caractère erroné de ce communiqué était une information qu'un investisseur raisonnable aurait été *susceptible d'utiliser* comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement, de sorte qu'elle était susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre ». On remarque, parmi d'autres éléments relevés par le Professeur Trébulle qu'« on voit par l'exemple la nécessité de tenir compte de toutes les informations susceptibles d'être importantes »¹²⁵⁹.

592. **Faute de gestion.** Cependant, les cas où l'information est véridique, même si mauvaise à l'égard de la RSE, ne seraient pas concernés par ces normes. Prenant en compte cette dernière difficulté, le Professeur François Guy Trébulle se demande si « (...) la mauvaise gestion de l'environnement par l'entreprise n'est pas susceptible d'être analysée en une faute de gestion pure et simple, notamment dans le cas où la révélation tardive d'un passif environnemental négligé entraînerait l'ouverture d'une procédure collective »¹²⁶⁰. C'est une question qui reste ouverte à la réponse de la jurisprudence, au moment où elle sera invoquée.

593. **Publicité trompeuse/obligation naturelle.** Pour certains, les chartes ou codes participent à l'image de l'entreprise, de telle façon qu'une contravention à ceux-ci pourrait donner lieu à une sanction sur le fondement de la publicité trompeuse ou de l'obligation naturelle¹²⁶¹.

¹²⁵⁶ François-Guy Trébulle, *préc.* p.1053.

¹²⁵⁷ Cass. com., 27 avr. 2011, n° 10-12.125.

¹²⁵⁸ François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *préc.* n° 4.

¹²⁵⁹ Italiques par nous. Dans le même sens « l'affaire Shell », JCP E 2007, 1957, n° 30.

¹²⁶⁰ *Idem.* p.1052.

¹²⁶¹ *Idem.* V. aussi Marie Brac, *préc.* p. 13.

Nous considérons que les notions analysées dans ce chapitre, avec leurs principales manifestations et mises en œuvre, montrent les principales facettes de l'intervention du privé dans les processus de régulation. Nous espérons avoir eu l'équanimité suffisante pour expliquer tant les fondements de ces mécanismes, que leurs défaillances et leur potentiel à l'égard du droit de la régulation des marchés financiers.

Chapitre 2 : L'internationalisation des sources normatives

594. **Droit et territoire.** Le droit classique nous enseigne que comme la loi trouve sa source dans l'État, elle a comme limite d'action le territoire de l'État qui l'a édictée. Depuis longtemps toutefois, les rapports commerciaux ne sont plus restreints au territoire d'un État déterminé, le principe de la territorialité du droit étatique ne sachant pas comment s'appliquer dans une économie mondialisée¹²⁶².

595. **Commerce international.** D'abord, c'est le commerce en général qui s'est vu affecté par la globalisation économique. Il devient ainsi régi non seulement par les lois nationales mais aussi par le droit du commerce international. La naissance de ce dernier a été justifiée par les difficultés d'application que présentait la méthode des conflits des lois, source d'inefficacité. Cette méthode est remplacée par des lois uniformes qui prennent leurs sources dans les conventions internationales. Tout cela est favorisé par l'apparition des institutions internationales chargées de la rédaction et de l'application des conventions internationales, notamment lorsque ces institutions sont accompagnées d'un organe de règlement des différends (O.R.D) investi de la faculté de faire respecter les obligations des pays membres. Les principaux organismes internationaux à la tête de l'ouverture des marchés furent le FMI et la Banque mondiale à travers le consensus de Washington (1989) : corpus de mesures standard appliquées aux économies en difficulté, dont la plus importante à l'égard de ce travail était la déréglementation. Le phénomène est semblable en matière de marchés financiers.

596. **L'ouverture des marchés financiers.** Jusqu'à la Seconde Guerre mondiale, les marchés financiers étaient normalement réglementés par des lois nationales et ils étaient cloisonnés. Le paradigme classique du droit territorial était donc applicable. Cependant, il commence à être mis en cause en Europe, par la liberté de circulation accordée depuis 1957 (marché commun) et, notamment, à partir des années 80, par l'ouverture des marchés, mise en

¹²⁶² Sur les antécédents historiques de l'actuelle mondialisation Cf. Jean-Louis Halpérin, *Profils des mondialisations du droit*, Dalloz, 2009, 434 pp. Sur les problèmes qui peuvent avoir lieu comme conséquence des opérations transfrontalières V. Beinan Xue-Bacquet, *préc., spéc.* p. 460 et ss.

place grâce à un triple mouvement connu comme « les 3 D »¹²⁶³ (déréglementation¹²⁶⁴, désintermédiation¹²⁶⁵ et décloisonnement¹²⁶⁶), mais aussi par des changements plus factuels.

597. **L'instrument.** L'instrument consolidant le processus dans le domaine européen fut l'Acte unique de 1986 qui consacre les « quatre libertés » : libre circulation des marchandises, des services, des personnes et des capitaux ; cette dernière étant entrée en vigueur à partir du 1^{er} juillet 1990, en vertu de la directive du 24 juin 1988¹²⁶⁷.

598. **La déréglementation.** Elle vise en général la suppression de contraintes réglementaires de source étatique ; en matière financière, elle se traduit par un processus de démantèlement des dispositifs de contrôle des changes et des restrictions aux mouvements de capitaux réalisés afin de favoriser les échanges internationaux. La déréglementation fut entendue à cet égard, comme un facteur d'efficacité, dans le sens où elle constituerait une source de flexibilité permettant la participation des agents étrangers dans les marchés nationaux.

599. **Le décloisonnement.** Il s'agit d'un processus de suppression des frontières entre des marchés nationaux et aussi entre des produits financiers. Les marchés nationaux s'ouvrent à l'international, à de nouveaux intervenants et à de nouvelles opérations, les différents compartiments des marchés (marchés monétaires, marché des changes, marché à terme), explosent en s'ouvrant à d'autres compartiments. Il produit en conséquence une transversalité des activités, par exemple les banquiers et les assureurs sont aussi des investisseurs dans les marchés financiers¹²⁶⁸.

600. **La désintermédiation.** Le terme désintermédiation vise la possibilité donnée aux

¹²⁶³ Sur les rapports entre les 3 D et les particularités de l'encadrement des marchés financiers Cf. Henri Bourguinat, *Finance internationale*, PUF, Paris, IV^{ième} édition refondue en 1999, 780 pp. ; Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, éd. Transactive, CD-ROM, 2000, et éd. Lulu (papier), n° 50 et ss.

¹²⁶⁴ Cf. Thierry Bonneau, *Droit bancaire, préc., spéc.* n° 20.

¹²⁶⁵ Cf. Idem, *spéc.*, n° 21

¹²⁶⁶ Cf. Idem, *spéc.*, n° 22.

¹²⁶⁷ Directive 88/361/CEE du Conseil du 24 juin 1988 pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité, Journal officiel n° L 178 du 08/07/1988 p. 0005 - 0018

¹²⁶⁸ Jean-Paul Valette, *préc.* p. 207. Nous voulons souligner que ce processus explique le souhait de mettre en place des régulateurs uniques surveillant l'ensemble des secteurs et destiné à leur procurer un seul interlocuteur (application de la théorie du guichet unique) en matière de réglementation et aussi à faciliter le contrôle des risques. Ce souhait se traduit par une tendance aujourd'hui constatable dans la régulation des marchés : l'unification des secteurs régulés sous une seule autorité, dont le principal exemple est la FSA qui étend son pouvoir aux secteurs financier, bancaire et assurantiel. La même voie est suivie par la Suède, l'Allemagne, et la Norvège. En matière communautaire, on parle du « principe fondamental du guichet unique » destiné à empêcher le chevauchement des compétences communautaires et nationales en les répartissant selon un seuil. Rapport M. Jean-Pierre Moussy, présenté au nom de la section des finances, II – 1, in <http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/docton/03052810.PDF>, II-41.

opérateurs internationaux d'avoir un recours direct aux marchés financiers, sans besoin de passer par des intermédiaires financiers ou bancaires. La finance directe des marchés s'est développée pour faciliter la rencontre des épargnants et des emprunteurs, au détriment de la finance indirecte caractérisée par la transformation bancaire de l'épargne en prêts accordés aux emprunteurs¹²⁶⁹.

601. **L'innovation technologique.** La principale condition factuelle qui favorise l'ouverture des marchés fut donnée par des changements techniques connus sous le nom d'innovation ou d'automatisation¹²⁷⁰. Les effets de cette automatisation sont au nombre de quatre¹²⁷¹ : elle a permis le développement des nouveaux systèmes de négociation et d'espaces virtuels où circulent des produits financiers et l'information¹²⁷² ; elle a effacé le besoin d'un intermédiaire, nécessaire dans les bourses traditionnelles ou dans les négociations téléphoniques ; elle a réduit les coûts des transactions, ce qui permet l'entrée de nouveaux participants dans le marché. Enfin, elle a diminué le temps nécessaire pour conclure une affaire et pour transmettre ou diffuser l'information des marchés¹²⁷³.

602. **La dématérialisation.** Dans les marchés financiers, sont commercialisés des instruments financiers qui peuvent toucher des biens situés dans n'importe quel État. La marchandise vendue peut être transportée d'un bout à l'autre du monde, instantanément et sans besoin de payer un coût significatif, grâce au manque de matérialité des instruments financiers¹²⁷⁴.

Ces cinq éléments réunis (les 3 D, l'innovation technologique et la dématérialisation) ont permis la libre circulation des flux financiers d'un bout à l'autre du globe, ouvrant les marchés à presque tout le monde, sans égard à la nationalité ou la résidence. Les opérateurs, tant au niveau des entreprises cotées qu'au niveau d'intermédiaires ou d'analystes, changent aussi en faisant se multiplier les entreprises qui dépassent « les frontières nationales pour

¹²⁶⁹ http://www.crdp-montpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4_lexique2.html

¹²⁷⁰ Cf. Georges Daladier Abi-Rizk, « L'Internet au service des opérations bancaires et financières », *Thèse Paris II*, 2006, 487 pp. Plus récemment V. le *High frequency trading : IOSCO, Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency*, CR 02/11, July 2011 ; Thierry Bonneau, « High frequency trading », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2011, comm. 213 ; ESMA, *Consultation paper, Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investments firms and competent authorities*, 20 July 2011/ESMA/2011/224 ; Thierry Bonneau, « HFT, DMA et SA », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2011, comm. 214. Plus généralement : Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit. spéc.* n° 1324 et ss., 1340 et ss., 1351 et ss., 1357 et 1358.

¹²⁷¹ Ian Domowitz & Ruben Lee, « The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems », Working Paper, *Oxford Finance Group and Northwestern University*, n° 5, 1996.

¹²⁷² Marie-Anne Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *préc.* p. 127.

¹²⁷³ Adde. Thierry Bonneau et France Drummond, *op. cit.* n° 1324 et ss.

¹²⁷⁴ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *préc., spéc.* p. 47.

former ce qu'il est convenu d'appeler "firmes multinationales" »¹²⁷⁵.

603. **Diagnostic.** Les marchés financiers ont besoin d'un encadrement¹²⁷⁶, d'abord parce que tout marché en a besoin et notamment parce qu'ils sont globalisés, car leur caractère global peut faciliter, par exemple, le blanchissement de capitaux. Cependant, l'encadrement que connaît le droit est constitué par les normes juridiques, instruments classiques de régulation qui n'ont pas la capacité d'agir ailleurs que sur le territoire national. Comme le contexte dans lequel le principe de la territorialité s'est développé n'existe plus, ni en matière de marchés financiers, ni en matière d'Internet, et même dans d'autres domaines soumis à la régulation, on peut affirmer que la territorialité des règles juridiques est dépassée par la force des faits. Cette situation a incité différents organismes, même ceux qui apparaissent éloignés du domaine financier tel que l'OMC¹²⁷⁷, à vouloir prendre en charge la régulation des marchés financiers, assumant un nouveau rôle. Face à la constatation de l'impossibilité pratique d'imposer une régulation intégrée mondiale, ces différents organismes ont opté pour une régulation moins ambitieuse mise en œuvre à travers les instruments du droit souple, plus particulièrement à travers les normes supra étatiques.

604. **Bouleversement du droit classique.** En examinant les normes appliquées dans les marchés financiers, les juristes sont obligés de remettre en cause les paradigmes qui fondent le droit classique, notamment la territorialité, car on trouvera des normes :

- effectivement appliquées par différents pays ;
- même si elles ne sont pas sanctionnées, au sens restreint du mot sanction¹²⁷⁸. En effet, il arrive dans cette matière, nous le remarquerons aussi dans d'autres parties de ce travail, que les nouvelles formes de régulation se mélangent; elles sont aussi décloisonnées ;
- adoptées par des organismes internationaux, mais qui ne sont pas des autorités supranationales et qui, parfois, sont même des instances privées, voire plus, adoptées par des instances qui échappent à tout effort de qualification ;
- de plus, d'autres fois, on retrouve des normes nationales avec un effet extraterritorial.

¹²⁷⁵ Claude Leclercq, *préc.*, p. 67.

¹²⁷⁶ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *préc., spéc.*, p. 47

¹²⁷⁷ V. Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 491 et ss.

¹²⁷⁸ Elles font partie du droit souple, V. *infra* N°698 et ss.

605. **Plan.** Le besoin de réguler internationalement les marchés financiers a donné origine à des coopérations de toutes sortes (Section 1). Parmi celles-ci, le système adopté au niveau régional par l'Union européenne est particulièrement intéressant (Section 2).

Section 1 : La régulation internationale des marchés financiers

606. **Le besoin d'une régulation nouvelle.** L'utilité des nouvelles formes de régulation se manifeste avec évidence dans le besoin d'uniformiser la réglementation des marchés financiers. Les solutions apportées à ce problème ont pu être de deux sortes :

- Dans la prise en charge de la régulation de la part des régulés eux-mêmes, tels que les opérateurs des marchés financiers, à travers l'autorégulation et la déontologie, car ce genre d'instruments n'a pas besoin d'un pouvoir normatif extérieur pour se mettre en œuvre. Ce sujet a été analysé dans ce travail à propos de l'intervention du privé et le sera aussi *infra* à propos du droit souple.

- Dans la prise en charge de la régulation par les États et les organisations internationales¹²⁷⁹. Cette dernière réponse au besoin de réguler (on dit bien réguler et non pas réglementer) internationalement les marchés financiers prend deux formes : la coopération entre les autorités nationales de régulation (§1) et la création d'organisations internationales avec des ambitions régulatrices (§2).

§1. La coopération interétatique

607. **Manifestations.** La coopération entre régulateurs est perçue comme un élément essentiel pour obtenir une régulation financière efficace, mais elle sert aussi aux pays plus développés pour promouvoir les modèles nationaux de supervision¹²⁸⁰. Presque toutes les législations analysées dans ce travail ont prévu des normes concernant à la mise en œuvre des relations internationales de leurs régulateurs respectifs (A). Plusieurs organismes regroupant des régulateurs nationaux sont aussi nés (B).

A. Régimes nationaux organisant la coopération

608. **Plan.** Commençons par l'exposition des régimes de coopération des pays du Nord (1) pour ensuite examiner celle des pays latino-américains.

¹²⁷⁹ Cf. Thierry Bonneau et France Drummond, *op. cit.* n° 44 et n° 307 et ss.

¹²⁸⁰ C'est un des objectifs de la coopération française.

1. Régime de coopération des pays développés

609. **France.** Avant la loi de régulation bancaire et financière, le régime légal de la coopération entre les régulateurs ne reflétait pas vraiment l'activité développée par l'AMF¹²⁸¹, le Code monétaire et financier indiquant en général (Art. 621-1) que l'autorité apporte son concours à la régulation des marchés financiers aux échelons européen et international. Aujourd'hui, la loi précise que « dans l'accomplissement de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend en compte les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Union européenne et de l'espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et de l'Union européenne en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision de l'Union européenne. Elle coopère avec les autorités compétentes des autres États ».

Le rapport que l'AMF doit remettre au président de la République et au Parlement doit aussi exprimer « les évolutions du cadre réglementaire de l'Union européenne applicables aux marchés financiers, et dresse le bilan de la coopération avec les autorités de régulation de l'Union européenne et des autres États membres » (Art. L. 621-19 CMF).

610. **Distinction.** Le régime de coopération français fait une distinction selon que l'autorité partenaire fait ou non partie de la Union européenne ou de l'accord sur l'espace économique européen. Ainsi, les accords avec des autorités appartenant à un État qui n'en fait pas partie¹²⁸², sont réglementés à l'article L. 632-7 CMF. L'objet de ces accords est notamment l'échange d'informations destiné à l'exécution des missions des autorités. Des limites sont établies :

- les informations communiquées doivent bénéficier de garanties de secret professionnel au moins équivalentes à celles auxquelles sont soumises les autorités françaises parties à ces accords ;
- les autorités étrangères doivent être homologues de l'AMF ou avoir à leur charge un des domaines explicités dans la même norme¹²⁸³ ;

¹²⁸¹ Nicolas Rontchevsky, Michel Storck, « Une tentative de réponse française à la crise financière : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *préc.*

¹²⁸² Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 307-6.

¹²⁸³ Responsables de la surveillance des établissements de crédit, des établissements de paiement des autres établissements financiers et des entreprises d'assurance et des marchés financiers ; ou chargées des procédures collectives des entreprises d'investissement et de toute autre procédure analogue ; ou chargées de procéder au contrôle légal des comptes des entreprises d'investissement et des autres établissements financiers, des établissements de crédit, des établissements de paiement et des entreprises d'assurance, dans le cadre de l'exercice de leurs fonctions de surveillance, ou de l'exercice de leurs fonctions dans le cas des gestionnaires des

- si l'information que possède l'AMF provient d'une autorité d'un autre État, les informations ne peuvent être divulguées sans l'accord exprès de l'autorité qui les a communiquées et, le cas échéant, aux seules fins pour lesquelles elle a donné son accord.

611. **Résultats.** Depuis sa création, et étant liée par les accords signés par l'ancienne COB, l'AMF a signé nombreux accords de coopération¹²⁸⁴. Un exemple remarquable, parce qu'il concerne une organisation privée, est l'accord signé le 14 décembre 2010 par l'AMF et la *National Futures Association* (NFA), association autorégulatrice de l'ensemble des professionnels des marchés dérivés américains, agréée pour les dérivés, reconnue par la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) américaine depuis septembre 1981¹²⁸⁵. L'objet de cet accord est de donner une assise « à leurs échanges d'informations relatives à la surveillance et à la supervision financière des marchés aux fins de mettre en œuvre de façon plus efficiente leurs fonctions de régulateurs et de superviseurs vis-à-vis des prestataires de services d'investissement placés sous leur autorité ».

Les accords avec des autorités appartenant à l'Union européenne¹²⁸⁶ ou à l'accord sur l'espace économique européen sont réglementés par les articles L. 632-8 à L. 632-11 CMF. Il s'agit d'un régime très semblable à celui qu'on vient de décrire, les différences tendant à spécifier le traitement de certaines informations (par exemple, certaines doivent être transmises à l'ACP) et les autorités qui sont considérées comme homologues. L'article L. 632-8 CMF désigne l'AMF comme étant la seule autorité servant de point de contact pour recevoir les demandes d'échanges d'information ou de coopération. La norme impose certaines conditions :

- L'information est communiquée à l'autorité compétente de l'autre État membre, c'est-à-dire celle qui a été désignée comme point de contact pour l'application du paragraphe 1 de l'article 56 de la directive concernant les marchés d'instruments financiers¹²⁸⁷ ou celle compétente pour l'application de la directive OPCVM¹²⁸⁸.

systèmes d'indemnisation ; ou responsables de la surveillance des organismes intervenant dans les procédures collectives des entreprises d'investissement, ou dans toute autre procédure analogue ; ou responsables de la surveillance des personnes chargées du contrôle légal des comptes des entreprises d'assurance, des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des autres établissements financiers.

¹²⁸⁴ www.amf.fr

¹²⁸⁵ http://www.amf-france.org/documents/general/9762_1.pdf

¹²⁸⁶ Cf. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit.*, n° 307-3 et ss.

¹²⁸⁷ Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004

¹²⁸⁸ Directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 portant sur la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

- Certaines informations reçues¹²⁸⁹ sont transmises à l'ACP.
- Si l'information provient d'une autorité tierce et que celle-ci veut maintenir la réserve de cette information, elle doit demander cette réserve au moment de la communication. Sauf dans le cas des informations qui doivent être transmises à l'ACP, car celles-ci ne peuvent être communiqués « qu'avec le consentement exprès des autorités compétentes qui les ont divulgués et qu'aux fins desquelles ces autorités ont donné leur consentement, sauf si l'urgence le justifie. Dans ce dernier cas, l'Autorité des marchés financiers informe immédiatement son homologue qui a envoyé les informations ».

On remarque que le Code monétaire et financier depuis la loi de régulation bancaire et financière, autorise les infrastructures de marché françaises à communiquer des informations couvertes par le secret professionnel à des infrastructures de marché homologues ou à des autorités de régulation étrangères (Art. L. 621-17 CMF).

612. **États-Unis.** La SEC a signé plus de trente accords d'assistance mutuelle bilatéraux sous le nom de *Memorandum of Understanding* (MOU), lesquels précisent les conditions et modalités de coopération entre régulateurs. Elle peut aussi faire usage des accords d'assistance mutuelle en matière pénale signés par les États-Unis, parce que les violations du droit boursier fédéral peuvent être sanctionnées pénalement. Il y a aussi des accords multilatéraux. En 2001, 2003 et 2007, la SEC a signé des accords avec les autorités de contrôle du Groupe Euronext, lesquels furent remplacés par un nouvel accord en 2010¹²⁹⁰.

613. **Royaume-Uni.** La FSA coopère, elle aussi, avec des autorités étrangères. Outre sa participation à la préparation des réglementations européennes, elle entretient des contacts bilatéraux ou multilatéraux afin d'organiser des méthodes de coordinations et d'entraide. Elle participe aussi aux organismes de coopération internationaux et européens dans les trois domaines qui sont de sa compétence : les banques, l'assurance et les marchés financiers¹²⁹¹.

2. Régime de coopération des pays latino-américains

614. **Réciprocité.** Les législations latino-américaines prévoient elles aussi la possibilité d'établir des accords avec d'autres régulateurs. Un trait caractérise ces accords : ils sont toujours soumis à la réserve de réciprocité.

615. **Colombie.** En Colombie, la loi prévoit une coopération avec des autorités étrangères

¹²⁸⁹ Celles reçues au titre de l'article L. 632-8 CMF, du II de l'article L. 612-44 et des articles L. 621-23 et L. 632-7 CMF.

¹²⁹⁰ Thierry Bonneau, « Contrôle du groupe Euronext », *RD. banc. et fin.* n°6, novembre 2010, comm. 236.

¹²⁹¹ André Delion, *préc.* p. 223.

soumises à certaines limites. D'abord, selon la loi, la *Superintendencia* doit promouvoir des mécanismes destinés à échanger des informations avec des autorités de surveillance étrangères compétentes dans les pays où les entités financières colombiennes réalisent des activités¹²⁹². Ensuite, la loi prévoit la possibilité donnée à la *Superintendencia* de fournir des informations confidentielles aux autorités étrangères, sous la condition de maintenir ce caractère. Sous réserve de réciprocité, les agents d'une autorité étrangère peuvent participer aux visites effectuées par l'autorité colombienne, dans la mesure où l'entité surveillée possède des filiales ou des liens avec une entité financière du pays respectif.

Toutes les limites posées par la législation colombienne nous semblent justifiables, d'abord parce que rien n'empêche la *Superintendencia* de promouvoir l'échange d'informations avec des autorités autres que celles où les entités financières colombiennes réalisent des activités, la norme établissant seulement les cas où cette coopération est obligatoire. Ensuite, la confidentialité et la réserve de réciprocité sont des mécanismes tendant à inciter la collaboration.

616. **Mexique.** Il est aussi prévu que la CNBV coopère avec des entités étrangères, collaboration qui est toujours soumise au principe de la réciprocité. L'autorité peut souscrire des conventions avec des organismes nationaux et internationaux qui jouissent des fonctions de surveillance et régulation¹²⁹³.

617. **Chili.** La législation chilienne confie à la *Superintendencia* la mission de « proportionner l'assistance technique et de collaborer dans les enquêtes destinées à établir des infractions à la législation de valeurs mobilières et d'assurance, à la demande d'entités régulatrices ou de surveillance étrangères ou d'organismes internationaux, en vertu des accords souscrits pour la coopération technique, pour l'échange d'information, pour la capacitation, et pour assistance réciproque dans les matières de sa compétence ».

La législation chilienne n'est pas aussi claire que la colombienne ou la mexicaine au moment d'établir la réserve de réciprocité. En tout cas, elle exige l'existence d'un accord préalable à la coopération et il nous semblerait surprenant qu'un tel accord ne soit pas réciproque.

618. **Diagnostic.** Malgré tous les efforts déployés, il semble que la coopération entre les régulateurs n'est pas aussi efficace qu'on le souhaiterait¹²⁹⁴. En Europe, le rapport Marini a

¹²⁹² Art. 326 n° 8 du Estatuto orgánico del sistema financiero.

¹²⁹³ Art. 4, s) de la Ley 3538 de 1980.

¹²⁹⁴ Cf. Regis Bismuth, La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public, préf. Jean-Marc Sorel, Bruylant 2011, 798 pp., spéc. n° 387.

souligné le manque de collaboration internationale entre les autorités¹²⁹⁵ relevant à ce propos deux causes :

- les juridictions non coopératives ont attiré des flux de capitaux croissants sans offrir de garanties de supervision et de transparence. La coopération volontaire ne peut rien faire face à cette situation ;

- la coopération entre les principaux régulateurs européens, et de ces derniers avec leurs homologues américains, même s'il n'y a pas eu de progrès, n'a pas eu pour conséquence des avancées juridiques concrètes¹²⁹⁶. Le rapport Larosière fait la même constatation¹²⁹⁷ : le manque de franchise et de coopération entre les autorités remarquant que lorsque le dialogue a existé, il n'a pas eu lieu assez tôt, ni de façon assez efficace.

619. **La confidentialité.** Parmi les sources de ces défaillances se trouvent des questions de confidentialité commerciale et des contraintes juridiques liées à l'échange d'information¹²⁹⁸. Comme nous l'avons vu au moment d'analyser les différentes normes concernant la coopération, la question du traitement de l'information est au centre des préoccupations des législateurs.

620. **Patriotisme juridique.** Une autre barrière à l'aboutissement de l'objectif de la coopération (une législation uniforme) se trouve dans la défense des modèles nationaux de régulation. Il ne s'agit pas d'une question purement théorique ; le régulateur français reconnaît expressément qu'un des objectifs qui sous-tend la coopération internationale en matière technique et de formation est la promotion du modèle français de supervision¹²⁹⁹.

Une alternative aux accords bilatéraux se trouve dans les regroupements des régulateurs nationaux.

B. Organisations internationales regroupant des régulateurs

621. **Quelques organisations.** Les normes analysées qui autorisent l'établissement des accords de coopération ne font pas de distinction selon qu'il s'agit d'accords bilatéraux ou

¹²⁹⁵ Philippe Marini, « Rapport d'information sur la crise financière et la régulation des marchés », *Doc. Sénat* n° 59, oct. 2009, *spéc.* p. 23-24.

¹²⁹⁶ *Idem.*

¹²⁹⁷ Rapport Larosière, *préc.*, N°159.

¹²⁹⁸ Jacques de Larosière, « The High-Level group on Financial supervision in the EU », *Report*, Brussels, February 25, 2009, *spéc.* n° 159.

¹²⁹⁹ Rapport annuel 2009, Autorité des marchés financier, pp. 212. Disponible in http://www.amf-france.org/documents/general/9478_1.pdf

multilatéraux. Elles sont donc applicables dans le cas présent¹³⁰⁰. Dans les paragraphes suivants, nous citerons les quatre organisations regroupant les régulateurs.

1. *North American Securities Administrators Association (NASAA)*

622. **Amérique du Nord.** L'association de superviseurs de valeurs d'Amérique du Nord existe depuis 1919. Elle est composée de 67 membres : les *agencies* régulatrices des États fédéraux des États-Unis, des provinces canadiennes, portoricaines, et la CNBV du Mexique. Les objectifs de cette organisation sont classiques : protection des investisseurs et épargnants¹³⁰¹, développement des travaux en matière de conseillers en investissements, intermédiaires, émetteurs et l'éducation de l'investisseur¹³⁰².

2. *Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV)*

623. **Ibéro-Amérique.** L'Institut ibéro-américain des marchés des valeurs mobilières¹³⁰³ a été créé en 1999 en tant qu'organisation sans but lucratif. Il est composé des autorités de 20 pays de la région et du Portugal. Sa mission : renforcer le développement des marchés de valeurs mobilières transparents et intégrés, améliorer la connaissance du fonctionnement et de la régulation de ces marchés, et renforcer la coopération entre superviseurs et régulateurs.

3. *Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA)*

624. **Aux Amériques.** Le Conseil d'autorités régulatrices de valeurs des Amériques est une entité qui a été créée en 1992¹³⁰⁴. Aujourd'hui, il est composé de 26 pays. Parmi eux, les États-Unis, le Mexique, le Chili et la Colombie. Il faut remarquer qu'il est composé non seulement des régulateurs publics, mais aussi de l'AMV colombien (autorégulateur du marché colombien des valeurs), qui a été admis comme membre le 27 septembre 2007. Les autorités des pays autres que ceux qui composent la région sont aussi admises en tant que membres associés.

Sa mission est d'analyser et de mettre en œuvre, au niveau régional, des stratégies pour obtenir un fonctionnement ordonné et efficient des marchés des valeurs de la région. Depuis quelques années, il travaille pour intégrer les marchés des valeurs de la région et pour établir un encadrement réglementaire uniforme.

¹³⁰⁰ Par exemple, la CNBV peut participer à des organismes de surveillance et de régulation financière au niveau national et international *V.* Art. 4 XXIV et XXV et l'article 9 de la Loi de la CNBV.

¹³⁰¹ http://www.nasaa.org/investor_education/Investor_Alerts___Tips/

¹³⁰² http://www.nasaa.org/investor_education/Financial_Education_Resources/

¹³⁰³ www.iimv.org

¹³⁰⁴ Son statut a été modifié en 2006 et il est disponible *in* <http://www.cvm.gov.br/port/relinter/espanhol/cosra/bylaw-s.asp>

Notre intérêt se penche sur le dernier article de son statut (art. 5) dénommé « effets légaux », conformément auquel le statut constitue une déclaration d'intentions de chaque membre par rapport à l'organisation et les opérations du COSRA. De cette façon, il ne peut pas être interprété, même partiellement, comme légalement contraignant pour les membres.

Malgré cela, une première étape de l'ambition d'intégration des marchés américains a été franchie avec la création des *Mercados Integrados Latinoamericanos*¹³⁰⁵ (MILA). Ils sont composés des bourses chiliennes, péruviennes et colombiennes. Pour le mettre en œuvre, un accord formel d'intégration a été signé le 9 novembre 2010 à Lima, lequel précise les modèles de négociation, de compensation et de liquidation. Le processus fut précédé d'une période de preuves à partir du 22 novembre 2010, les premières transactions ayant eu lieu en janvier 2011. Au niveau des normes, dans une première étape d'intégration, les réglementations nationales seront applicables. Cependant, les autorités ont manifesté le souhait d'avancer vers une deuxième étape en procédant à une régulation uniforme¹³⁰⁶.

4. Comité des régulateurs d'Euronext

625. **Autour d'une entreprise.** La particularité de cet organisme met en évidence le bouleversement du paradigme de la territorialité. Il s'agit d'une entité regroupant les régulateurs compétents à l'égard d'une entreprise, et non pas d'un territoire. Autrement dit, il démontre la mise en cause du territoire étatique comme référent de compétence. Euronext est la plate-forme européenne de NYSE Euronext. Ce comité réunit les cinq régulateurs des marchés des pays où Euronext est présent : l'AMF, l'AFM (Pays-Bas), la CBFA (Belgique), la CMVM (Portugal) et la FSA (Royaume-Uni). En janvier 2007, les régulateurs d'Euronext ont signé un accord de coopération avec la SEC américaine dans le cadre du rapprochement NYSE-Euronext. Aujourd'hui, la coopération est régie par un accord datant du 24 juin 2010 qui complète celui souscrit avec la SEC en 2007¹³⁰⁷.

§2. La coopération internationale supra-étatique.

626. **Plan.** La coopération internationale supra-étatique donne origine à des entités qui se caractérisent pour être plus que la réunion des régulateurs nationaux, ce qui explique qu'on l'analyse dans un paragraphe séparé. Le nombre d'entités correspondant à cette

¹³⁰⁵ Marchés intégrés latino-américains.

¹³⁰⁶ Selon les déclarations du chef du régulateur chilien Pablo Yrarrázaval <http://diario.latercera.com/2010/11/10/01/contenido/negocios/10-44269-9-union-de-bolsas-de-chile-peru-y-colombia-partira-en-enero.shtml>

¹³⁰⁷ JORF n°0182 du 8 août 2010, texte n° 7, NOR: AMFX1000009X.

caractéristique et censées avoir une influence sur les marchés financiers ou cherchant ladite influence est très large¹³⁰⁸. Nous nous restreindrons donc à l'analyse des plus remarquables (A), pour exposer ensuite les principaux obstacles à un fonctionnement efficace de ces institutions (B).

A. Principales organisations régulatrices

627. **Nature juridique.** C'est une question discutée qui reste encore ouverte à la réflexion juridique. Parfois qualifiées « d'organismes d'inter-régulation », d'entités privées (ONG) « ou de véritables organisations mais sans personnalité juridique, la question importe finalement assez peu. Seuls leur poids et leur finalité comptent »¹³⁰⁹.

1. L'organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV)

628. Créée en 1983¹³¹⁰, elle réunit les autorités chargées de la régulation des marchés financiers (membres ordinaires) et aussi des membres affiliés tels que des bourses ou des organisations financières¹³¹¹. Tous les pays dont la législation est analysée dans ce travail font partie de l'OICV¹³¹².

Elle possède un comité exécutif (composé des présidents des 15 autorités représentant les marchés les plus développés et les plus internationalisés), un comité technique et des comités permanents (*Standing Committees*) tels que le comité des marchés émergents.

¹³⁰⁸ La liste est sans doute incomplète, le rôle et la configuration des associations privées, évoquées dans ce travail telles que l'ISDA (*International swaps and derivatives association*), ou l'IASB (*International Accounting Standard Board*) créé en 1973 qui définit les standards comptables internationaux, ou l'IOPS (*International Organization of Pension Supervisors*) ou des organismes associant plusieurs secteurs tels que le *Joint forum* (Sur ceci Cf. cf Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, N°59 et ss.) Dans les secteurs connexes, on trouve la Banque des règlements internationaux (BRI) abritant plusieurs comités dont le comité de Bâle qui tente de proposer des règles prudentielles pour le secteur bancaire aussi par la voie de la coopération ou l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) qui sert de liaison entre les régulateurs nationaux du secteur des assurances. Il y a encore d'autres organismes plus ou moins importants concernant le sujet et que nous n'avons pas inclus pour différentes raisons. Par exemple, des entités telles que le G10 ou le G20 sont exclues par le fait de ne pas avoir le caractère d'organisme sectoriel. Sur ceux-ci, V. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, préc. N°21 et ss. D'autres entités font partie d'autres forums, tel est le cas du Comité sur le système financier mondial et du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, hébergés par la BRI et membres du CSF.

¹³⁰⁹ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », préc.

¹³¹⁰ Les origines de cette organisation se trouvent dans continent américain, BISMUTH, « La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public », n° 436, cité in Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, préc. N°45.

¹³¹¹ Cf. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...* préc. N°45 et ss.

¹³¹² https://www.iosco.org/lists/display_members.cfm?memID=1&orderBy=jurSortName, Les derniers textes de l'OICV concernent : - les principes pour les infrastructures des marchés financiers (Principles for Financial market infrastructures, April 2012), - les principes concernant les dark pools et la transparence des marchés (« Principles on dark liquidity », May 2011) ; sur les agences de notation on trouve le Regulatory programs for credit rating agencies impliment IOSCO, 24 February 2011 ; et sur les principes et l'organisation des marchés dérivés, IOSCO identifies benefits of organised Platform derivatives trading, Madrid, 18 February 2011.

C'est le Comité technique qui est chargé d'examiner les principaux sujets de régulation internationale relatifs aux marchés de valeurs mobilières et de produits dérivés. Il élabore les normes et les recommandations en la matière.

629. **Principe.** En relation avec notre sujet, il faut relever qu'elle n'a pas un pouvoir normatif, ce qui peut être considéré comme une affirmation du principe du lien entre le droit, l'État et le territoire. Il résulte ainsi que les normes que cette entité propose prennent la forme de recommandations ou de résolutions qui ont été accordées dans le cadre des réunions annuelles, lesquelles devraient être transposées par les législations nationales¹³¹³.

630. **Mécanismes d'influence.** Malgré le manque de force contraignante, l'OICV exerce une influence importante dans la régulation financière nationale et face à ses homologues du monde entier à travers différents mécanismes d'incitation.

Ainsi, le FMI et la Banque mondiale utilisent le référentiel de l'OICV pour évaluer l'éventuelle vulnérabilité des systèmes financiers dans le cadre des *Financial Sector Assessment Programs* ou FSAP¹³¹⁴. L'OICV a aussi adopté un ensemble de principes codifiés en 1998¹³¹⁵, devenus des standards internationaux (*benchmarking*)¹³¹⁶. Cela constitue d'une part une démonstration du degré d'influence de l'OICV sur d'autres organisations internationales, et, d'autre part, l'appui de ces autres organisations constitue pour l'OICV un mécanisme qui incite les États à respecter ledit référentiel. L'autre mécanisme d'incitation est constitué par les évaluations que l'OICV réalise afin de rendre public le degré de respect de ces recommandations de la part des États¹³¹⁷.

631. **Diagnostic.** La tâche de développer au moins la coopération internationale est relativement réussie : ainsi, le Protocole d'accord multilatéral (*Multilateral Memorandum of*

¹³¹³ En ce qui concerne les principaux derniers documents émis par l'OICV V. CPSS et IOSCO, *Principles for Financial market infrastructure, Consultative report*, March 2011 ; Thierry Bonneau, *RD. banc. et fin.* 2011, comm. 184 ; IOSCO, *Principles for Dark Liquidity, Final report*, May 2011, *RD. banc. et fin.* 2011, comm. 212 ; IOSCO, *Report on trading of OTC Derivatives*, February 2011, *RD. banc. et fin.* 2012, comm. 30 ; IOSCO et Bank for international settlements, *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements, Consultative report*, August 2011 ; *RD. banc. et fin.* 2012, comm. 32 ; IOSCO, *Principles for the regulation and supervision of commodity derivatives markets, Final report*, FR07/11, September 2011, tous cités in Thierry Bonneau, « De la crise bancaire à la crise de la dette souveraine », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2012, repère 1.

¹³¹⁴ http://www.amf-france.org/affiche_page.asp?urldoc=oicv.htm&lang=fr

¹³¹⁵ Aujourd'hui, dans le document dénommé « Objectives and principles of securities regulation », on trouve 38 principes : *principles relating to the regulator, principles for self-regulation, principles for the enforcement of securities regulation, principles for cooperation in regulation, principles for issuers, principles for auditors, credit rating agencies, and other information providers, principles for collective investment schemes, principles for collective investment schemes, principles for market intermediaries, et les principes for secondary markets.* Téléchargé in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

¹³¹⁶ Jean-Paul Valette, *préc.* p. 190.

¹³¹⁷ *Idem.*

Understanding) de l'OICV sur la consultation, la coopération et l'échange d'information, a été signé par les États-Unis (la SEC est l'autorité la plus réticente à la coopération parmi les autorités ici analysées), la France et le Royaume-Uni, mais en ce qui concerne les pays latino-américains, seul le Mexique fait partie de cet accord.

632. **L'impact des recommandations est un fait indéniable.** Un exemple de sa prise en compte dans l'élaboration des normes nationales se trouve dans la réglementation des organismes de contrepartie centrale colombiens. Le *Decreto* 3893/2007 a posé des exigences qui trouvent leur fondement dans la recommandation n° 13 (Gouvernance) des « Recommandations pour les contreparties centrales » élaborées entre autres par le Comité technique de l'OICV »¹³¹⁸. Au Chili, parmi les objectifs qui motivent la réorganisation de son schéma de surveillance des marchés financiers, se trouve le souhait d'adopter les meilleures pratiques suggérées par l'OCDE, l'OICV et le FMI¹³¹⁹.

Les principes élaborés par l'OICV, auparavant formulés par des comités d'étude et des groupes de travail, ont aussi inspiré des directives communautaires reprises par la suite dans la loi française de modernisation des activités financières, tout cela pour consacrer une nouvelle forme de régulation par excellence : les règles de bonne conduite¹³²⁰.

2. Conseil de stabilité financière (CSF)

633. **Historique.** Initialement (1998) dénommé *Forum de stabilité financière* (Financial Stability Forum/FSF), cet organisme fut créé après la crise du Sud-Est asiatique¹³²¹. Depuis sa création, son rôle a été controversé, notamment pour son inaptitude à prévenir la crise financière de *subprimes*¹³²². L'une de ses peu nombreuses réussites fut la recommandation du FSF concernant les *Hedge funds* promouvant le contrôle indirect par une autorité bancaire¹³²³. Cette adoption a été le seul accord trouvé par les ministres des Finances du G8 réunis au cours de l'année 2007.

Comme conséquence de l'inefficacité démontrée du FSF, le G20 de Londres l'a remplacé par

¹³¹⁸ German Dario Abella A. Guillermo Quiroga B. « Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de la valores », *Revista de Derecho privado*, Universidad de Los Andes, n° 39, 2008, 56 pp., *spéc. p.* 51.

¹³¹⁹ Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros, préc.*, p. 4.

¹³²⁰ V. Marie-Noëlle Dompé, « Les règles de bonne conduite », in *La modernisation des activités financières, préc.* n° 531-553, *spéc.* n° 537-541.

¹³²¹ Sur le Conseil de stabilité financière Cf. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, N°54 et ss.

¹³²² Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, « Rapport d'information sur les défaillances de la régulation bancaire et financière », *Doc. AN* n° 2208 ».

¹³²³ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 504.

le Conseil de stabilité financière (*Financial stability board*, FSB). Cet organisme, contrairement au FSF, possède un mandat quelque peu renforcé et une structure permanente (association de droit suisse).

634. **Mission.** Le CSF a pour mission de renforcer la coopération internationale entre les régulateurs des marchés financiers devant alerter les pratiques dangereuses pour l'équilibre du système financier international¹³²⁴. Dans ce sens, ses travaux se traduisent plutôt dans des études, analyses, exposition des principes, standards, documents consultatifs, etc¹³²⁵.

Comme une réponse à l'impossibilité de créer une véritable autorité financière internationale, le CSF doit repérer les faiblesses du système financier, améliorer le fonctionnement des marchés et réduire les risques systémiques, tout en coordonnant la supervision financière. Sa charte fut établie le 24 septembre 2009 lors de la réunion du G20 de Pittsburgh. Il prévoit expressément la coopération de cet organisme avec le FMI, afin de signaler les risques macroéconomiques et financiers et indiquer les actions pouvant les contrer.

635. **Membres.** Étant le successeur du Forum de stabilité financière, il comprenait *ab initio* les pays du G20, l'Espagne et la Commission européenne. L'idée était d'en faire le « *gendarme mondial* »¹³²⁶ des marchés et des institutions financières. Aujourd'hui, il est composé de vingt-six autorités financières nationales (banques centrales, ministères des Finances), de plusieurs organisations internationales des régulateurs (OICV, Comité de Bâle), et d'autres organismes tels que le FMI et la Banque mondiale.

À l'exception du Chili et de la Colombie, tous les pays dont la législation est analysée ici font partie de cet organisme. En tout cas, les deux premiers sont représentés d'une certaine façon par la présence de l'OICV au sein du FSB. En outre, il assure des rencontres régionales avec les pays non membres¹³²⁷.

636. **Affirmation de la territorialité.** L'idée du G20, en ce qui concernait les normes, était de permettre au CSF d'établir, ou à tout le moins de suggérer, des normes en matière de capitaux et de fonds propres que doivent détenir les établissements financiers, de rémunérations et de bonus et de transparence, notamment en matière de produits dérivés non standardisés, ainsi que de veiller à l'application de la nouvelle régulation financière.

¹³²⁴ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

¹³²⁵ *V.* http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_pa/index.htm

¹³²⁶ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

¹³²⁷ <http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.htm>

La régulation internationale envisagée plaçait le FMI comme un satellite d'observation des marchés financiers, alors que le Conseil de stabilité financière était l'organe d'édiction ou de recommandation de normes¹³²⁸. Cependant, tout comme l'OICV, le CSF fixe un *pseudo* cadre normatif par l'usage des codes de conduite, des standards, des lignes directrices, des rapports, etc. ; il s'agit d'un « cadre volontairement flou »¹³²⁹. Demeurant optimiste, un auteur¹³³⁰ affirme que plutôt que de créer une superstructure lourde et à l'efficacité douteuse, on préfère réunir les acteurs existants¹³³¹ en gardant les spécificités pour en extraire le meilleur par un rassemblement des données et des idées.

3. Le groupe d'action financière internationale contre le blanchissement des capitaux (GAFI)

637. **OCDE.** Il s'agit d'un organisme intergouvernemental¹³³² dont le secrétariat est à l'OCDE. En tant que tel, il ne s'agit pas d'une véritable organisation internationale, car la finalité et la durée de son mandat sont fixées de manière précise. Le dernier mandat a été approuvé en mai 2004, et prolongé jusqu'en décembre 2012¹³³³.

Comme son nom l'indique, sa mission est de lutter contre le blanchissement des capitaux, sujet pour lequel il a été émis 40 recommandations, et contre le financement du terrorisme, matière sur laquelle il a été émis 9 recommandations. Ayant recours à des mécanismes souples, entre 2000 et 2006, le GAFI a établi une liste contenant 23 juridictions ou pays non coopératifs (PTNC). Démontrant le degré d'influence de cet organisme, les pays susvisés ont progressivement pris des mesures qui leur ont permis d'être effacés de cette liste.

Au niveau normatif, on remarque les recommandations émises, en février 2012, dénommées « Normes internationales sur la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et de la prolifération des armes de destruction massive »¹³³⁴.

4. FMI et la Banque mondiale

638. **Historique.** On retrouvait au départ les institutions à vocation partiellement

¹³²⁸ *Idem.*

¹³²⁹ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 502.

¹³³⁰ *Idem.* p. 502.

¹³³¹ 41 proviennent de cercles variés : 25 proviennent des autorités nationales (représentants de la banque centrale, des ministères de l'économie et des finances, ou des autorités de tutelle des marchés financiers), 6 proviennent d'institutions financières (FMI, Banque mondiale, BRI, OCDE), 7 proviennent d'organismes régulateurs (Comité de Bâle, OICV, AICA, IABS). Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.*

¹³³² Cf. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, *préc.* N°64 et ss.

¹³³³ http://www.fatf-gafi.org/document/6/0,3343,fr_32250379_32236836_35169478_1_1_1_1,00.html#lie

¹³³⁴ <http://www.fatf-gafi.org/fr/themes/recommandationsgafi/documents/normesinternationalesurlaluttecontreleblanchimentdecapitauxetlefinancementduterrorismeetdelaproliferation.html>

financière¹³³⁵ les plus connues, caractérisées dans leurs débuts pour jouer le rôle de prêteuses en premier ressort des États, ce qui leur octroyait une certaine puissance. Cependant, à partir de la décennie 80, les missions et modes de fonctionnement de ces institutions ont évolué. D'ailleurs, le rôle de prêteurs en premier ressort des États est développé aujourd'hui par de grandes banques transnationales¹³³⁶.

En ce qui nous concerne, il s'agit des entités qui ont connu un redéploiement ces dernières années, après s'être vues dotées d'un nouveau rôle : celui de contrôler les crises financières¹³³⁷. Nous avons vu, au moment d'analyser la création du CSF, qu'en même temps, le G20 a donné mandat au FMI de surveiller les économies : « Nous soutenons, maintenant et dans le futur, le principe d'une surveillance indépendante du FMI sur nos économies et nos secteurs financiers, sur l'impact de nos politiques sur les autres États et sur les risques menaçant l'économie »¹³³⁸. Il est, par exemple, chargé d'élaborer un mécanisme d'alerte sur les risques. La Banque mondiale ne reste pas à l'écart. Il suffit de constater que les classements publiés sous son label, dans les rapports *Doing business* sont repris par les agences de notation financière¹³³⁹.

Cependant, plusieurs problèmes demeurent à l'égard du fonctionnement de ces entités, question que nous allons analyser.

B. Obstacles à une régulation efficace

639. **Manque de contrainte.** Les organisations sectorielles qui définissent des réglementations et élaborent des codes de bonne conduite afin de réguler la finance internationale ne se sont pas vu confier aucune autorité supranationale. Ainsi, la principale défaillance de cette régulation réside dans le manque de règles contraignantes imposées aux États. Il n'existe pas d'organisation équivalente à l'Organisation mondiale du commerce (OMC) édictant des règles et se chargeant de les faire respecter grâce à un organisme des différends¹³⁴⁰. En effet, l'articulation de la coopération est délicate « dans la mesure où la

¹³³⁵ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 481-482.

¹³³⁶ Un panorama de l'évolution de la régulation financière internationale, au moins en ce qui concerne les pays européens, se trouve in Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc. spéc.*, Troisième partie : refonder et mieux réguler la finance mondiale.

¹³³⁷ V. Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.* p. 483 et ss.

¹³³⁸ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

¹³³⁹ V. le chapitre « Le droit et la note », in Bertrand du Marais (dir.), Agence de notation, immobilier et contrats publics, contributions sur l'attractivité économique du droit, *La documentation française*, sept. 2007.

¹³⁴⁰ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n° 21.

supervision des banques et des marchés financiers reste décentralisée au niveau des États »¹³⁴¹
 (1). Ensuite, parce que plusieurs faits¹³⁴² démontrent que ces organisations touchant au secteur financier font face à une remise en cause de leur fonctionnement qui trouve sa source dans l'inadéquation de la structure et du mode de fonctionnement de ces organisations, notamment en ce qui concerne la place donnée dans la prise de décisions aux États du tiers monde (2).

1. *Prééminence d'une régulation centralisée*

640. **Résistances.** Malgré les accords de coopération signés et l'existence d'organismes internationaux préoccupés par la supervision des marchés financiers, les États résistent à céder officiellement leur pouvoir normatif au bénéfice d'une régulation internationale. La supervision des marchés financiers reste centralisée dans le domaine national, ce qui devrait conforter le principe de la territorialité. Cependant, la conséquence est tout autre. Les États les plus puissants élargissant leur compétence normative, élaborent des normes qui dépassent des frontières étatiques territoriales, à travers des normes extraterritoriales, voire à travers une interprétation large des normes nationales, donnant ainsi origine à plusieurs manifestations de ce qu'on connaît comme *forum shopping*¹³⁴³. L'exemple le plus flagrant est le droit américain (a). Mais en France, on peut aussi retrouver des manifestations de ce phénomène (b).

a) *Le droit américain*

641. **Le principe conforte la territorialité.** Conformément à un principe de droit constant américain, « les lois du Congrès américain, sauf indication contraire, ont la vocation de s'appliquer uniquement sur le territoire américain »¹³⁴⁴ ; c'est la présomption de territorialité. En vertu des normes expresses réfutant le principe susvisé, le *Sarbanes-Oxley Act*, l'*Anti-Terrorism Act*, le *Trade Sanctions Act (OFAC)*, le *Foreign Account Tax Compliance Act* et les *Subpoena Enforcement laws*¹³⁴⁵ ont une portée extraterritoriale. Comme conséquence de cette extraterritorialité, les entreprises étrangères cotées aux États-Unis et leurs filiales doivent appliquer les dispositions contenues dans des lois américaines telles que les normes relatives à

¹³⁴¹ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

¹³⁴² V. Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc.*

¹³⁴³ Daniel Cohen, *préc.*

¹³⁴⁴ *EEOC v. Arabian American Oil Co. (Aramco)*, 499 U.S. 244, 248 cité in Georges Affaki, Jean Stoufflet, « Chronique droit bancaire international », *Banque & Droit*, n° 136, mars-avril 2011, pp. 28-32

¹³⁴⁵ Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge ? (*Morrison v. Australia Bank Ltd*. 561 U.S. (2010)) », *RD. banc. et fin.*, n° 4, juillet 2010, étude 17.

la *corporate governance*¹³⁴⁶ en général et aux systèmes d'alerte professionnelle en particulier, contenus dans la loi *Sarbanes-Oxley*.

La récente *Dodd Frank Act*¹³⁴⁷ a aussi élargi le champ des entreprises financières soumises à un contrôle de la SEC, par l'enregistrement ou par l'obligation d'effectuer des *reportings*. « La notion de "client américain" a été étendue aux clients américains "indirects" de sociétés de gestion non américaines, par exemple, les clients américains de fonds »¹³⁴⁸.

642. **Méconnaissance du principe.** Il y a plusieurs cas de méconnaissance de la présomption de territorialité. Parmi ces cas, l'interprétation soutenue de l'article 10b-5 de la *Securities Exchange Act* est remarquable. En effet, faisant application d'une jurisprudence que la même Cour suprême des États-Unis a qualifiée de « divinatoire », le Second circuit (New York) et d'autres tribunaux fédéraux¹³⁴⁹ ont doté ce corps réglementaire d'une portée extraterritoriale, alors que rien n'y indique l'intention du législateur de lui donner une telle portée. Dans d'autres domaines, on a vu une portée extraterritoriale même dans des cas manquant de liens avec les États-Unis, des lois telles que l'*Alien Tort Statute* et la *Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act* (RICO).

643. **Suites de l'affaire Morrison.** Jusqu'à cet arrêt, on avait pu affirmer que les États-Unis devenaient le « Shangri-La » des actions collectives pour les demandeurs prétendument victimes des marchés financiers étrangers¹³⁵⁰. Il faut toutefois remarquer que cette bataille entre le principe de la territorialité et l'extraterritorialité n'est pas encore tranchée.

D'abord, des limites, pas encore très claires¹³⁵¹, ont été établies par l'arrêt de la Cour suprême des États-Unis prononcé le 24 juin 2010, dans le cadre de l'affaire *Morrison c/National Australia Bank*¹³⁵². Dans ce cas, il n'était pas question des actions cotées aux États-Unis,

¹³⁴⁶ Nicolas Véron, *préc.*

¹³⁴⁷ Cf. Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *RD. banc. et fin.* n°3, mai 2011, comm. 119.

¹³⁴⁸ « Dodd Frank Act », La Lettre de l'Association Française de la Gestion Financière, n° 17 mars 2011, pp. 6-7.

¹³⁴⁹ Cf. Georges Affaki, Jean Stoufflet, *préc.*, notamment les décisions citées, notes de bas de page n° 5 et 8.

¹³⁵⁰ *Morrison v. Australia Bank Ltd.* 130 S. Ct. 2869, 21 (2010) cité in Georges Affaki, Jean Stoufflet, *préc.*, *spéc.*, p. 30.

¹³⁵¹ Par exemple « sur la recevabilité des *F-squared actions* qui rassemblent seulement deux éléments d'extranéité (achat sur un marché non-américain de titres d'une société non-américaine, mais par un acheteur américain) ou sur la définition des « *domestic transactions* ». V. à ce propos Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge ? », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2010, étude 17.

¹³⁵² Cf. Haubert de Vauplane *et alli.* « Chronique de droit financier et boursier », *Banque & Droit* n° 132, juillet-août 2010, p. 23 ; Emmanuel Gaillard, « États-Unis : coup d'arrêt aux class actions extraterritoriales – À propos de l'arrêt de la Cour Suprême des États-Unis du 24 juin 2010 », *JCP G*, 2010, n° 27, pp. 1381-1382 ; « Les leçons de l'affaire Morrison. Réflexions sur l'arrêt rendu par la Cour Suprême des États-Unis le 24 juin 2010 »,

sinon d'ADR dont les actions qu'ils représentent étaient enregistrées auprès de la SEC, afin de permettre à une banque dépositaire américaine de détenir des actions en garantie d'une possible conversion des ADR¹³⁵³. Les ADR étaient donc cotées sur la bourse de New York, mais pas les actions qu'ils représentaient. Conformément à la décision *Morrison*, les tribunaux américains ne sont pas compétents pour connaître des *class actions* intentées par les actionnaires non américains, ayant acquis des titres d'une société sur un marché non américain. Il s'agirait d'un arrêt de principe réaffirmé par deux décisions qui l'ont précédé : la décision de l'affaire *Société Générale*¹³⁵⁴, rappelant que le *Securities Exchange Act* de 1934 n'a pas un effet extraterritorial¹³⁵⁵ et la décision de l'affaire *Alstom*¹³⁵⁶.

644. **Bataille non tranchée.** Après la prononciation de l'arrêt *Morrison*, le gouvernement américain a ajouté à la *Dodd Frank Act*, deux articles donnant une portée extraterritoriale à la *Securities Exchange Act* qui était précisément soulevée dans l'affaire *Morrison*¹³⁵⁷, rétablissant le « *conduct and effects test* » afin de déterminer si un litige peut se voir soumis à la loi américaine.

b) Le droit français

645. **Effet extraterritorial.** En droit français, certains arrêts conduisent à un effet extraterritorial. C'est le cas d'une décision récente du Conseil d'État¹³⁵⁸, conformément à laquelle les règles de conduite « s'imposent à tout prestataire de services d'investissement pour l'ensemble des activités dont il a la maîtrise, y compris celles exercées pour son compte ou à son bénéfice par une structure, même étrangère, qu'il contrôle, et qui est dotée de la personnalité morale »¹³⁵⁹.

Bulletin Joly Bourse, 2010, n° 4, pp. 308-314 ; Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge ? », *RD. banc. et fin.* n° 4, juillet 2010, étude 17 ; « US Securities Class Actions – Suite de l'arrêt Morrison – Affaire Vivendi », *Banque & Droit*, n° 136, mars-avril 2011, pp. 48-49 ; Georges Affaki, Jean Stoufflet, *préc.*, V. aussi les nombreuses bibliographies citées dans cette dernière chronique.

¹³⁵³ Il faut ajouter que les juges « n'ont eu aucune difficulté à constater que celui-ci (le détenteur des ADR, Morrison) n'avait en réalité subi aucun préjudice du fait des informations critiquées », Emmanuel Gaillard, « États-Unis : coup d'arrêt aux class actions extraterritoriales – À propos de l'arrêt de la Cour Suprême des États-Unis du 24 juin 2010 », *préc.*

¹³⁵⁴ Décision de rejet d'une class action prononcée par un tribunal fédéral du district sud de New York, le 30 septembre 2010.

¹³⁵⁵ Dans ce dossier, le seul élément de rattachement avec les États-Unis était le fait que les comptes d'une filiale américaine de la banque australienne étaient faux.

¹³⁵⁶ *In re Alstom, S.A. Securities Litigation*, n° 03 Civ. 6596, 2010 WL 3718863, (S.D.N.Y. 16 septembre 2010)

¹³⁵⁷ Hubert de Vauplane *et alli*, « Chronique de droit bancaire et financier », *Banque & Droit* n° 134, novembre-décembre 2010, p. 39.

¹³⁵⁸ CE. 11 février 2011, 1^{er} et 6^e sous section, Société Générale, n° 316508. Cf. Hubert de Vauplane, *et all.*, « Chronique droit financier et boursier », *Banque & Droit*, 2011, n° 136, p. 40-41.

¹³⁵⁹ CE. 11 février 2011, 1^{er} et 6^e sous section, Société Générale, n° 316508.

Il résulte de cette décision que concernant les règles dont l'objectif est de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, les entreprises doivent non seulement appliquer les règles prises dans le pays de sa localisation juridique, mais aussi celles applicables à l'entité contrôlante, et que les entités contrôlantes doivent respecter non seulement les règles de son pays de localisation juridique, mais aussi celles applicables à toutes ses entités contrôlées¹³⁶⁰.

Nonobstant cette réticence des pays plus puissants à conférer à des entités internationales un véritable pouvoir réglementaire, le besoin de démocratisation du mode de fonctionnement de ces entités est aussi une source de son inefficacité.

2. *Besoin de démocratisation*

646. **Plan.** Une des principales critiques à l'égard des organisations internationales, en tant que régulatrices des marchés financiers, vise le contrôle exercé par les pays occidentaux sur ces entités obéissant à un modèle d'après-guerre, ce qui n'est qu'une méconnaissance de ce qui est censé être le noyau dur de la méthodologie de la régulation : la participation (a). L'inefficacité des normes recommandées est une autre cause de réticence des pays du tiers-monde (b).

a) *L'effondrement de la participation*

647. **Le contrôle par l'Occident.** Ce contrôle peut-être constaté tant dans le système de vote pondéré¹³⁶¹ que dans la forme de direction¹³⁶² des organisations de Bretton Woods. Cela pourrait pencher du côté des sources de leur inefficacité. Comme l'affirme le Professeur Jean-Marc Sorel¹³⁶³, il devient difficile, voire injustifiable, de faire perdurer ce modèle de directions croisées États-Unis - Europe alors que l'Asie est en voie de devenir la principale créancière mondiale. Ainsi, au moment d'adopter l'accord qui mettait en place le CSF, les autorités chinoises ont fait part de leurs réticences¹³⁶⁴.

Il en résulte que le système de fonctionnement des institutions analysées ne prend pas en

¹³⁶⁰ Hubert de Vauplane, *et all.*, « Chronique droit financier et boursier », *préc.*

¹³⁶¹ Il faut considérer que la participation dans le capital de la Banque mondiale est proportionnelle à la richesse de chaque membre et elle détermine son nombre de votes de cette façon. Alors que 24 pays africains détiennent ensemble 2,85% du total, les États-unis contrôlent 16,38% des voix, le Japon 7,86%, l'Allemagne 4,48%, la France 4,30%.

¹³⁶² Il y a un accord tacite selon lequel les États-Unis ont le choix du président de la Banque Mondiale alors que l'Union Européenne a celle du président du FMI.

¹³⁶³ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc., spéc.* p. 496.

¹³⁶⁴ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

compte l'intégration dans l'économie mondiale de nouveaux acteurs tels que la Chine, l'Inde, la Russie, le Brésil et le Mexique, qui sont pourtant des marchés de grande taille. Comment pourraient-elles, sous ce modèle, fournir les règles et les cadres prudents nécessaires pour réguler les marchés mondiaux ?¹³⁶⁵

Pourtant, il ne semble pas que l'adoption d'un système « un État - une voix », même si plus équitable, puisse modifier profondément le fonctionnement de ces organisations. L'OMC, elle-même adoptant ce système, continue de se voir accusée de maintenir un équilibre commercial inégalitaire¹³⁶⁶.

On doit remarquer, d'ailleurs, que la résistance des pays émergents n'est pas la seule source d'inefficacité des institutions internationales ; mettant aussi de côté le défaut de contrainte à l'égard de leur normativité, les institutions internationales se heurtent aux réticences des États-Unis¹³⁶⁷.

648. **L'effondrement.** Lorsque nous avons analysé l'implication du privé dans l'élaboration des règles, et aussi l'instauration des régulateurs indépendants, nous avons relevé que la logique de la régulation imposait la participation des destinataires des règles comme gage de légitimité de la normativité à émettre. Cela n'est pas respecté dans les organisations internationales. Cette situation commence à s'améliorer, car les pays émergents commencent à gagner une place dans ces organisations à travers l'augmentation des quotes-parts et en conséquence des droits de vote. Le Mexique, parmi les pays du tiers-monde ici analysés, s'est vu que lque peu avantagé par ce processus¹³⁶⁸. D'autre part, les enceintes internationales tendent à prendre en compte la pertinence d'une révision de leurs modes de fonctionnement. De ce fait, le G20 constitue un dépassement du G8. Il a aussi convié le directeur général de l'Organisation internationale du travail (OIT) à Pittsburgh, faisant ainsi « pour la première fois des questions sociales un élément de dialogue et de décision au G20 »¹³⁶⁹.

b) Inefficacité des normes recommandées

649. **Exemple.** La méconnaissance du principe démocratique n'est pas la seule source de

¹³⁶⁵ <http://blogs.lesechos.fr/en-direct-de-davos/denis-kessler-nous-sommes-a-un-noeud-de-l-histoire-interview-a2465.html>

¹³⁶⁶ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc., spéc.* p. 496.

¹³⁶⁷ Par exemple, à l'égard des normes de solvabilité bancaire « Bâle II », Philippe Marini, *préc., spéc.* p. 23-24.

¹³⁶⁸ La quote-part du Mexique au FMI est passée, en 2006, de 1,20 % à 1,43 %.

¹³⁶⁹ Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc.*

l'éloignement des pays émergents, ceux-ci possédant d'autres raisons de se méfier des normes recommandées. Par exemple, en 2004, on soutenait que l'origine des crises se trouvait, parmi d'autres défaillances, dans la non-conformité des pratiques comptables aux standards internationaux¹³⁷⁰. Quelques années plus tard, en 2011, on a constaté ce qui avait permis aux pays émergents de traverser sans grand dommage la crise ; il s'agissait précisément de leur résistance à suivre les recommandations qui les poussaient à libéraliser totalement leurs économies, donc à suivre les recommandations émanant des organisations internationales¹³⁷¹. Les pays du tiers-monde se trouvent donc confrontés au dilemme de suivre ou non les recommandations des « experts ».

Dans le même sens, on peut relever que ni le concordat de 1975 sur les règles prudentielles, ni le ratio Cooke de 1988 sur les risques de crédit (accord de « Bâle I » appliqué dans cent-quarante pays), ni l'accord « Bâle II » de 2004, censé être une réponse à la titrisation, n'ont pu éviter la crise de *subprimes*. Ayant relevé les mécanismes internationaux de coopération, il nous reste maintenant à analyser la façon dont les pays européens les ont organisés. Il s'agit d'une matière dont on pourrait tirer des enseignements au bénéfice des pays émergents.

Section 2 : La régulation européenne des marchés financiers

650. **Droit européen et territoire.** Nous ne pouvons pas méconnaître que le droit européen possède une assise territoriale, ce qui devrait conforter le principe de la territorialité. Malgré ce fait, nous avons décidé de l'inclure comme une démonstration de la remise en cause du paradigme droit – État – territoire, d'abord parce que plusieurs faits démontrent l'imperfection de l'assemblage européen¹³⁷², et ensuite parce que le paradigme analysé ne se conforme pas du seul élément territoire. En effet, pour composer le référentiel traditionnel de la légitimité et du champ de compétence du droit, il doit être lié à la souveraineté *nationale*. Le droit européen est, dans ce sens, un droit supra-étatique¹³⁷³.

651. **Affectation du pouvoir législatif.** Dans le droit européen, le référent mythique de l'État n'existe plus. La principale manifestation se trouve dans le rôle résiduel acquis par les

¹³⁷⁰ Philippe Richard, « L'évaluation de la régulation. L'expérience de l'Organisation internationale des commissions de valeurs » in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 94-98.

¹³⁷¹ Jean-Paul Fitoussi, *préc.*

¹³⁷² Les dichotomies entre l'Union européenne et l'Union économique et monétaire sont une autre imperfection.

¹³⁷³ On pourrait aussi parler d'une régulation multinationale régionale, ce qui expliquerait le fait que, par exemple, l'Union européenne ne soit pas reconnue comme un État dans le FMI.

parlements nationaux¹³⁷⁴ qui se voient supplantés par le pouvoir législatif communautaire¹³⁷⁵.

L'affectation des pouvoirs législatifs est évidente, en France, lorsque le pouvoir normatif communautaire s'exerce sur l'une des matières réservées à l'empire de la loi par l'article 34 de la Constitution. Dans ce cas, le règlement communautaire est exécutoire sur le territoire français, sans que l'approbation du Parlement soit nécessaire¹³⁷⁶. Un autre exemple qui démontre l'affectation des pouvoirs législatifs nationaux est la règle qui fait prévaloir les textes européens sur des lois nationales postérieures¹³⁷⁷, en vertu du principe de la primauté du droit européen¹³⁷⁸. Cette règle, d'après le Professeur Laurence Boy, doit aussi être appliquée aux traités internationaux¹³⁷⁹.

Le droit de la concurrence est le meilleur exemple dans cette matière. Le juge qui se prononce sur des accords ou des pratiques ne peut pas prendre des décisions qui vont à l'encontre de ce qui a été résolu par la Commission dans les mêmes cas, notamment en application de l'article 81 CE, alors même que la décision de la commission est en contradiction avec une décision rendue par une juridiction nationale de première instance¹³⁸⁰. Le Professeur Boy affirme¹³⁸¹ donc que « désormais tout texte international est considéré comme d'application directe par le juge national ». Il faut en tout cas considérer que selon le Conseil constitutionnel la transposition d'une directive « ne saurait aller à l'encontre d'une règle ou d'un principe inhérent à l'identité constitutionnelle de la France, sauf à ce que le constituant y ait

¹³⁷⁴ Jacques Delors, ancien président de la Commission de la C.E.E., avait annoncé que dans peu de temps, une portion de 80 % des règles de droit applicable dans les États membres serait d'origine communautaire, Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 7.

¹³⁷⁵ Ce pouvoir s'exprime par des directives et des règlements émis par le Conseil de ministres et la Commission de Bruxelles.

¹³⁷⁶ Claude Leclercq, *op. cit.* p. 532.

¹³⁷⁷ V. CJCE, *Van Gend en Loos*, 5 février 1963 ; CJCE, *Costa c. ENEL* du 15 juillet 1964 ; CJCE, *Handelsgesellschaft*, 17 décembre 1970 ; CJCE, *Simmmenthal*, 9 mars 1978. Au niveau national, Cass. *Jacques Vabre*, 24 mai 1975, *AJDA* 1975, 567, note Boulouis, et en ce qui concerne le Conseil d'État, par l'affaire *Nicolo* du 20 octobre 1989, *RTDE* 1989, 772 ; *AJDA* 1989, 756, les deux cités in Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 8. Plus récemment : Cass., 16 avril 2010, n° 10-40002, *GP.*, 25-27 avril 2010. *Adde.* CJCE, 3 mai 2001, n°C-28/99, *Verdonck et autres*, Monique Luby, *préc.*

¹³⁷⁸ *Adde.* Pierre Aïdan, « La communautarisation du droit des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, 1 mars 2002 n° 2, p. 79. Au Royaume-Uni, la primauté du droit communautaire est aussi reconnue, mais sur la base de la volonté du Parlement (*le European Communities Act 1972*). Ainsi, si le Parlement revenait expressément sur ce texte, les juges anglais devraient le suivre. Elodie Basalo, *A propos du principe de primauté du droit communautaire sur les droits internes des États Membres : la question est-elle résolue aujourd'hui ?*. in <http://m2bde.u-paris10.fr/>

¹³⁷⁹ Laurence Boy, *Normes, préc.* p. 8.

¹³⁸⁰ En application de l'article 5 CE et du principe général de sécurité juridique. V. Jacqueline Riffault-Silk, « Droit des contrats et régulation économique », *RLC*, n° 3, 2005, pp. 132-138, *spéc.* p. 138.

¹³⁸¹ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 8.

consenti »¹³⁸², ainsi que « la transposition en droit interne d'une directive communautaire résulte d'une exigence constitutionnelle à laquelle il ne pourrait être fait obstacle qu'en raison d'une disposition expresse contraire de la Constitution »¹³⁸³.

Dans les paragraphes suivants, nous réaliserons un bref exposé des antécédents essentiels de la régulation européenne centré sur les marchés financiers (§1), pour exposer les traits généraux du système en vigueur, c'est-à-dire du système européen de surveillance financière (§2)¹³⁸⁴.

§1. Les antécédents de la régulation européenne des marchés financiers

652. **Normes.** L'Union européenne s'est occupée des marchés financiers en élaborant des normes uniformes à son égard (A), et en créant ensuite des organismes qui facilitent le processus d'élaboration de ces normes (B).

A. Mise en place des normes unifiées

653. **Antécédents.** La mise en œuvre d'un marché financier communautaire¹³⁸⁵ est d'abord passée par la consécration des principes de libre circulation de capitaux, du droit d'établissement et de libre prestation de services ; ensuite, elle a engendré le besoin soit d'adopter des règles supranationales à travers les règlements communautaires, soit d'harmoniser les règles nationales fixant les objectifs à atteindre à travers les directives communautaires.

Entre 1979 et la fin de 2011, plus de 40 directives et environ 7 règlements furent établis. L'harmonisation s'est centrée sur certains sujets particuliers, certains plus généraux que d'autres. Dans les paragraphes suivants, nous recenserons les domaines les plus encadrés.

¹³⁸² Cons. const., 27 juill. 2006, n° 2006-540 DC, Loi relative au droit d'auteur et aux droits voisins dans la société de l'information, § 17 à 20 : Journal Officiel 3 Aout 2006 ; *JCP A* 2006, act. 711.

¹³⁸³ Cf. Guillaume Drago, « La "guerre des juges" n'aura pas lieu », *JCP A*, n° 14, 2 avril 2007, 2081, comm. ; Cons. const. 10 juin 2004, n° 2004-496 DC Loi pour la confiance dans l'économie numérique, *Rec. Cons. const.* 2004, p. 101, § 7 ; *JCP A* 2004, 1620, note O. Gohin. : *AJDA*, 2004, p. 1535 note J. Arrighi de Casanova, p. 1537 note M. Gautier et F. Melleray, p. 1937 note D. Chamussy ; *Adde.* Cons. const., 19 novembre 2004, n° 2004-505 DC : *AJDA*, 2005, p. 211 note O. Dord et p. 219 note D. Chamussy ; Cons. const., 30 novembre 2006, n° 2006-543 DC : *AJDA*, 2007, p. 473 note G. Marcou et *JCP.A*, 2007, 2014 note G. Drago ; Cons. const., n° 2006-540 DC, Loi relative au droit d'auteur et aux droits voisins dans la société de l'information, § 17 à 20 : Journal Officiel 3 aout 2006 ; *JCP A* 2006, act. 711. Plus récemment *V.* Anne Levade, « QPC et directive "retour" : retour en arrière jurisprudentiel ? ; Décision n° 2011-217 QPC du Conseil constitutionnel du 3 février 2012 », *JCP G*, n° 8, 20 février 2012, 198.

¹³⁸⁴ Sur ces deux aspects Cf. Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *RD. banc. et fin.*, n° 4, juillet 2011, dossier 22.

¹³⁸⁵ Sur la construction européenne Cf. Thierry Bonneau, *Droit bancaire, préc., spéc.*, n°23-28. Thierry Bonneau, France Drummond, *op. cit. spéc.* n° 43.

1. Conditions d'admission des valeurs mobilières à la cotation

654. Le premier texte concernant la matière est la directive 79/279/CEE du Conseil du 5 mars 1979, portant sur la coordination des conditions d'admission des valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

Le but de cette directive était d'offrir des garanties uniformes aux investisseurs et de rendre équivalente leur protection, sur le plan communautaire, à travers la coordination « souple » des conditions d'admission des valeurs mobilières à la cote officielle des bourses de valeurs situées ou opérant dans les États membres. Elle a facilité l'admission à la cote officielle des valeurs mobilières provenant des autres États membres, sans pour autant reconnaître aux émetteurs un droit à la cotation. Elle a aussi facilité la cotation d'un même titre sur plusieurs bourses de la communauté.

Ce processus d'harmonisation fut amélioré, deux ans après, par la Directive 82/121/CEE du Conseil (15 février 1982) relative à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs¹³⁸⁶.

Liées à cette matière, se trouvent les conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission des valeurs mobilières à la cotation.

2. Prospectus

655. C'est une des matières les plus traitées par l'Union. Le premier texte dans ce domaine fut la Directive 80/390/CEE du Conseil (17 mars 1980) portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs.

L'idée de ce texte était d'éliminer ces divergences existant entre les législations nationales, en coordonnant les réglementations sans nécessairement les uniformiser complètement. Cela afin de rendre équivalentes les garanties exigées dans chaque État membre pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs, mais pas encore pour l'émission des valeurs mobilières. À ce dernier égard, c'est la directive 89/298/CEE du Conseil (17 avril 1989) qui a coordonné les conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

¹³⁸⁶ Ces premières directives furent modifiées par la Directive 82/148/CEE du Conseil du 3 mars 1982, afin de permettre aux États membres de les mettre en œuvre à la même date que la directive 82/121/CEE, à savoir au plus tard le 30 juin 1983.

Jusqu'à ce moment-là, les dispositions n'entraînaient pas la pleine reconnaissance mutuelle des prospectus. Ainsi, la Directive 87/345/CEE du Conseil consacre cette reconnaissance, sachant qu'elle ne comportait pas un droit à l'admission.

La Directive 345 a précisé les autorités compétentes pour contrôler et approuver le prospectus en cas de demande simultanée d'admission à la cote officielle dans plusieurs États membres, mais uniquement pour les pays qui avaient transposé la législation précédente. Elle coordonne aussi les renseignements à publier sur les caractéristiques des valeurs mobilières offertes et de leurs émetteurs, lors de l'admission en bourse.

Malgré ces réformes, le mécanisme de reconnaissance mutuelle était partiel et complexe, d'une manière telle qu'il ne permettait pas de réaliser l'objectif d'instaurer un passeport unique.

Ainsi, dix ans après, fut publiée la directive 90/211/CEE du Conseil (23 avril 1990) modifiant la directive 80/390/CEE en ce qui concerne la reconnaissance mutuelle des prospectus d'offre publique au titre de prospectus d'admission à la cote d'une bourse de valeurs. Ensuite, en 1994, la directive 94/18/CE du Parlement européen et du Conseil (30 mai 1994) modifia cette dernière directive au regard de l'obligation de publication du prospectus, pour, seulement en 2001, l'intégrer dans la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil (28 mai 2001) concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs¹³⁸⁷.

Dans cette matière, les directives les plus importantes sont : - 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé ; - 2007/14/CE de la Commission (8 mars 2007) portant sur les modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE.

L'autre sujet suscitant beaucoup l'intérêt de l'Union est le traitement des OPCVM.

¹³⁸⁷ La Directive 2001/34/CE fut modifiée par la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation. Le Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 met en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel.

3. Les OPCVM

656. En 1985, fut adoptée la première directive OPCVM¹³⁸⁸ : directive 85/611/CEE du Conseil (20 décembre 1985). Afin de faciliter la commercialisation des fonds OPCVM dans des États membres autres que celui qui avait délivré l'autorisation initiale, la directive harmonisait les législations en ce qui concernait certaines catégories d'OPCVM, rapprochant les conditions pour la mise sur les marchés des fonds OPCVM et l'exercice des activités de société de gestion des OPCVM.

Cette directive fut modifiée à plusieurs reprises :

- Directive 88/220/CEE du Conseil (22 mars 1988) : elle concerne la politique d'investissement de certains OPCVM ;
- Directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil (21 janvier 2002). La première introduisait une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés, alors que la seconde concernait les placements des OPCVM.
- Directive 2007/16/CE de la Commission (19 mars 2007) ; elle clarifie certaines définitions de la directive 85/611/CEE¹³⁸⁹.
- Directive 2006/73/CE de la Commission (10 août 2006) ; elle contient des normes concernant les informations sur les coûts et les frais liés (Art. 33).

Considérant les nombreuses fois où la directive 85/611/CEE fut modifiée, notamment les réformes opérées au cours de l'année 2001, et considérant les conclusions tirées du processus de consultation du livre vert de la Commission sur l'amélioration du cadre régissant les fonds d'investissement dans l'Union européenne¹³⁹⁰, l'encadrement des OPVMC fut refondu par la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil (13 juillet 2009)¹³⁹¹.

¹³⁸⁸ Directive 85/611/CEE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

¹³⁸⁹ L'article 5, paragraphe 4, de la Directive 85/611/CEE est aussi modifiée par la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (21 avril 2004) concernant les marchés d'instruments financiers, rendant ainsi applicables l'article 2, paragraphe 2, et les articles 12, 13 et 19 de la directive 2004/39/CE aux OPCVM, lorsque ceux-ci fournissent des services de gestion de portefeuilles d'investissement, de conseils en investissement portant sur un ou plusieurs des instruments énumérés à la section B de l'annexe de la DSI, et de garde et administration, pour des parts d'organismes de placement collectif.

¹³⁹⁰ Du 12 juillet 2005.

¹³⁹¹ Portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte). V. aussi les Directives : 2010/43/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles, les conflits d'intérêts, la conduite des affaires, la gestion des risques et le contenu de l'accord entre le dépositaire et la société de gestion ; 2010/42/UE de la Commission du 1^{er} juillet 2010 (rectifié dans le Journal officiel de l'Union européenne L 176

4. *Information aux investisseurs*

657. L'information a un rôle fondamental dans les marchés financiers, étant depuis longtemps au centre des préoccupations communautaires. En cohérence avec cette importance, la communauté a cherché une harmonisation dans ce domaine.

D'abord, la directive 88/627/CEE du Conseil (12 décembre 1988) précise le contenu et les modalités d'application des informations à publier lors de l'acquisition ou de la cession d'une participation importante dans (ou d'une) une société cotée dans une bourse située ou opérant dans la communauté.

Touchant aussi l'information, il faut remarquer la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil (28 janvier 2003) sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) dont les modalités d'application sont précisées dans la directive 2003/125/CE de la Commission (22 décembre 2003), relativement à la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

Ensuite, la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil (15 décembre 2004) harmonisa les obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé¹³⁹². Les modalités d'exécution de certaines dispositions de cette directive sont précisées dans la directive 2007/14/CE de la Commission (8 mars 2007).

5. *Manquements de marché*

658. Étroitement lié à l'information, se trouve l'encadrement des infractions propres aux marchés financiers. Ainsi, dix ans après la directive 79/279/CEE, la communauté coordonne la réglementation d'opérations d'initiés à travers la directive 89/592/CEE du Conseil (13 novembre 1989)¹³⁹³.

du 10 juillet 2010) portant mesures d'exécution de la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne certaines dispositions relatives aux fusions de fonds, aux structures maître-nourricier et à la procédure de notification. Le Règlement (UE) N° 584/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la forme et le contenu de la lettre de notification normalisée et de l'attestation OPCVM, l'utilisation des communications électroniques entre autorités compétentes aux fins de la notification, ainsi que les procédures relatives aux vérifications sur place et aux enquêtes et à l'échange d'informations entre autorités compétentes ; et le Règlement (UE) N° 583/2010 de la Commission du 1^{er} juillet 2010 mettant en œuvre la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil, en ce qui concerne les informations clés pour l'investisseur et les conditions à remplir lors de la fourniture des informations clés pour l'investisseur ou du prospectus sur un support durable autre que le papier ou au moyen d'un site Web.

¹³⁹² Elle modifie aussi la directive 2001/34/CE.

¹³⁹³ *Adde.* Monique Luby, *préc.*

Ensuite, presque 15 ans après, la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil (28 janvier 2003¹³⁹⁴) réglementa les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché). Les dispositions de cette directive sont complétées par les normes contenues dans les textes suivants :

- Directive 2003/124/CE de la Commission (22 décembre 2003)¹³⁹⁵ portant sur les modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché.

- Règlement (CE) n° 2273/2003 de la Commission (22 décembre 2003¹³⁹⁶) en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

- Directive 2004/72/CE de la Commission (29 avril 2004¹³⁹⁷) en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes.

- Directive 2008/26/CE (11 mars 2008¹³⁹⁸) modifiant la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), en ce qui concerne les compétences d'exécutions conférées à la Commission.

- Règlement (UE) n° 1031/2010 de la Commission (12 novembre 2010¹³⁹⁹) relatif au calendrier, à la gestion et aux autres aspects de la mise aux enchères des quotas d'émission de gaz à effet de serre, conformément à la directive 2003/87/CE du Parlement européen et du Conseil établissant un système d'échange de quotas d'émission de gaz à effet de serre dans la Communauté.

On doit remarquer, à l'égard de cette matière, que la répression pénale des abus de marché n'est pas actuellement imposée par l'Union européenne, car le principal texte en vigueur demeure la directive du 28 janvier 2003 laquelle, avec les autres textes en vigueur, n'organise qu'une répression administrative. Cependant, la directive précitée « a vocation à être

¹³⁹⁴ JOUE n° L 96, 12 avr. 2003, p. 16.

¹³⁹⁵ JOUE n° L 339, 24 déc. 2003, p. 70.

¹³⁹⁶ JOUE n° L 336, 23 déc. 2003, p. 33.

¹³⁹⁷ JOUE n° L 162, 30 avr. 2004, p. 70.

¹³⁹⁸ JOUE n° L 81, 20 mars 2008, p. 42.

¹³⁹⁹ JOUE n° L 302, 18 nov. 2010, p. 1. Sur ce règlement, V. Thierry Bonneau, « Quotas d'émission de gaz à effet de serre », *RD. banc. et fin.*, n° 2, mars 2011, comm. 76.

remplacée par un règlement »¹⁴⁰⁰, ce qui, comme l'affirme le Professeur Bonneau, ne sera pas un changement anodin, car « il supprime toute transposition par les États membres et assure ainsi un dispositif uniforme au sein de l'Union européenne, y compris en ce qui concerne l'arsenal de sanctions pouvant être prononcées à l'encontre des auteurs des manquements administratifs »¹⁴⁰¹.

6. *Entreprises d'investissement et établissements de crédit, surveillance des risques*

659. **Établissements de crédit.** La première directive à ce sujet est la directive 89/647/CEE du Conseil (18 décembre 1989) relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit. Elle instaure des règles communes pour le contrôle et la surveillance des risques de crédit. Ensuite, la directive 92/30/CEE du Conseil du 6 avril 1992, sur la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée, énonce le principe de la consolidation, mais elle n'instaure pas de règles communes concernant la consolidation des établissements financiers qui se consacrent à des activités principalement exposées à des risques de marché, laissant cette tâche à une autre initiative communautaire.

Une avancée fut la directive 92/121/CEE du Conseil (21 décembre 1992) sur la surveillance et le contrôle des grands risques des établissements de crédit. Cependant, cela n'alla pas si loin, car la directive laisse la tâche d'harmonisation des règles pour la surveillance des grands risques liés aux activités principalement exposées aux risques de marché, à une autre initiative communautaire qui aurait pour objet d'instaurer la coordination des méthodes nécessaires dans ce domaine. Ainsi, la directive affirme qu'« en ce qui concerne la surveillance des grands risques pour les activités soumises principalement aux risques de marché, l'indispensable coordination des méthodes de surveillance peut être assurée en vertu d'un acte communautaire concernant l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit ; que cela implique que, jusqu'à ce que soient adoptées des dispositions communautaires concernant les grands risques visés ci-dessus, la surveillance des grands risques pour les activités soumises principalement aux risques de marché, tels que le portefeuille de négociation, les engagements de prise ferme de titres à l'émission et les créances liées au règlement d'opérations sur titres, peut être laissée aux autorités compétentes de chaque État membre ».

660. **Services d'investissement.** Ce domaine fut d'abord régi par la directive 93/22/CEE

¹⁴⁰⁰ Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2011, étude 34.

¹⁴⁰¹ Sur l'ampleur de ce changement *V.* Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *préc.*

du Conseil (10 mai 1993) concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Elle cherchait à harmoniser les conditions initiales d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, y compris les règles de conduite, comme elle prévoyait l'harmonisation de certaines règles afférentes au fonctionnement des marchés réglementés. Son principal objectif était de permettre aux entreprises d'investissement d'établir des succursales et de fournir librement leurs services dans d'autres États membres.

Pourtant, elle ne définissait pas de règles communes concernant les fonds propres des entreprises d'investissement. Elle ne fixait pas non plus le montant de leur capital initial, ni un cadre commun pour la surveillance des risques, laissant le soin de coordonner ces domaines à une autre initiative communautaire. Il s'agit de la directive 93/6/CEE du Conseil (15 mars 1993) sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. On peut remarquer que cette norme laisse aux États membres la possibilité d'édicter des règles plus strictes que celles énoncées dans la directive¹⁴⁰².

L'harmonisation fut ensuite poursuivie par l'amendement de la directive 93/22/CEE en vertu de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (21/04/2004) concernant les marchés d'instruments financiers¹⁴⁰³. Elle régit : les conditions d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement, y compris les règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients ; elle fixe aussi l'encadrement juridique des marchés réglementés. Elle contient des normes sur l'admission des instruments financiers à la négociation, la suspension et le retrait d'instruments de la négociation, l'accès aux marchés réglementés, le contrôle du respect des règles des marchés réglementés et d'autres obligations légales, et les exigences de transparence avant et après négociation, applicables

¹⁴⁰² Modifiée par les Directives 98/31/CE et 98/33/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 juin 1998 ; *V.* aussi la Directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 décembre 2002 relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier, et modifiant les directives 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE et 93/22/CEE du Conseil et les directives 98/78/CE et 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil.

¹⁴⁰³ *V.* Directive 2006/73/CE de la Commission (10 août 2006) portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive. *V.* aussi le Règlement (CE) N° 1287/2006 de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte rendu des transactions, la transparence du marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive.

aux marchés réglementés. Finalement, elle contient des normes relatives à la désignation des autorités compétentes, leurs pouvoirs et les procédures de recours¹⁴⁰⁴.

En rapport avec ce sujet se trouve aussi la directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« directive AIFM » pour « *Alternative Investment Fund Managers* »), publiée dans le Journal officiel de l'Union européenne, le 1^{er} juillet 2011¹⁴⁰⁵.

8. Autres domaines

661. **Exemples.** On pourrait considérer que le degré d'importance que l'Union européenne donne à un certain sujet peut être constaté dans le nombre de corps normatifs qu'elle lui a consacrés. Cette façon de procéder serait pourtant trompeuse, car l'absence de modifications, d'amendements ou de précisions pourrait aussi être considérée comme un indice de la pertinence ou de la réussite d'un texte. Nous préférons donc nous abstenir d'émettre des jugements sur la matière, et nous contenter d'énoncer d'autres sujets qui font partie du processus d'harmonisation entrepris par l'Union. Ces matières sont les suivantes :

- Au niveau des systèmes d'indemnisation des investisseurs, on trouve la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil (3 mars 1997).
- Au sujet des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, on trouve la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil (19 mai 1998) concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.
- Les offres publiques d'acquisition sont concernées par la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil (21 avril 2004).
- Sont également remarquables les directives sur les contrats de garantie financière¹⁴⁰⁶, sur la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs¹⁴⁰⁷, le

¹⁴⁰⁴ On peut aussi remarquer que la Directive 2004/39/CE cherche à en glober, dans le processus d'harmonisation, toutes les activités offertes aux investisseurs, comprenant le conseil en investissement dans les services d'investissement requérant un agrément. Elle inclut, dans la liste des instruments financiers, certains contrats dérivés sur matières premières, et d'autres qui appellent une approche réglementaire comparable à celle applicable aux instruments financiers classiques, par la manière dont ils sont constitués et négociés.

¹⁴⁰⁵ PE et Cons. UE, dir. 2011/61/UE, 8 juin 2011, sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, JOUE n° L 174, 1^{er} juillet 2011. Cf. Pierre-Emmanuel Dupont, « La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *RD. banc. et fin.*, n° 5, septembre 2011, étude 29.

¹⁴⁰⁶ Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002.

¹⁴⁰⁷ Directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002.

règlement pour l'application des normes comptables internationales¹⁴⁰⁸, la directive sur certains aspects de la médiation en matière civile et commerciale¹⁴⁰⁹ et le règlement sur les agences de notation de crédit¹⁴¹⁰.

B. Procédure d'harmonisation

662. **Antécédents.** C'est à la fin du XX^e siècle qu'on a constaté comment la structure réglementaire et législative en vigueur constituait un obstacle et un désavantage pour les marchés européens. Ainsi, en juillet 2000, le Conseil des ministres de l'Économie et des Finances a désigné un comité de sages, sous la présidence du baron Alexandre Lamfalussy, chargé de simplifier et d'accélérer le processus législatif de l'Union européenne dans le domaine des services financiers¹⁴¹¹.

Le modèle proposé, connu sous le nom de « processus Lamfalussy » fut approuvé en mars 2002 par le Conseil européen pour le secteur des valeurs mobilières. En décembre 2002, le Conseil a élargi le processus Lamfalussy au secteur financier européen dans son intégralité (banques, assurances et pensions professionnelles).

1. Processus Lamfalussy

663. **Comitologie.** Au centre de la proposition du comité des sages se trouve un modèle dit « à quatre niveaux ». Il instaure la dénommée comitologie¹⁴¹².

664. **Au niveau un.** À ce niveau se trouve la législation-cadre : sur proposition de la Commission, le Parlement et le Conseil adoptent les actes législatifs conjointement, selon la procédure de codécision et avec la collaboration des comités¹⁴¹³.

¹⁴⁰⁸ Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002.

¹⁴⁰⁹ Directive 2008/52/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 mai 2008.

¹⁴¹⁰ Règlement (CE) N° 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009 modifié par le Règlement n° 513/2011 du 11 mai 2011. Cf. Thierry Bonneau, « Enregistrement et sanction », *RD. banc. et fin.* n° 5, septembre 2011, comm. 181.

¹⁴¹¹ Cf. Régis Vabres, « Comitologie et services financiers. Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier », *Dalloz-Sirey* 2009, préface de Thierry Bonneau, 584 pp.

¹⁴¹² *Idem.*

¹⁴¹³ Ils étaient composés de représentants des ministères nationaux des finances. En matière de valeurs mobilières, l'autorité était le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM, *Déc.* n° 2001/528/CE, 6 juin 2001, JOCE n° L.191, 13 juillet 2001, p. 45). Il était à la base destiné à remplir exclusivement une fonction consultative ; en effet, l'article 2 de la *Déc.* n° 2001/528/CE, affirme : Le comité a pour mission de conseiller la Commission sur la politique à mener et sur les projets de propositions législatives qu'elle pourrait adopter dans le domaine des valeurs mobilières. Cependant, ces comités ont fini par édicter des règles techniques qui s'imposaient aux États, ce qui explique les modifications de la procédure de la comitologie survenues en 2006, afin de satisfaire les exigences du Parlement, notamment soumettre les mesures du niveau 2 à un contrôle démocratique renforcé. Cela s'explique parce que la comitologie servait de plus en plus souvent à l'adoption de mesures susceptibles d'influer sur la teneur des dispositions de l'acte législatif de base. En pratique, la réforme a

665. **Au niveau deux.** Selon le dispositif Lamfalussy, les modalités d'application de la législation sont élaborées à l'intérieur de la marge de manœuvre définie au niveau 1 et adoptées conformément à la procédure de comitologie avec l'aide des comités spécialisés qui ont été créés à cette fin¹⁴¹⁴. Au cours de cette phase, la Commission devait assurer un échange d'informations intensif avec le Parlement et faire en sorte que les intérêts de ce dernier soient dûment pris en considération.

666. **Au niveau trois.** Il s'agit de l'application des mesures adoptées au niveau 1 et au niveau 2. Les comités d'experts coordonnent la transposition et l'application cohérente et uniforme des dispositions de niveau 1 et de niveau 2 dans les États membres en formulant des normes et des lignes directrices destinées à rapprocher les pratiques de surveillance sur le marché européen des services financiers.

667. **Au niveau quatre.** Il concerne le contrôle de l'application des mesures de niveau 1 et de niveau 2. En cas d'infraction au droit européen, la Commission devait prendre des mesures afin de faire respecter la législation.

2. Critiques formulées

668. **Controverses.** Malgré le soutien de la part des autorités européennes à la procédure de la comitologie¹⁴¹⁵ et du pouvoir de fait dérivé de son autorité morale, le travail développé par les comités analysés était soumis à des controverses.

mis en place une procédure de réglementation avec contrôle, accordant au Parlement un droit de regard dans l'élaboration des modalités d'application. Avant la réforme, le Parlement introduisait, dans les actes législatifs, des clauses dites de limitation dans le temps (« *sunset clauses* »), lesquelles prévoyaient que la compétence expirait quatre ans après l'entrée en vigueur d'une législation cadre donnée au niveau 1, si le Parlement et le Conseil ne prolongeaient pas la durée des compétences de délégation de la Commission. Judith Marion Braun, « Services financiers: le processus Lamfalussy, genèse et mise en application pratique », juillet 2008, *in* <http://www.europarl.europa.eu/parliament/expert/>.

¹⁴¹⁴ Les comités d'experts, au nombre de trois, étaient constitués de membres de haut rang des autorités de surveillance nationales. Le comité de surveillance bancaire réunissait en outre des représentants des banques centrales nationales. En matière financière, l'autorité était le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), successeur du forum européen des commissions de valeurs (Forum of European Securities Commissions/FESCO), mieux connu sous la terminologie anglaise « the committee of European Regulators » (CESR). V. Déc. n° 2001/527/CE, 6 juin 2001, JOCE n° L.191, 13 juillet 2001, p. 45. Cette décision fut modifiée en 2003 afin d'élargir le domaine de compétence du Comité aux organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (Déc. n° 2004/7/CE, 5 novembre 2003 modifiant la déc. n° 2001/527 préc. JOUE n° L.32, 7 janvier 2004, p. 32.) Ces comités avaient à leur charge l'échange d'informations concernant la surveillance, l'application cohérente de la législation communautaire à travers la fixation de normes et de lignes directrices et l'harmonisation des pratiques de surveillance sur le marché européen des services financiers (Hubert de Vauplane et alli, « Autorité européenne des marchés financiers – CESR. Actualités réglementaires », *Banque & Droit*, n° 137 mai-juin 2011, pp. 36-39). Dans des secteurs liés, on rencontrait aussi le Comité européen des contrôleurs bancaires et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles.

¹⁴¹⁵ *Livre blanc Politique des services financiers 2005-2010*, p. 9, Disponible *in* http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_fr.htm#Financial_Services_Policy_2005-2010

a) *Critiques à l'égard des pouvoirs des autorités*

669. **Absence de pouvoirs traditionnels.** La régulation exige un minimum de pouvoirs¹⁴¹⁶. Les régulateurs nationaux les possèdent, de même que les instances qualifiées des régulateurs privés, telles que les entreprises de marché. En matière de régulation européenne, on constate que les régulateurs ne sont pas dotés de pouvoirs classiques : pouvoir réglementaire, pouvoir de sanction et pouvoir de prendre certaines décisions. Il existait cependant une faculté qui pourrait être qualifiée de pouvoir de surveillance.

En ce qui concerne les CEVM et le CESR, ils étaient dotés des pouvoirs suivants :

- Le CEVM possédait un pouvoir de conseil qui pourrait en quelque sorte être assimilé au pouvoir de proposition des lois et des règlements des autorités nationales, conformément à l'article 2 de la décision qui l'instituait : « Le comité a pour mission de conseiller la Commission sur la politique à mener et sur les projets de propositions législatives qu'elle pourrait adopter dans le domaine des valeurs mobilières ».
- Le CESR possédait aussi un pouvoir de conseil, selon l'article 2 de la décision qui l'instituait : « Le comité a pour mission de conseiller la Commission, notamment sur les projets de mesures d'exécution à élaborer dans le domaine des valeurs mobilières, soit à la demande de la Commission dans le délai qu'elle peut lui impartir en fonction de l'urgence du sujet traité, soit de sa propre initiative ». À la différence du CEVM, le CERS pouvait exercer ce pouvoir à sa propre initiative, ce qui le rapproche un peu plus du pouvoir des autorités nationales. En vertu de la réforme opérée en 2009¹⁴¹⁷, il avait été doté d'autres pouvoirs¹⁴¹⁸ :
 - Le pouvoir de publier des orientations, des recommandations et des normes non contraignantes (Art. 3) afin d'exécuter les tâches qui lui sont confiées et de contribuer à la mise en œuvre commune et uniforme et à l'application cohérente de la législation communautaire.
 - Le pouvoir de médiation entre autorités de surveillance ou le pouvoir pour faciliter une telle médiation (Art. 4).
 - La possibilité de fournir des avis aux autorités de surveillance dans les cas prévus par la

¹⁴¹⁶ « une "autorité de régulation" ne se contente pas d'être titulaire du pouvoir d'adopter des réglementations, elle peut même en être formellement dépourvue sans que sa nature de régulateur soit déniée », Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.*, n° 10.

¹⁴¹⁷ *Déc.* n° 2009/77/CE, 23 janvier 2009 instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, JOUE n° L25, 29 janvier 2009, p. 19.

¹⁴¹⁸ Les autres hypothèses prévues à l'article 4 susvisé semblent davantage des missions que de véritables pouvoirs. Nous allons nommer seulement ce qui nous semble être un pouvoir.

législation applicable ou à leur demande.

- Le pouvoir de définir des orientations, d'effectuer un suivi des pratiques des différents collèges et de diffuser les meilleures pratiques, afin de garantir l'efficacité et la cohérence du fonctionnement des collèges des autorités de surveillance.
- La faculté de contribuer à l'élaboration de normes d'information communes et de grande qualité en matière prudentielle.
- Un pouvoir de surveillance : il examinait l'application pratique des orientations, des recommandations et des normes non contraignantes qu'il publiait.

b) Critiques à l'égard de la comitologie

670. **Cumul et dépassement.** La procédure de comitologie était en général discutable. On s'interrogeait notamment sur sa pertinence à l'égard du principe de subsidiarité et de proportionnalité¹⁴¹⁹. Avant la réforme opérée en 2009, on affirmait que les textes européens reflétaient « toutefois assez mal le rôle du CESR. Car celui-ci ne se contentait pas de conseiller la Commission européenne quant aux mesures d'exécution ; il intervenait également pour renforcer la coopération des régulateurs des États membres, pour assurer une transposition efficace des actes communautaires et pour contrôler la bonne application des règles européennes au sein des États membres »¹⁴²⁰. On parlait ainsi d'un cumul des pouvoirs et d'un dépassement des compétences¹⁴²¹. Pour y remédier, et comme nous l'avons vu *supra*, un certain nombre de ces missions furent officialisées dans la réforme opérée en 2009¹⁴²².

Nonobstant cette réforme, les critiques persistaient principalement par le partage de compétences avec d'autres organismes (le comité européen des contrôleurs bancaires et celui des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles), alors que les décisions qui instaurent ces autorités reconnaissent la disparition progressive de la distinction entre activités liées à la banque et à l'assurance. On envisageait la pertinence d'une mutation de ces comités vers une autorité centralisée, une autorité unique des services financiers, dotée des pouvoirs réglementaires et surtout des pouvoirs contraignants en droit¹⁴²³, en admettant qu'aucune disposition du traité ne fournisse une base juridique à la réforme qui exigerait la

¹⁴¹⁹ Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *RD. banc. et fin.* janvier-février 2010, *spéc.* n° 122 et ss.

¹⁴²⁰ Thierry Bonneau, « Comitologie, Le *Committee of european regulators* (CESR) renforcé », *préc. V.* aussi Hubert Reynier « Le rôle du CESR au niveau 3 du processus Lamfalussy », *RTDE*, n° 1, 2006, p. 38.

¹⁴²¹ Hubert de Vauplane, « Plan d'action CESR niveau 3, Banque magazine, n° 664, décembre 2004, 74.

¹⁴²² V. Thierry Bonneau, « Le *Committee of european regulators* (CESR) renforcé », *préc.*

¹⁴²³ *Idem.* p. 83.

mise en place d'un tel dispositif¹⁴²⁴.

Suivant les critiques auparavant formulées par la doctrine, avis qui fut réaffirmé par les crises financières, le rapport Larosière¹⁴²⁵ a aussi mis en relief le manque de collaboration entre les autorités nationales de surveillance et l'inaptitude des comités européens à prendre des mesures d'urgence en raison de leur absence de pouvoir décisionnel¹⁴²⁶, tout cela malgré les renforcements opérés à l'égard du CESR. Ainsi, en 2010, ces comités furent remplacés par le système actuel¹⁴²⁷, c'est-à-dire par des autorités censées être plus puissantes.

§2. *Le système européen de surveillance financière (SESF)*

671. **Un réseau intersectoriel.** Il s'agit d'un réseau d'autorités¹⁴²⁸, tant européennes (AES) que nationales, qui examinent l'ensemble des questions communes à la banque, à l'assurance et aux marchés financiers¹⁴²⁹. Dans les paragraphes suivants, nous énumérerons les autorités qui composent ce réseau (A)¹⁴³⁰ pour analyser ensuite le caractère de régulateur de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA, selon son vocable anglais, *European Securities and Markets Authority*) (B).

A. *Autorités qui intègrent le réseau*

672. **La source.** À la suite de la plus récente crise financière, l'Europe a pris conscience de l'urgence de corriger les principaux dysfonctionnements de son marché intérieur : celui-ci avait permis la libre circulation des produits financiers à travers une consolidation de la réglementation financière sans qu'elle trouve un reflet du point de vue institutionnel. C'est ce défaut que le SESF tente de corriger en mettant en place un système européen de supervision formé de deux niveaux :

Le premier niveau correspond à la surveillance macroprudentielle attribuée au Comité

¹⁴²⁴ Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *préc.*

¹⁴²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf

¹⁴²⁶ Karine Rodriguez, « Création du Conseil de régulation bancaire et financière et du risque systémique », *LPA*, n° 250, pp. 12-14.

¹⁴²⁷ Règl. n°s 1092/2010, 1093/2010, 1094/2010, 1095/2010, 24 nov. 2010. - *V.* également, Règl. n°s 1096/2010, 17 nov. 2010 ; Dir. 2010/78, 24 nov. 2010

¹⁴²⁸ La création de réseaux constitue une tendance de la régulation européenne. *V.* Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », *préc.*

¹⁴²⁹ *Cf.* Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *RD. banc. et fin.* mars 2011, étude 11 ; Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.* ; Francesco Martucci, *et alli*, « Le système européen de surveillance financière », *Europe* n° 6, Juin 2011, étude 6

¹⁴³⁰ Plus largement, sur les acteurs au niveau européen *Cf.* Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et...*, N°70 et ss.

européen du risque systémique (CERS)¹⁴³¹.

Le second correspond à la surveillance microprudentielle attribuée à un système européen de surveillance financière (SESF) chargé de surveiller les établissements financiers. Il est organisé en réseau composé des autorités nationales de surveillance et de trois autorités européennes de surveillance (AES).

1. Comité européen du risque systémique (CERS)

673. **Caractéristiques.** Il s'agit d'un organisme indépendant¹⁴³² en droit de l'Union chargé de veiller à la stabilité financière de l'Union européenne. Il ne possède pas de personnalité morale ni de pouvoirs contraignants. Il est adossé à la Banque centrale européenne qui « concrètement (...) se charge du secrétariat du CERS »¹⁴³³, et son président est celui de la BCE pour une durée de cinq ans, ce qui pourrait renforcer son influence¹⁴³⁴, alors que sa composition est critiquée¹⁴³⁵.

Deux organes forment le Comité : le conseil général : organe décisionnel composé de représentants d'une soixantaine d'institutions et organes (BCE, banques centrales nationales [BCN], Commission, AES, Comité économique et financier [CEF], autorités nationales de surveillance). Et un comité directeur composé notamment du président et du vice-président du CERS, de quatre membres du conseil général de la BCE, des présidents des AES, du président du CEF et d'un membre de la Commission. Il compte aussi un secrétariat chargé du fonctionnement quotidien du CERS et deux comités consultatifs, l'un scientifique, l'autre technique¹⁴³⁶.

Sa mission consiste en la « surveillance macroprudentielle du système financier dans le but de contribuer à la prévention ou à l'atténuation des risques systémiques »¹⁴³⁷.

Comme le Conseil de régulation financière et du risque systémique, il ne possède aucun pouvoir de décision, mais uniquement un pouvoir consultatif¹⁴³⁸, étant chargé d'alerter les autorités nationales et d'émettre des recommandations lorsqu'il détecte un problème

¹⁴³¹ En remplacement du Comité de surveillance bancaire de la Banque centrale européenne.

¹⁴³² Règl. (UE) n° 1092/2010, consid. 15. Textes adoptés le 22 septembre 2010 par le Parlement européen.

¹⁴³³ Francesco Martucci, *et alli, préc.* La Banque centrale européenne assure des missions « spécifiquement opérationnelles » relatives au fonctionnement du CERS, elles sont d'ordre analytique, statistique, administratif et logistique.

¹⁴³⁴ Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *préc.* n° 3.

¹⁴³⁵ Bernard Spitz, « La composition du Comité européen du risque systémique est une aberration » *in* www.EurActiv.fr, 26 octobre 2009.

¹⁴³⁶ Francesco Martucci, *et alli, préc.*

¹⁴³⁷ Règl. n° 1092/2010, 24 nov. 2010. Art. 3, § 1.

¹⁴³⁸ V. Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *préc.* p. 27.

important pour la stabilité générale. Pour donner plus des poids à cette autorité, le principe « appliquer ou s'expliquer » est applicable à ses recommandations¹⁴³⁹. Chargé d'un niveau de surveillance macroprudentielle, il remplace le comité de surveillance bancaire de la Banque centrale européenne.

2. *Autres autorités*

674. **Autorités sectorielles.** Des autorités ne concernant pas les marchés financiers, mais liées par une problématique commune, sont l'Autorité bancaire européenne et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles.

Enfin, on retrouve l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA, selon son vocable anglais).

La création des autorités sectorielles¹⁴⁴⁰ citées précédemment peut être analysée comme la consécration d'une coopération naguère refusée¹⁴⁴¹ destinée à renforcer la surveillance du secteur financier. Toutefois ce respect soulève plusieurs doutes¹⁴⁴².

B. Autorité européenne des marchés financiers : un régulateur ?

675. **Les différences.** Les nouvelles autorités de surveillance financière disposent désormais de pouvoirs contraignants et sont pourvues, à ce titre, de la personnalité juridique¹⁴⁴³. Ce sont des traits qui les caractérisent et qui permettent de les différencier du Comité européen du risque systémique et des comités de régulateurs du processus Lamfalussy qui ne disposaient pas de la légitimité institutionnelle pour assurer la coordination entre les autorités nationales de surveillance¹⁴⁴⁴. Cela est important, car un véritable régulateur se définit par son indépendance, et surtout par ses pouvoirs. Pour déterminer si l'Autorité européenne des marchés financiers est un véritable régulateur, il faut analyser ces

¹⁴³⁹ Anne-Catherine Muller, « Autorités de régulation. Comités. Rapport Larosière », Commentaire 145, *RD. banc. et fin.* juillet-août 2009, p. 77-78.

¹⁴⁴⁰ Sur le caractère sectoriel de la supervision européenne V. Thierry Bonneau, « La réforme de la supervision financière européenne », *Rev. Lamy dr. aff.*, n° 56, janvier 2011, p. 31 ; du même auteur, *Droit bancaire, préc.* n° 159-1.

¹⁴⁴¹ Le Royaume-Uni aurait été le principal obstacle.

¹⁴⁴² Cf. Julia Black, « Restructuring Global and EU Financial Regulation: Capacities, Coordination and Learning », LSE Law, Society and Economy Working Paper Series, WPS 18-2010.

¹⁴⁴³ Règl. art. 5.

¹⁴⁴⁴ Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc.*, n° 6 et ss. Sur les pouvoirs Cf. Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état des lieux et perspectives », *préc., spéc.* n°28.

éléments¹⁴⁴⁵.

1. Indépendance de l'autorité européenne des marchés financiers

676. **Personnalité juridique.** Dans le cadre des droits internes, nous avons vu, dans la première partie, qu'un des principaux traits de l'indépendance des autorités est donné par la personnalité juridique. L'Autorité européenne des marchés financiers en est dotée (règl. n° 1093/2010, Art. 5, règl. n° 1094/2010, Art. 8 règl. n° 1095/2010, Art. 10).

677. **Budget.** Les comités «de niveau 3» obtenaient leurs ressources des seules contributions versées par leurs membres, ce qui n'était pas suffisant. Les nouvelles autorités de surveillance financière, par contre, disposent également d'une subvention provenant du budget de l'Union européenne et de redevances éventuelles versées par les entités dont elles assurent la surveillance (règl. n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010, Art. 62).

678. **Fonctionnement.** Au surplus, les articles 42, 49 et 52 du règl. n° 1093/2010 cherchent à assurer une activité indépendante, objective et dans le seul intérêt de l'Union. De cette façon, ni le président, ni le directeur exécutif, ni les différents organes d'administration ne peuvent ni solliciter ni accepter aucune instruction des institutions ou organes de l'Union, des gouvernements des États membres ou d'autres entités publiques ou privées. Ces entités sont pour leur part tenues de ne pas chercher à exercer une influence.

Il faut de toute évidence noter que le Conseil des autorités de surveillance (article 40, règl. n° 1093/2010), organe qui fait partie de la composition de l'ESMA¹⁴⁴⁶, peut décider d'admettre des observateurs, ce qui, à notre avis, pourrait ébranler les mécanismes destinés à assurer l'indépendance de l'autorité.

2. Pouvoirs de l'autorité européenne des marchés financiers

679. **Situation avant le SESF.** Avant les modifications opérées en 2011, aucun transfert de compétences n'avait été effectué. Cependant, les régulateurs possédaient le pouvoir de déterminer le contenu des normes applicables aux services financiers grâce à la comitologie. Conformément à ce dispositif, les régulateurs nationaux réunis en comités déterminaient le

¹⁴⁴⁵ Olivier Beatrix *et alli*, Table ronde : « L'indépendance des agences européennes de régulation » in L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison institutionnelle, *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque, 4^e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

¹⁴⁴⁶ Il est intégré par le directeur de l'autorité publique nationale compétente pour la surveillance des acteurs des marchés financiers de chaque État membre et, sans voix délibérative, par le président de l'autorité, un représentant de la commission, un représentant du CERS, ainsi que de chacune des deux autres autorités européennes du système.

droit applicable dans les États membres. De cette façon, on avait soutenu¹⁴⁴⁷ que « la portée de leur action dépasse donc la mission qui leur est traditionnellement confiée dans les systèmes nationaux : ils agissent désormais non seulement au stade de l'application du droit, mais également au niveau de son élaboration à l'échelle européenne. Dès lors, le dispositif actuel conduit à un inquiétant cumul de pouvoirs ». On avait aussi critiqué l'inaptitude des comités de niveau 3 à prendre des mesures d'urgence à cause du manque de pouvoirs décisionnels¹⁴⁴⁸, critique qui fut prise en compte par le Rapport Larosière¹⁴⁴⁹.

680. **Après la création du SESF.** Après les modifications opérées en 2011, on devrait pouvoir affirmer que l'objectif des nouvelles autorités créées est d'opérer un transfert de pouvoirs et de compétences des États membres vers l'Union européenne¹⁴⁵⁰. Néanmoins, ce transfert est partiel¹⁴⁵¹ et leur rôle a été nuancé : le commissaire européen chargé des services financiers affirmait ainsi que ces nouveaux organismes « ne remplaceront pas les autorités nationales », et que « notre objectif n'est pas de transférer le contrôle des institutions financières à l'Union européenne »¹⁴⁵², les trois nouveaux instruments étant chargés « de la coordination, du suivi et, éventuellement, de l'arbitrage (entre autorités nationales afin de) contribuer à harmoniser les règles techniques qui s'appliquent à ces institutions »¹⁴⁵³. Pour ménager la souveraineté des États membres, explique un auteur, les autorités européennes de surveillance n'ont pas été dotées du pouvoir réglementaire¹⁴⁵⁴. Les compétences des nouvelles autorités, en ce qui concerne l'élaboration des normes, sont ainsi restreintes à l'élaboration de normes techniques de réglementation et de normes techniques d'exécution (art. 10, 13 et 15 du règlement)¹⁴⁵⁵. En revanche, son domaine de compétences semble s'élargir progressivement.

681. **Normes techniques de réglementation.** Elles opèrent dans les domaines délégués à la Commission par le Parlement européen et le Conseil, avec la limitation de n'impliquer aucune

¹⁴⁴⁷ Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *préc.* p. 10

¹⁴⁴⁸ Thierry Bonneau, « Le Committee of european regulators (CESR) renforcé », *préc.*

¹⁴⁴⁹ Anne-Catherine Muller, « Autorités de régulation. Comités. Rapport Larosière », *préc.*

¹⁴⁵⁰ Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *RD. banc. et fin.*, n° 1, janvier 2011, repère 1.

¹⁴⁵¹ V. Thierry Bonneau, « Le projet de réforme de la supervision financière européenne » *RTDF* n° 4/2009, p. 4. Pierre-Henri Conac et Vincent Caillat, « Du CESR à l'ESMA : le Rubicon est franchi », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 500. Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *préc.*, n° 1.

¹⁴⁵² Michel Barnier, <http://tempsreel.nouvelobs.com/actualite/economie/20110103.OBS5591/l-ue-se-dote-de-nouvelles-autorites-de-supervision-financiere.html> ;

¹⁴⁵³ <http://www.20minutes.fr/economie/646060-economie-l-ue-dote-nouvelles-autorites-supervision-financiere>

¹⁴⁵⁴ Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et....*, *préc.* N°11.

¹⁴⁵⁵ Pour un auteur (V. Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc., spéc.* n° 14) le pouvoir d'élaboration de normes techniques « devrait conduire *in fine* à la mise en place d'un règlement uniforme, de nature à garantir des conditions de concurrence homogènes et une protection suffisante des déposants, des investisseurs et des consommateurs dans toute l'Europe. »

décision stratégique ni aucun choix politique, comme de s'en tenir aux actes législatifs sur lesquels elles sont basées. Les normes édictées par l'Autorité ne peuvent avoir de force juridique qu'une fois transcrites dans un règlement ou une décision de la Commission qui doit les approuver¹⁴⁵⁶. Il faut aussi considérer que la délégation accordée à la Commission jusqu'au 16 décembre 2014 est révocable à tout moment par le Parlement ou le Conseil (Art. 11 et 12), et que ceux-ci peuvent aussi formuler des objections empêchant l'entrée en vigueur d'une norme (Art. 13).

682. **Normes techniques d'exécution.** Elles opèrent (Art. 15) dans les domaines où la Commission peut prendre seule des règlements et des décisions. Le dispositif est très similaire, mais sans l'intervention du Parlement ni du Conseil.

L'autorité européenne a aussi des compétences pour contrôler la transposition des textes et de leur application par les autorités nationales (Art. 16), sachant que les différences d'interprétations des normes harmonisées européennes constituaient la principale source de sa fragmentation¹⁴⁵⁷. Cette dernière fut démontrée dans l'affaire Madoff, laquelle « a parfaitement révélé les failles dans l'interprétation que faisaient les États membres de l'application des directives européennes, en particulier la directive OPCVM (85/611/CE), avec les différentes interprétations données au terme "dépositaire" »¹⁴⁵⁸ ; un autre champ où on constate cet échec fut celui de l'harmonisation de la répression des abus de marché, si bien qu'il y a « un début de convergence de la définition des comportements fautifs dans l'Union. La définition de ces infractions de nature réglementaire demeure diverse, voire incohérente, selon les États membres (...) Le régime des sanctions applicables est resté très disparate. »¹⁴⁵⁹

L'autorité européenne peut ainsi formuler des recommandations et des orientations à l'intention des autorités compétentes ou des acteurs des marchés financiers.

683. **Décisions individuelles.** Trois hypothèses habilite les autorités de surveillance financière à prendre des décisions contraignantes :

- en cas de violation du droit de l'Union européenne (Art. 17 des règlements n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010) ;

- en cas d'urgence (Art. 18 des règlements n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010) ;

¹⁴⁵⁶ Hubert de Vauplane *et alli*, « Autorité européenne des marchés financiers – CESR. Actualités réglementaires », *préc.*

¹⁴⁵⁷ *Idem*, p. 36.

¹⁴⁵⁸ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.* n° 24.

¹⁴⁵⁹ Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché » *JCP E*, n° 50, 15 décembre 2011, 1905, *spéc.* n° 5.

- en cas de règlement d'un différend entre les autorités nationales de surveillance (Art. 19 des règlements n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010).

Il faut du moins remarquer que ces pouvoirs sont exercés à l'égard des autorités nationales. Une entreprise ne pourrait faire l'objet d'une décision européenne que dans le cas où le régulateur de l'État auquel elle appartient opposerait une résistance à l'Autorité européenne des marchés financiers ou l'Autorité bancaire européenne quant à l'interprétation du droit européen¹⁴⁶⁰.

Un auteur¹⁴⁶¹ a remarqué que les règles européennes pourraient laisser une marge de manœuvre aux autorités nationales de surveillance ; dans les cas où cette marge engendre des risques de divergence dans l'application du droit européen, les autorités de surveillance financière devraient intervenir pour les réduire. Selon le même auteur, dans le cas de divergence dans l'application du droit européen, les autorités de surveillance financière pourraient imposer une décision commune aux établissements bancaires et financiers lorsque les pratiques portent atteinte à la transparence de l'information sur les marchés financiers ou font courir un risque quant à l'adéquation des fonds propres¹⁴⁶². Les autorités de surveillance ont aussi la possibilité d'interdire ou de restreindre temporairement certaines activités financières, dans les cas prévus par la législation sectorielle. Par exemple, en matière de vente à découvert ou de contrats d'échange sur risque de crédit¹⁴⁶³.

684. **Contrôle et sanctions.** Les autorités n'ont pas un véritable pouvoir de contrôle ou de sanction, malgré le pouvoir d'enquête sur d'éventuelles violations du droit de l'Union européenne, à la demande d'une ou de plusieurs autorités compétentes, du Parlement, du Conseil, de la Commission du groupe des parties intéressées au secteur financier ou de sa propre initiative (Art. 17). En effet, les seules mesures que l'autorité peut prendre sont :

- adresser à l'autorité compétente concernée une recommandation établissant les mesures à prendre pour se conformer au droit de l'Union ;
- si l'autorité compétente ne se conforme pas au droit de l'Union, c'est la Commission qui peut prononcer un avis formel imposant à l'autorité compétente de prendre les mesures nécessaires à cette fin ;

¹⁴⁶⁰ Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc., spéc.* n° 19.

¹⁴⁶¹ *Idem.* n° 13.

¹⁴⁶² V. PE et Cons. UE, prop. de règl., COM(2010) 482 final, 15 sept. 2010 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit. Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc., spéc.* n° 13.

¹⁴⁶³ *Idem.*

- si l'autorité compétente ne se conforme pas à l'avis et seulement si ce manquement rend nécessaire une intervention rapide afin de maintenir ou de rétablir des conditions de concurrence neutres sur le marché ou d'assurer le bon fonctionnement et l'intégrité du système financier, l'autorité peut adopter, à l'égard d'un acteur des marchés financiers, une décision individuelle lui imposant de prendre les mesures nécessaires pour respecter les obligations qui lui incombent en vertu du droit de l'Union, notamment par la cessation de la pratique¹⁴⁶⁴.

685. **Recours.** On a prévu une commission des recours, dont l'importance a été signalée par les auteurs, comme étant « un embryon de juridiction financière spécialisée »¹⁴⁶⁵. Elle est composée de six membres « d'une grande honorabilité » élus d'une liste élaborée par la Commission et nommés pour un tiers par le conseil d'administration de chaque AES¹⁴⁶⁶. En ce qui concerne les conditions de leur mandat, sa durée est de cinq ans renouvelable une fois et nul ne peut être révoqué qu'en cas de faute grave. Bien sûr, la fonction de membre de la commission de recours est incompatible avec des fonctions au sein de l'AES¹⁴⁶⁷ qui l'a nommé. Toutefois, remarque un auteur¹⁴⁶⁸, « quelqu'un exerçant une fonction au sein d'une autorité de surveillance pourrait être nommé en tant que membre de la commission de recours par une autre autorité »¹⁴⁶⁹. Si cela était le cas, l'indépendance et l'impartialité des membres seraient contestables. Une procédure de récusation est aussi prévue¹⁴⁷⁰.

686. **Élargissement de la compétence.** Malgré le manque d'un véritable pouvoir de contrôle ou de sanction, les AES ne sont pas négligeables. Elles constituent un jalon, et on peut s'attendre à ce que, dans le futur, leurs rôles et leurs pouvoirs se voient accrus¹⁴⁷¹. Cela peut être démontré par le transfert intégral de la compétence des autorités nationales opéré en vertu du règlement du 11 mai 2011 à l'égard du contrôle des agences de notation¹⁴⁷². Ainsi,

¹⁴⁶⁴ Cette faculté est sans préjudice des compétences dévolues à la Commission au titre de l'article 258 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, et sous condition que les exigences concernées des actes visés à l'article 1^{er}, paragraphe 2, soient directement applicables aux acteurs des marchés financiers,

¹⁴⁶⁵ V. Pierre-Henri Conac et Vincent Caillat, *préc.*, *spéc.* n° 15 ; *adde.* Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état des lieux et perspectives », *préc.*, *spéc.* n° 13.

¹⁴⁶⁶ Règl. art. 58, § 3. Il y a aussi six membres suppléants.

¹⁴⁶⁷ Règl. art. 59, § 1.

¹⁴⁶⁸ Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *préc.* n° 7.

¹⁴⁶⁹ Cette interprétation est confortée par l'article 59, § 2 du Règlement, conformément auquel : « les membres de la commission de recours ne peuvent prendre part à aucune procédure de recours (...) s'ils ont participé à la décision faisant l'objet du recours ».

¹⁴⁷⁰ Règl. art. 59, § 4.

¹⁴⁷¹ Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *préc.*

¹⁴⁷² Cf. Thierry Bonneau, « Coup de projecteur sur les agences de notation », *RD. banc. et fin.*, n° 6, novembre 2011, alerte 31; Konstantinos Sergaki, « Règlement (UE) n° 513/2011 : l'avancée de l'ESMA vers la "maturité régulatrice" face aux agences de notation », *Bull. Joly Bourse*, n° 9, 2011, pp. 491-495.

les demandes d'enregistrement et de certification doivent être transmises à l'AEMF. C'est cette autorité qui examine si les conditions posées par le règlement sont respectées, pour ensuite adopter une décision d'enregistrement/certification ou de refus d'enregistrement/certification dûment motivée (Art. 16, 3 et Art. 5).

D'autre part, le règlement cité a doté l'AEMF d'un pouvoir d'enquête, de contrôle sur place et de sanctions à l'encontre des agences de notation¹⁴⁷³ ; elle peut prononcer une injonction, une mesure d'interdiction temporaire, un retrait d'enregistrement, des amendes et des astreintes¹⁴⁷⁴. La procédure de sanction disciplinaire fut aménagée pour respecter les prescriptions de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme¹⁴⁷⁵.

On peut donc affirmer que cette Autorité européenne des marchés financiers devient, en vertu de ses nouveaux pouvoirs, progressivement une véritable autorité de régulation.

3. Un encadrement approprié ?

687. **Les missions conférées.** Le caractère d'autorité de régulation de l'Autorité européenne des marchés financiers peut aussi être controversé si on prend en compte les missions de cette autorité. Le Professeur Thierry Bonneau affirme que comme « Le maintien de l'équilibre concurrence/protection ne paraît pas ainsi être la préoccupation de l'AMF... Elle ne le sera pas plus pour la future Autorité européenne des marchés financiers puisque celle-ci assumera essentiellement des missions de protection ». Conformément à l'article Art. 1, 5) du règlement : « L'autorité a pour objectif de protéger l'intérêt public en contribuant à la stabilité et à l'efficacité à court, moyen et long terme du système financier, pour l'économie de l'Union, ses citoyens et ses entreprises. L'Autorité contribue à : i) améliorer le fonctionnement du marché intérieur, notamment par un niveau de réglementation et de surveillance satisfaisant, efficace et cohérent, (...); iii) assurer l'intégrité, la transparence, (...); viii) renforcer la protection des consommateurs ».

688. **La responsabilité des autorités.** Elles sont responsables devant le Parlement européen et le Conseil, ce qui se traduit par la faculté conférée à ces deux institutions de formuler des objections à l'égard des normes proposées par les Autorités de surveillance. Cela aurait pour résultat d'empêcher l'entrée en vigueur de la norme communautaire (art. 3 et 13

¹⁴⁷³ V. Arts. 23 quarter, 23 quinquies et 24.

¹⁴⁷⁴ Le règlement ne parle pas de sanctions, mais de mesures de surveillance, d'amendes et d'astreintes. V. Thierry Bonneau, « Coup de projecteur sur les agences de notation », *préc.*

¹⁴⁷⁵ Art. 23 sexies.

des règl. n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010.). C'est pour cela qu'un auteur¹⁴⁷⁶ relève, de façon appropriée à notre avis, le besoin que le Parlement européen et le Conseil adoptent « une orientation politique fixant aux Autorités de surveillance financière les principaux résultats attendus pour une période à venir ; ensuite, en imposant aux Autorités de surveillance financière de présenter un rapport sur les résultats obtenus ou le cas échéant, les difficultés rencontrées. Dans ce dernier cas, les Autorités de surveillance seront tenues de révéler l'identité d'éventuels régulateurs récalcitrants ». D'autre part, et selon le même auteur, doit aussi être applicable « l'exigence de "responsabilité dans l'action" (au sens anglo-saxon d'"accountability") et d'en faire, à notre sens, l'une des caractéristiques centrales de l'organisation de la société bancaire et financière de demain ».

689. **La légitimité de leurs dirigeants.** Les modalités du choix des personnes étant à la tête de l'autorité ont été l'objet de critiques. Le président, qui est le représentant de l'autorité, et le directeur exécutif, qui est à la charge de son administration, sont des professionnels indépendants à temps plein désignés par le Conseil des autorités de surveillance¹⁴⁷⁷, toutefois, tel que le remarque un auteur¹⁴⁷⁸, les textes ne précisent pas ce qu'il faut entendre par *indépendant*. Dans la procédure de désignation, le parlement a un droit d'opposition par rapport au président de l'autorité, et un droit de confirmation dans le cas du directeur exécutif. Ils restent 5 ans dans leurs fonctions et peuvent être destitués par le Conseil d'autorité de surveillance, dans le cas du directeur exécutif ou par le Parlement européen dans le cas du président. En ce qui nous concerne, les deux sont désignés parmi des personnes exerçant des fonctions de direction intermédiaires au sein des régulateurs nationaux. Cela met en cause la légitimité et l'autorité des institutions qu'ils représentent face aux autorités nationales qui sont leurs membres. On aurait donc souhaité que cette représentation appartienne à une personne étant à la tête de l'une des autorités représentées dans l'organisme¹⁴⁷⁹.

690. **Conclusion.** L'internationalisation des sources normatives peut être conçue comme une manifestation de la perspective instrumentale des nouvelles formes de régulation qui permet de remédier aux décalages existants entre un marché financier globalisé et le manque d'une réglementation aussi globale. Malheureusement, il faudra laisser passer du temps pour

¹⁴⁷⁶ Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc.*, *spéc.* n° 25.

¹⁴⁷⁷ Règl. art. 48, § 1.

¹⁴⁷⁸ Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *préc.* n° 6.

¹⁴⁷⁹ Hubert de Vauplane *et alli*, « Autorité européenne des marchés financiers – CESR. Actualités réglementaires », *préc.*

déterminer l'efficacité de la nouvelle organisation européenne et la possibilité de la reproduire voire de la déployer à un niveau géographique plus large.

Titre 2. L'aménagement des instruments classiques de régulation

691. **Plan.** Le mot aménagement est utilisé juridiquement pour faire référence à une « disposition méthodique en vue d'un usage déterminé »¹⁴⁸⁰. C'est précisément ce que fait la régulation avec les normes juridiques afin d'obtenir certaines finalités économiques. Cet aménagement se réalise sous deux formes.

D'abord, à travers la transformation de certaines caractéristiques qui, pendant un certain temps, étaient considérées comme de la nature des normes juridiques (Chapitre 1). Ensuite, par l'usage de figures juridiques classiques, le contrat et la responsabilité, à des finalités nouvelles. On profite de ce que l'on a pour réaliser des objectifs qui, pendant longtemps, n'étaient pas considérés comme propres à ces figures juridiques (Chapitre 2).

Chapitre 1 : La transformation des normes juridiques

692. **Approche.** Traditionnellement, la régulation économique se réalisait à travers les normes juridiques possédant une énonciation ou une hypothèse de conduite (ce qui est ordonné, prescrit ou interdit) qui est clairement identifiable (donc rigide), applicable à la généralité (donc uniforme) et toujours accompagnées d'une sanction à la méconnaissance de la règle. Cependant, il est arrivé un moment où les juristes ont réalisé, parce que le phénomène a toujours existé, que parallèlement à ce type de normes juridiques, il existait un encadrement mis en œuvre différemment et que cela n'était pas méprisable. Au contraire, les changements que ce nouvel encadrement introduisait étaient nécessaires.

693. **Caractéristiques controversées.** Le principal trait des normes juridiques mis en cause est la conception de la sanction des normes juridiques en tant que critère de juridicité qui avait pour effet de restreindre la conception de la sanction. Moins objet de controverses, mais non moins importante du point de vue de la régulation est la remise en cause de l'abstraction, la rigidité, la pérennité et l'uniformité des normes juridiques.

694. **Résultats.** De la remise en cause dont nous parlons, plusieurs instruments se sont dégagés, tous au service de l'emprise de la régulation. Parmi ces nouveaux instruments, le plus important¹⁴⁸¹ est le droit souple, instrument dont la nouveauté réside dans le fait de se

¹⁴⁸⁰ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique, préc.*, p. 53.

¹⁴⁸¹ On ne saurait dire si l'importance de ce phénomène réside dans l'intensité de son usage ou dans l'attention que la doctrine lui a prêtée, on tend davantage à opter pour la deuxième raison. Pour les références les plus récentes V. Association Henri Capitant, *Le droit souple*, Dalloz, 2009, Collection Thèmes & commentaires, 179 pp., en matière financière V. asussi la *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2012.

passer de la sanction classiquement entendue pour obtenir certaines finalités (Section 1). Instruments secondaires, au moins du point de vue de l'attention que la doctrine leur a consacrée, sont les standards, les principes directeurs, le droit matériel et les lois d'expérimentation (Section 2). Nous voulons souligner que ces phénomènes se trouvent souvent mélangés, car il ne s'agit pas de catégories décloisonnées. Ainsi, par exemple, le droit doux peut être rédigé de manière à constituer, en même temps, un standard, les principes directeurs peuvent ne pas prévoir une sanction à sa méconnaissance.

Section 1 : Le droit souple et la sanction des normes juridiques

695. **Notions générales.** C'est en matière de droit international qu'on trouve la plupart des études examinant le droit doux et le droit mou, en anglais *soft law*, selon lesquelles cette expression anglo-saxonne a été utilisée, pour la première fois, par Lord McNair¹⁴⁸².

Le droit mou (*soft law*) est généralement défini par l'absence de sanction classiquement entendue, alors que le droit doux est défini par l'absence d'une obligation¹⁴⁸³. Les deux sont regroupés en France sous la notion de droit souple¹⁴⁸⁴, un droit « docile », « capable de s'adapter adroitement à la volonté d'autrui, aux exigences de la situation »¹⁴⁸⁵, et opposés au droit dur (*hard law*), censé constituer le droit classique et être, en tant que tel, un élément de base de notre système juridique, dont les principaux développements se trouvent dans la théorie kelsénienne. Pour exposer le phénomène, il faut consacrer au moins quelques mots pour préciser la conception kelsénienne et ce qui est au centre des débats : la conception de la sanction.

696. **Le paradigme.** Comme l'affirme le Professeur Thibierge, la notion de droit souple vient bouleverser l'idée courante qu'on se fait du droit : « elle nous oblige à éprouver la

¹⁴⁸² René-Jean Dupuy, « Droit déclaratoire et droit programmatore: de la coutume sauvage à la "soft law" », in *L'élaboration du droit international public. Société française pour le Droit international, Colloque de Toulouse (1975)*, Leiden, Sijthof, 1975, pp. 132-148, spéc. p. 139; Georges Abi-Saab, *Cours Général de Droit International Public, Recueil des Cours de l'Académie de Droit international de la Haye*, 1987, tome 207 (VII), p. 206, p. 132; Georges Abi-Saab, « Éloge du droit assourdi: quelques réflexions sur le rôle de la *soft law* en droit international contemporain », *Nouveaux itinéraires en droit. Hommage à François Rigaux*, Bruxelles, Bruylant, 1993, pp. 59-68.

¹⁴⁸³ Il faut ajouter aussi le droit flou. Celui-ci, à notre avis, modifie l'hypothèse visée par la norme juridique (entendant par hypothèse ce qui est ordonné, prescrit ou interdit) ; elle est bouleversé par les standards et les principes directeurs, analysés *infra* N°761 et ss.

¹⁴⁸⁴ Catherine Thibierge, « Le droit souple, Réflexion sur les textures du droit », *RTD. civ.* octobre-décembre 2003, pp. 599-628, spéc. p. 610 et ss. Une conception quelque peu différente peut être trouvée in Mireille Delmas-Marty, « Introduction: Les nouveaux lieux et les nouvelles formes de régulation » in *Les transformations de la régulation juridique, préc.* pp. 209-220. Sur les différences entre le droit doux et le droit mou V. Catherine Thibierge, « Le droit souple... », *préc.*

¹⁴⁸⁵ Le Petit Robert, V° Souple.

solidité de convictions aussi établies qu'apparemment évidentes selon lesquelles le droit est un ensemble de règles - les règles sont nécessairement obligatoires et contraignantes - et la contrainte est le critère du droit. Toutes ces affirmations qui, à force de répétition, *plus que de démonstration*, ont fini par devenir des "vérités juridiques" »¹⁴⁸⁶. Nous allons notamment aborder la question du critère du droit (ou critère de la règle de droit)¹⁴⁸⁷.

697. **L'approche kelsénienne.** Selon Kelsen, le facteur qui permet de différencier les normes juridiques des autres normes sociales est la sanction¹⁴⁸⁸. Autrement dit, les normes juridiques prescrivent un comportement (obligatoires) sous peine de sanctions coercitives (sanctionnées). Donc, en l'absence d'une sanction à caractère contraignant, on ne peut pas qualifier la règle de norme juridique¹⁴⁸⁹. La sanction, soutiennent les kelséniens, est « le critère du juridique ». Elle sert à déterminer l'appartenance de la norme au système juridique.

La question est, depuis longtemps, largement débattue¹⁴⁹⁰. Plusieurs critiques ont été soulevées à l'égard de cette théorie, ainsi qu'à ses diverses interprétations. Elles visent notamment la désignation de la coercition des règles comme critère de juridicité et l'ignorance ou le mépris de certains actes juridiques d'édiction des lois, marginaux il faut l'admettre, qui depuis longtemps se limitent à formuler des normes « à vocation instrumentale des recommandations et non de commandements »¹⁴⁹¹, nous pensons à des normes dénommées « tertiaires », destinées à assurer la connaissance et la compréhension des règles primaires et secondaires : une annexe, un titre, un préambule, etc¹⁴⁹². Nous considérons que ces critiques sont la source lointaine de la défense du droit doux, étant la source immédiate de l'évolution opérée dans la conception de la sanction.

698. **Définition de sanction.** Les critiques formulées à l'égard de la conception kelsénienne ont fait émerger différentes conceptions du mot sanction, lequel revêt aujourd'hui plusieurs sens : dans un sens restreint, on entend par sanction une « punition, peine infringée par une autorité à l'auteur d'une infraction, mesure répressive destinée à le punir »¹⁴⁹³ ; dans un sens

¹⁴⁸⁶ Catherine Thibierge, « Le droit souple, Réflexion sur les textures du droit », *préc.*, p. 602.

¹⁴⁸⁷ Mustapha Mekki, « Propos introductifs ... », *préc. spéc.* p. 13

¹⁴⁸⁸ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 2-3.

¹⁴⁸⁹ Hans Kelsen, *Théorie pure du droit*, 2^{ème} éd. trad.. Charles Eisemann, Dalloz, 1962, p. 71, cité in Paul Amselek, « Une fausse idée claire : la hiérarchie des normes juridiques », *RRJ, Droit Prospectif*, 2007-2, p. 558.

¹⁴⁹⁰ Cf. Santi Romano, *L'ordre juridique*, Dalloz, Paris, 2^{ème} Ed., 2002, 174 pp ; Jean Carbonnier, *Sociologie juridique, préc.*

¹⁴⁹¹ Paul Amselek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc., spéc.* p. 288.

¹⁴⁹² Mustapha Mekki, « Propos introductifs... », *préc. spéc.* p. 13, n°18 et p.6, n°9.

¹⁴⁹³ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, *préc.* p. 844.

plus large, on soutient qu'une sanction est « toute mesure, même réparatrice, justifiée par la violation d'une obligation »¹⁴⁹⁴ et, plus généralement, « tout moyen destiné à assurer le respect de l'exécution effective d'un droit ou d'une obligation »¹⁴⁹⁵.

699. **Des acceptions critiquées.** De ces différentes conceptions de la sanction, c'est la première la plus critiquée, la critique la plus importante étant son inefficacité. Il faut rappeler que, comme nous l'avons exposé dans l'introduction du présent travail, l'un des éléments qui caractérisent la méthodologie de la régulation contemporaine est la quête de l'efficacité. Dans l'analyse de l'efficacité des normes juridiques, on a fini par considérer que les sanctions les plus adéquates sont celles qui ne portent ni sur la personne, ni sur son patrimoine (sauf l'amende), mais sur le profit attendu de l'activité, s'approchant ainsi de la deuxième, voire la troisième définition du terme sanction mentionnée précédemment.

700. **Une finalité nouvelle.** Comme résultat de la vogue des conceptions larges de la sanction, deux conséquences se sont produites : d'abord, une montée en puissance des sanctions telles que l'avertissement, le blâme, la suspension, l'exclusion et les amendes. La fonction de ces mesures est, dit-on, de protéger la profession en question et non l'intérêt général, par l'exclusion des indésirables, et d'influencer effectivement tous ceux qui participent à l'activité concernée¹⁴⁹⁶. Ensuite se sont développés des instruments encore plus souples, où la sanction est encore plus floue, comme dans le cas de la transparence comme instrument de régulation.

À la lumière du panorama que l'on vient de décrire, il faut admettre que le droit doux est une notion très complexe, notamment parce qu'elle vise des phénomènes forts différents qui ont en commun le fait de posséder une force obligatoire incertaine¹⁴⁹⁷ (§1). Cette complexité ne l'empêche pas de posséder un impact juridique qui explique qu'on la retrouve à plusieurs reprises dans la régulation des marchés financiers (§2).

§1. Les difficultés que pose la notion de droit doux

701. **Plan.** Il n'y a pas de définition uniforme relative à la *soft law* ou droit doux, situation compréhensible à l'égard des formes qui matérialisent le droit doux (B) et surtout si on prend

¹⁴⁹⁴ *Idem.* p. 845

¹⁴⁹⁵ *Idem.* p. 845

¹⁴⁹⁶ Paul Amselek, « Une fausse idée claire : la hiérarchie des normes juridiques », *préc.* p. 449-450.

¹⁴⁹⁷ En matière bancaire *V.* Jean-Guillaume de Tocqueville, « Le renouvellement des instruments juridiques en matière bancaire : le point de vue du praticien », *RD. banc. et fin.* n° 1, janvier 2012, dossier 4 ; Anne-Marie Moulin, *préc.*

en compte que le terme a été utilisé pour viser des phénomènes différents (A).

A. Diversité au niveau du contenu et des auteurs

702. **Différents phénomènes.** La doctrine a utilisé le terme droit doux pour décrire des phénomènes dissemblables, mais ils ont une chose en commun, ils bouleversent la force normative qui est propre aux normes juridiques. Dans cette partie de notre travail, nous exposerons les différences existant dans les notions du droit doux, tant du point de vue de leur contenu (1) que du point de vue des personnes (en tant que sources) qui peuvent élaborer ce droit (2).

1. Contenu de la soft law

703. **Droit doux comme standard.** Parfois, on qualifie les standards de droit doux, entendant par standards des énoncés normatifs formulés comme des principes abstraits qui deviennent normatifs à travers leur application par les tribunaux¹⁴⁹⁸. C'est la *soft law* en tant que droit flou. Du point de vue des nouvelles formes de régulation, il s'agit de phénomènes différents, la *soft law* étant l'opposé de la coercibilité des règles, alors que les standards sont l'opposé de la spécificité du contenu des règles.

704. **Droit doux comme l'avant-droit.** Le terme *soft law* a été aussi utilisé pour différencier les normes de *lege ferenda* et de *lege data*¹⁴⁹⁹, alors que pour d'autres, la *soft law* serait un élément qui estompe la limite existant entre le « pré-droit » et le « droit »¹⁵⁰⁰. Cette analyse attire notre attention en ce qu'elle soulève la possibilité contenue dans toute norme de droit doux de devenir une norme de droit dur. Nous croyons que pour viser ces derniers phénomènes, les expressions « droit programmatoire » ou *lex en statu nascendi*¹⁵⁰¹ sont plus pertinentes.

¹⁴⁹⁸ Angeles Mazuelos Bellido, *préc.* p. 3.

¹⁴⁹⁹ Michel Virally, « À propos de la *lex ferenda* », in *Le droit international, unité et diversité*, Mélanges offerts à Paul Reuter, Pedone, Paris. pp. 519-533. R. Y. Jennings, « An International Lawyer takes Stock », *International & Comparative Law Quarterly*, 1990, vol. 39, pp. 513-529, p. 516, cité in Angeles Mazuelos Bellido, *préc.* note de bas de page n° 4.

¹⁵⁰⁰ C'est le cas des Résolutions de l'Assemblée générale des Nations Unies, (AGNU), G. M. Danilenko, « Sources of International Law in a Changing International Community: Theory and Practice », in W. E. Butler (ed.), *Perestroika and International law*, Dordrecht-Boston, Nijhoff-Norwell (Ma), 1990, pp.61-79, p. 67; G. M. Danilenko, *Law-making in the International Community*, Dordrecht, Martinus Nijhoff, 1993, p. 20, tous cités in Angeles Mazuelos Bellido, *préc.*, p. 3.

¹⁵⁰¹ Ryuichi Ida, « Formation des normes internationales dans un monde en mutation critique de la notion de *soft law* », in *Le droit international au service de la paix, de la justice et du développement. Mélanges Michel Virally*, Paris, Ed. A. Pedone, 1991, pp. 333-340, *spéc.* p. 340.

705. **Droit doux pour différencier la force normative.** Pour un auteur¹⁵⁰² internationaliste, la *soft law* appartiendrait à une zone grise qui se trouverait entre le blanc du droit et le noir du non-droit. Pour un autre auteur¹⁵⁰³, l'expression *soft law* signifie qu'il y a différents degrés dans la force normative des normes juridiques « si l'on place à une extrémité le droit bénéficiant à cent pour cent de force obligatoire et, à l'autre extrémité, le non-droit n'en ayant aucune, on trouve divers degrés de force obligatoire dans la zone intermédiaire¹⁵⁰⁴ ». Dans ce sens, la *soft law* a toujours une force normative.

706. **Droit doux pour désigner le doute.** En général, lorsque l'on pense à la *soft law*, l'image qui vient à l'esprit est celle d'un instrument dont le caractère juridique est remis en question¹⁵⁰⁵. Par l'expression *caractère juridique*, on vi se deux facettes : le caractère juridique formel et le caractère juridique matériel, ce qui donne naissance à la distinction entre *soft law* formelle et *soft law* matérielle.

707. **Doute quant à la forme.** La *soft law* formelle vise la forme de l'acte : la force obligatoire de l'instrument peut être mise en cause parce que la forme adoptée par l'instrument ne correspond pas à des instruments juridiquement contraignants tels que les recommandations en matière de droit international et de droit interne et en général, dans certains instruments produits par les régulateurs et qui font partie de sa doctrine¹⁵⁰⁶. Par conséquent, des obligations contenues dans ce genre d'instruments ne seraient pas juridiquement des obligations, car l'instrument qui les contient n'est pas contraignant.

708. **Doute quant au format.** La *soft law* matérielle vise les normes contenues dans des instruments dont on ne doute pas de la juridicité tels que les traités internationaux ou une loi interne, mais dont le caractère obligatoire est mis en cause en vertu de leur contenu flou ou par l'existence des clauses de sauvegarde (de *opting in/out*), dans le cas des traités internationaux¹⁵⁰⁷. On inclut, dans cette dernière catégorie, les cas des traités où n'est pas prévu un mécanisme de résolution de différends¹⁵⁰⁸.

¹⁵⁰² G. J. H. van Hoof, *Rethinking the sources of International Law*, Kluwer Law and Taxation Publishers, 1983, pp. 322, spéc. p. 187-188 cité in Angeles Mazuelos Bellido, *préc.*

¹⁵⁰³ Cf. Catherine Thibierge (dir), *La force normative, naissance d'un concept*, LGDJ, 2009, 912 pp.

¹⁵⁰⁴ Ryuichi Ida, *préc.*, p. 336.

¹⁵⁰⁵ Georges Abi-Saab, « Cours Général de Droit International Public », *préc.*, p. 206 et « Éloge du droit assourdi: quelques réflexions sur le rôle de la *soft law* en droit international contemporain », *préc.*, p. 60.

¹⁵⁰⁶ V. *Supra* N°241 et ss.

¹⁵⁰⁷ P. Weil, « Cours Général de Droit International Public », in *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international de la Haye*, 1992, p. 236 et ss. spéc. p. 216, cité in Angeles Mazuelos Bellido, *op. cit.* p. 29.

¹⁵⁰⁸ Alan E. Boyle, « Some Reflections on the Relationship of Treaties and Soft law », *International and Comparative Law Quarterly*, 1999, vol. 48, n° 4, p. 901-913, spéc. p. 902.

En effet, il est toujours possible que des actes juridiquement contraignants du point de vue formel, une loi ou un contrat, par exemple, contiennent des commandements dont le respect relève d'une caractérisation difficile. Il n'est pas évident de déterminer si l'obligation a été accomplie ou non, car on ne sait pas vraiment en quoi consiste l'obligation. Par exemple, lorsqu'elle consiste à faire *des efforts* pour obtenir une finalité. L'obligation est donc indéterminée, ce qui nous amène à penser que ce dernier genre de normes doit être qualifié de standard et non de droit doux.

Les divergences quant à la notion de droit doux ne se limitent pas à son contenu ; elles concernent aussi les sources ou auteurs qui se trouvent à son origine.

2. *Multiplés auteurs de la soft law*

« (...) le droit souple jaillit de toutes parts, et pas seulement de sources que lui sont propres »¹⁵⁰⁹.

709. **Les acteurs privés.** Aujourd'hui, surtout dans le domaine des médias, la *soft law* est souvent évoquée pour se référer aux normes édictées par le secteur privé¹⁵¹⁰. Les acteurs privés sont en effet l'une des sources possibles de la *soft law*¹⁵¹¹, les instruments utilisés pour la matérialiser étant très divers : par exemple, les codes de conduite, les conventions-cadres, les standards de place ou les chartes. Ces normes édictées par les professionnels peuvent avoir lieu comme conséquence de la propre initiative des privés ou dans une démarche de collaboration avec les sujets protégés (comme il arrive en matière du droit de la consommation) ou même en collaboration avec l'État sous le fondement d'une habilitation étatique. Lorsque ces normes sont juste d'application consensuelle, en manquant de force légale, on peut les qualifier effectivement de *soft law*¹⁵¹², pourvu qu'on ne la restreigne pas à cette seule source.

710. **Les États.** Les États ont recours à la *soft law* dans le domaine international ou interne. Le fait que les États utilisent, dans le domaine international, la *soft law*, répond au souhait de se doter de certaines lignes de conduite sans s'engager dans une normativité juridiquement obligatoire. Ce genre de souhait n'est donc pas du monopole des acteurs privés, même s'il

¹⁵⁰⁹ Catherine Thibierge, « Le droit souple, Réflexion sur les textures du droit », *préc.* p 608 et ss.

¹⁵¹⁰ Cf. Olivier Douvreur, *préc.* n° 5 et ss.

¹⁵¹¹ Dans ce cas, la normativité est qualifiable comme nouvelle forme de régulation à deux titres, soit en tant que droit doux et en tant que le produit de l'activité normative des privés. *V. Supra* N°496 et ss.

¹⁵¹² http://www.lexfori.net/soft_law_fr.htm

semble que les origines de la technique se trouvent dans ce milieu¹⁵¹³.

Dans le domaine interne, le droit doux est, dans la plupart des cas, mis en œuvre par un régulateur, mais l'administration largement entendue l'utilise aussi à travers des mécanismes qui ont été visés sous le nom d'« actions administratives informelles »¹⁵¹⁴. En droit public, on fait référence à des pratiques administratives pararéglementaires : « Des actes unilatéraux à portée générale pris par l'administration et destinés à des autorités subalternes »¹⁵¹⁵ ; le Professeur Frison-Roche les conçoit comme des « concurrents normatifs ou infra-normatifs »¹⁵¹⁶. Ce genre de normativité peut être accompagné de mesures incitatives ou dissuasives destinées à les faire respecter, comme d'autres combinaisons possibles. Par exemple, une autorité peut formuler des recommandations relatives à l'édiction des normes classiques (commandements) par une autre autorité publique.

Selon le Professeur Amselek, la légitimité de l'usage de ces instruments par les pouvoirs publics fut reconnue par la décision du Conseil constitutionnel français du 1^{er} juillet 1980¹⁵¹⁷, où on reconnaît au législateur et au pouvoir réglementaire la possibilité de formuler des recommandations, plus précisément des orientations, en affirmant qu'un décret du Conseil d'État, qui formulerait seulement des recommandations, ne constituerait pas pour autant une nouvelle catégorie juridique¹⁵¹⁸. La question portait plutôt sur un éventuel transfert de compétences des Conseils d'État vers les autorités réglementaires en vertu de ce genre d'instruments, question qui pourrait aussi être soulevée à l'égard des régulateurs. La question du transfert de compétences devrait donc être analysée au cas par cas, selon que le pouvoir d'adopter ce genre d'instruments est consacré dans la loi ou non. À ce sujet, les remarques faites à l'occasion de l'analyse des codes de conduites élaborés par les pouvoirs publics sont aussi pertinentes¹⁵¹⁹.

¹⁵¹³ A. Remiro Brotóns, *Derecho Internacional Público. 2 Derecho de los tratados*, Madrid, Tecnos, 1987, p. 32 ; P. M. Eisemann, « Le *Gentlemen's agreement* comme source du droit international », *Journal Droit International*, 1979, vol. 106, pp. 326-348, spéc. p. 327-328 ; les deux cités in Angeles Mazuelos Bellido, *op. cit.* p. 19.

¹⁵¹⁴ Yves Gaudemet, « Les actions administratives informelles », *RIDC*, n° 2, 2004, pp. 645-654.

¹⁵¹⁵ Daniel Mockle, *Recherches sur les pratiques administratives pararéglementaires*, Paris, LGDJ, 1984, cité in Pierre Lascoumes, *préc.*, spéc. p. 61.

¹⁵¹⁶ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *préc.*, spéc. p. 46.

¹⁵¹⁷ Conseil constitutionnel, 1^{er} juillet 1980, Décision N° 80-115 DC, Loi d'orientation agricole, *Journal officiel*, 3 juillet 1980, p. 1655

¹⁵¹⁸ Paul Amselek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc. spéc.*, p. 289.

¹⁵¹⁹ *Adde.* Olivier Douvreur, *préc.* n° 11 et ss.

711. **Les organismes internationaux de coopération.** Ils ont été les premiers utilisateurs du droit doux¹⁵²⁰, et les raisons sont évidentes : ils ne possèdent pas un pouvoir normatif propre, car les États ont refusé la possibilité de déléguer leur propre pouvoir de commandement. Un exemple récent se trouve dans les missions conférées au Conseil des autorités de surveillance de l'AEMF. Celui-ci « définit les orientations pour les activités de l'autorité » et adopte des avis, recommandations et décisions, et émet des conseils qui entrent dans la compétence de l'autorité (Art. 43, 2 du règlement). Dans ce domaine, on trouve aussi la combinaison dont on parlait plus haut : des autorités qui peuvent formuler des recommandations relatives à l'édition des normes classiques par une autre autorité publique ; l'AEMF en est donc un bon exemple.

Dans les développements suivants, nous exposerons les formes que le droit doux prend dans les systèmes juridiques.

B. Matérialisation du droit souple

712. **Catégorie fourre-tout.** Le droit souple est, à notre avis, l'un des sujets les plus développés par la doctrine parmi ceux qui concernent les nouvelles formes de régulation. Cela explique qu'une multiplicité d'instruments aient été qualifiés comme faisant partie de la *soft law*, parfois avec justice, parfois avec légèreté.

Concernant les régulateurs continentaux, différents instruments peuvent être qualifiés de *soft law* : avis, instructions, recommandations, circulaires, communiqués, actes négociés, mises en garde, etc.¹⁵²¹. Dans les pays latino-américains, on parle des *instrucciones, conceptos et guías informativas*¹⁵²², *circulares, oficios circulares*¹⁵²³, *normas de caracter general, reglas generales*¹⁵²⁴, etc.

Dans le droit anglo-saxon, on trouve les textes à valeur interprétative (*interpretative release*), les *staff accounting bulletins* (en matière de comptabilité), les *staff legal bulletins* (en matière juridique), les *no action letters* (lettres à travers lesquelles on informe la personne concernée qu'une certaine opération ne viole pas la loi) ou les *interpretative letters*.

Parmi les analyses concernant le droit souple, l'un des éléments qui nous semblent moins

¹⁵²⁰ Paul Amssek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc. spéc.*, p. 290.

¹⁵²¹ Arnaud Haquet, *préc., spéc.* p. 396.

¹⁵²² Colombie, <http://www.superfinanciera.gov.co/>

¹⁵²³ Chili, http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/normativa.php

¹⁵²⁴ Mexique, <http://www.cnbv.gob.mx/bursatil/normatividad/Paginas/CasasdeBolsa.aspx>

examinés mais très intéressants, est le développement de l'information comme instrument de régulation. C'est donc celui-ci qui retiendra notre attention (1) notamment dans l'une de ces facettes les plus récentes : le principe « se conformer ou s'expliquer » (2).

1. *Fondement de l'information - transparence comme instrument de régulation*

713. **Présumé.** Nous avons mentionné à plusieurs reprises que le droit doux et le droit mou se démarquent de la normativité classique pour se passer de la sanction au sens traditionnel et donner recours à une sanction au sens large, c'est-à-dire à d'autres moyens destinés à inciter ou persuader ses destinataires à respecter la normativité. C'est la « conversation dans la régulation »¹⁵²⁵. Obéissant à cette méthodologie, l'usage de l'information/transparence¹⁵²⁶ comme instrument de régulation est l'instrument faisant partie du droit souple le plus efficace¹⁵²⁷.

714. **Antécédents.** L'information comme instrument de régulation tire son origine de l'histoire administrative américaine où on trouve des entités régulatrices moins puissantes que le régulateur classique. On parle des « *sunshine commissions* ». Ces entités se définissent comme opérant sur la base de la *régulation par l'information*, c'est-à-dire sur la transparence et sur l'information publique¹⁵²⁸.

Lorsque le régulateur a recours à cette technique, il abandonne le rôle d'adversaire qui lui est traditionnellement octroyé, et se limite à émettre la consigne de produire certaines informations de la façon préconisée par la même autorité. Les marchés financiers sont à l'avant-garde dans la consécration de l'information comme instrument central de leur équilibre et de leur bon fonctionnement.

715. **Rôle dans les marchés financiers.** Dans les marchés financiers, l'information joue quatre rôles : elle est une condition du jeu concurrentiel¹⁵²⁹, elle a un rôle fondamental dans la

¹⁵²⁵ Julia Black, « Talking about Regulation », *Public Law*, 1998, 77-98.

¹⁵²⁶ *Information* semble être la notion juridique équivalente à la notion de *transparence* qui serait une notion économique. Yves Chaput, « La transparence : clair obscur juridique d'un concept économique », *RJ com.* 2005, hors série, *Entreprise : information et rumeur*. Dans le même sens, Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc.* Pour d'autres, l'information serait un concept de droit des sociétés et la transparence un concept de marché. Michel Germain, « Transparence et information », *LPA*, n°139, 1997, pp. 16.

¹⁵²⁷ Pour être efficace, l'information doit remplir certaines conditions, notamment être de qualité et intègre, c'est-à-dire exacte, précise et sincère. Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc. spéc.* n°27 et ss.

¹⁵²⁸ Cf. Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 39 et ss.

¹⁵²⁹ Dans les marchés financiers, l'information n'est pas seulement une condition de la concurrence ; elle est la condition principale de leur bon fonctionnement dans la mesure où les produits qui s'échangent ne sont perceptibles que par l'information qui les décrit. Cf. Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc. spéc.* p. 9. V. aussi Alain Pietrancosta, « Concurrence et marchés

formation du *pr ix*¹⁵³⁰, elle occupe une fonction disciplinaire sur le comportement des opérateurs économiques¹⁵³¹ et elle s'impose au régulateur afin de lui donner d'autres sources de légitimité. Ce sont ces deux dernières que l'on retiendra car elles concernent directement les outils de régulation.

716. **Fondement.** L'usage de la transparence pour réguler suppose qu'à travers les informations qu'ils sont obligés de fournir, l'impression des opérateurs d'être sous le contrôle de l'autorité se voit accrue. On a dit que le simple fait de divulguer des informations et de s'expliquer incite les opérateurs à renoncer à toute action non conforme à ce qui est considéré comme une meilleure pratique, à tout ce qui est potentiellement critiquable¹⁵³².

717. **La transparence exigée au régulateur.** La transparence, nous l'avons indiqué, est aussi une exigence posée à l'égard du régulateur afin d'accroître sa légitimité. Elle se reflète dans l'organisation interne des régulateurs plus avancés (séparation de fonction d'instruction et de sanction, obligation de déclarer des intérêts, etc.), dans les garanties procédurales progressivement accrues qui se posent tant sur le plan de la procédure de sanction comme d'élaboration de normes, que dans le souci du législateur de clarifier les voies de recours¹⁵³³. Par exemple, en Angleterre, il est prévu pour la nouvelle FCA, en matière de publicité: « Les procès-verbaux de chaque réunion seront publiés dans les six semaines suivant chaque réunion (dans le cas où aucune réunion n'est tenue par la suite au cours de cette période, dans les 2 semaines de la prochaine réunion). Ils sont édités en ligne avec les exemptions prévues dans la Loi sur la liberté de l'information et ne vont comprendre aucune information qui pourrait être considérée contraire à l'intérêt public ». Même les organisations internationales souffrent des réformes inspirées par un souci de transparence¹⁵³⁴.

financiers : croisons les droits ! », *Propos introductifs, Concurrences*, n°1, 2008, pp. 2-9 ; Franck B. Cross, Robert. A. Prentice, « The Economic Value of Securities Regulation », 28 *Cardozo Law Review* 333, October, 2006 ; Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, *et alli*, « What Works in Securities Laws ? », 61 *Journal of Finance* 1 (2006).

¹⁵³⁰ Cela explique l'impératif de transparence des ordres et transactions. Celui-ci repose, aux États-Unis, « sur deux systèmes gérés par la société SIAC sous l'autorité de la coopérative CTA (*Consolidated Tape Association*), qui comprend 14 membres : le *Consolidated Quotation System* (CQS), qui sert au calcul pré-négociation de la meilleure fourchette nationale (*National Best Bid and Offer - NBBO*), et le *Consolidated Tape System* (CTS) qui agrège les données post-négociation pour chaque valeur ». François-Régis Benois, *préc.*

¹⁵³¹ Hélène Aubry, *préc., spéc.* p. 2507 ; Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers » *préc., spéc.* p. 7.

¹⁵³² Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc.* L'auteur fait référence au Rapport du groupe de haut niveau en matière de droit de sociétés. Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés, 4 novembre 2002, p. 53.

¹⁵³³ Cf. Vincent Jamet, « De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière », *Thèse*, Nice Sophie-Antipolis, 2007, 857 pp.

¹⁵³⁴ Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financières internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *préc., spéc.* p. 485-486.

718. **Besoin d'évaluation.** Pour être efficace, la transparence en tant que mécanisme de contrôle des régulateurs doit être complétée par l'évaluation de l'information recueillie. Pour ce faire, une des possibilités que relève la doctrine concerne les rapports obligatoires, élaborés soit par le même régulateur ou idéalement par des tiers ; cela afin d'établir si les régulateurs sont en train d'accomplir leurs objectifs institutionnels¹⁵³⁵. Des économistes chiliens¹⁵³⁶ parlent des 4 manières de limiter la marge de discrétion des régulateurs :

- que la loi fixe ce qu'ils doivent faire et comment ;
- les obliger à expliciter par écrit quels sont les critères utilisés pour la prise de décisions et les délais des principaux processus régulateurs ;
- les obliger à rendre des comptes publics de leurs actes ;
- soumettre leurs actes et leurs décisions à la révisions de tiers indépendants.

719. **Procédure de sanction.** À ce propos, la mise en œuvre du principe de la transparence pourrait même servir pour améliorer la procédure de sanction des régulateurs de deux points de vue :

- D'abord, parce que pour les agents économiques, la connaissance *des finalités* poursuivies par le régulateur est plus importante que le respect formel des garanties fondamentales : « puisque ce sont elles (les finalités) qui donnent le sens à partir duquel les textes seront appliqués. Dans la législation économique, le principe constitutionnel de "légalité des délits et des peines" devrait inclure cela »¹⁵³⁷.

- Ensuite, lorsque le régulateur exerce son pouvoir, le principe l'oblige soit à suivre la même ligne de décisions antérieures (*complain*) soit à justifier l'écartement (*explain*)... « Rien de plus banal que cela en droit : cela s'appelle la jurisprudence »¹⁵³⁸.

720. **La transparence exigée aux opérateurs.** Il y a plusieurs exemples d'obligations légales d'information destinées aux opérateurs¹⁵³⁹. Parmi elles, les plus connues aujourd'hui

¹⁵³⁵ Luis Cordero, José García « Elementos de Discusión sobre Agencias Independientes: el Caso de las Superintendencias », http://www.lyd.com/wp-content/files_mf/sil33elementosdediscusionsobreagenciasindependienteselcasodelassuperintendenciaslorderoyjfgarciafebrero2012.pdf

¹⁵³⁶ Alexandre Galetovic y Ricardo Sanhueza, "Regulación de Servicios Públicos: ¿Hacia dónde debemos ir?" in *Estudios Públicos* N° 85 (CEP), p. 112, cité in Luis Cordero, José García « Elementos de Discusión sobre... », *préc.*

¹⁵³⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *préc.*

¹⁵³⁸ *Idem.*

¹⁵³⁹ « Dresser la liste des obligations d'information concourant à la formation des prix sur les marchés financiers relève d'une mission quasiment impossible, tant celles-ci n'ont cessé de se multiplier au cours des dernières années ». Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc., spéc.*

sont l'obligation des dirigeants de déclarer leurs opérations sur les titres de l'émetteur ou des instruments financiers qui leur sont liés, et l'obligation des émetteurs d'établir une liste d'initiés dressant le nom des personnes travaillant au sein de l'émetteur et ayant accès aux informations privilégiées¹⁵⁴⁰. En matière de politiques de rémunération de *traders*, la transparence a été le premier instrument utilisé pour régler la matière : ainsi, un arrêté du 3 novembre 2009¹⁵⁴¹ a incorporé l'obligation des banques de publier, dans un rapport qui est transmis à la commission bancaire, des données qualitatives et quantitatives liées au processus décisionnel, aux caractéristiques de la politique de rémunération et aux rémunérations effectivement versées aux dirigeants et aux opérateurs de marché¹⁵⁴².

À cet égard, plusieurs domaines ont récemment été incorporés sous l'emprise de la transparence et retirés du champ de l'autorégulation. Par exemple, au plan interne : la promotion de la dissociation des fonctions de président et de directeur général, l'organisation des conseils, la limite des cumuls des mandats, le recours aux comités spécialisés (tels que les comités d'audit et de rémunérations), le raffinement de certaines obligations déclaratives (telles que le franchissement de seuils et les pactes d'actionnaires), l'identification de l'actionnariat, etc. sont tous des domaines soumis à la transparence comme instrument de régulation.

Au plan externe, on trouve, sous l'emprise de la transparence : l'encadrement de la profession des commissaires aux comptes (avec des interdictions et des incompatibilités) prévoit l'obligation de publier des rapports. La même méthodologie suit l'encadrement de la profession d'analystes financiers, des agences de notation et l'intégration à la régulation de la profession de journaliste financier¹⁵⁴³ et les obligations d'information des rémunérations semblent répondre aussi à la logique de la transparence.

721. **Contrôle.** La plupart du temps, la transparence, en tant qu'instrument de régulation,

n°19. Sur la responsabilité des différents acteurs en matière comptable et financière (salariés des services comptables et des directions financières, administrateurs et dirigeants, membres du directoire et du conseil de surveillance, commissaires aux comptes) V. Augustin Robert, « Informations comptables et financières : quelles responsabilités ? », *Bull. Joly Sociétés*, novembre 2009, 207, pp. 1028-1034.

¹⁵⁴⁰ Arts. L. 621-18-2 et R. 621-43-1 du CMF et arts. 223-22 A et ss. du Règlement Général de l'AMF. V. Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 9. En matière de droit de sociétés, intimement lié au droit des marchés financiers, on trouve le droit à la communication, le droit à la contradiction et le droit à la critique établis au profit de l'associé. V. Aïda Bennini, « La procéduralisation du droit des sociétés », *RTD com.*, n°3, 2010, pp. 499-512, *spéc.* p. 503.

¹⁵⁴¹ Arrêté du 3 novembre 2009 relatif aux rémunérations des personnels dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement.

¹⁵⁴² Art. 43-1, 3°. V. Ivan Tchotourian, « Les bonus entre encadrement et taxation », *Recueil Dalloz*, 2010, n°1, pp. 4-5.

¹⁵⁴³ À travers la création d'associations professionnelles.

est destinée à orienter la conduite des opérateurs, le régulateur jouant un rôle dans son contrôle. L'AMF doit publier chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leurs activités sur les émetteurs et les marchés financiers. La SEC peut faire usage de sa faculté de publier un rapport sur une enquête, ce qui peut aussi être analysé sous forme de sanction¹⁵⁴⁴ ou plutôt une *soft* sanction inspirée, dans l'information, en tant qu'instrument de régulation.

722. **La transparence, mécanisme incitatif.** Les obligations d'information ne font pas toujours partie du droit souple. Parfois, leur méconnaissance donne lieu à des sanctions pénales¹⁵⁴⁵ et à des sanctions disciplinaires. Éventuellement, elle peut donner lieu à une responsabilité délictuelle¹⁵⁴⁶. Cependant, l'obligation de transparence qui attire davantage notre intérêt est celle dont la sanction consiste au développement des mécanismes incitatifs. À cet égard, le développement du principe « se conformer ou s'expliquer » constitue une illustration remarquable.

2. Le principe « se conformer ou s'expliquer »

L'usage de la transparence comme instrument de régulation a été un sujet retenant notre intérêt, cela à cause d'une facette de celui-ci, le principe « se conformer ou s'expliquer »¹⁵⁴⁷, aussi dénommé le principe « appliquer ou s'expliquer »¹⁵⁴⁸.

723. **Définition.** Le principe « appliquer ou s'expliquer » impose aux sociétés cotées d'adhérer à un code professionnel contenant des règles de bonne pratique, de dévoiler dans quelle mesure elles le respectent et dans le cas où elles décident de ne pas en faire application, à exposer en quoi et pourquoi elles ont choisi d'y déroger. Sa particularité est de « proposer un compromis entre les tenants de l'autorégulation "traditionnelle", c'est-à-dire "douce" – sinon "molle" – et les partisans de la réglementation "dure" »¹⁵⁴⁹. Tout comme l'autorégulation obligatoire constitue une évolution expérimentée par l'autorégulation *stricto sensu*, l'usage de l'information/transparence constitue une évolution de la *soft law* (ce qui explique pourquoi

¹⁵⁴⁴ Section 2 (a) de l'*Exchange Act*.

¹⁵⁴⁵ Notamment en matière d'information comptable et financière.

¹⁵⁴⁶ *V. Infra*.

¹⁵⁴⁷ Les choses évoluent vite dans le domaine des marchés financiers et aussi dans le domaine de la recherche qui lui est relative. Ainsi, en décembre 2010 fut soutenue une thèse sur le sujet. Cf. Jean-Baptiste Poulle, « Le principe "se conformer ou expliquer" en droit boursier », *thèse*, Paris I Sorbonne, sous la direction d'Alain Pietrancosta. *V.* aussi Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.* ; Jean-Baptiste Poulle, « L'apparition du principe "se conformer ou expliquer" en droit français », *RTDF*, n°1, 2008, p. 41 ; Véronique Magnier, « Le principe se conformer ou s'expliquer, une consécration en trompe l'œil? », *JCP E* n°23, 5 juin 2008, pp. 3-5 ; Björn FASTERLING, Jean-Christophe Duhamel, « Le *Comply or Explain* : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RIDE*, n°2, 2009, p. 129-157.

¹⁵⁴⁸ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.*

¹⁵⁴⁹ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* p. 379.

nous avons aussi évoqué le principe à propos de l'autorégulation obligatoire). Le principe trouve son appui dans les effets incitatifs de la transparence pour amener les opérateurs économiques à respecter des normes de conduite non contraignantes, donnant ainsi origine à un mécanisme hybride qui repose « sur la combinaison de règles d'information impératives (*hard law*) et de règles substantielles non impératives (*soft law*) »¹⁵⁵⁰.

724. **Consécration.** Le principe « se conformer ou s'expliquer » trouve ses sources au Royaume-Uni. Ce pays a mis en œuvre les *Listing rules* élaborées par la FSA, ayant comme référence officielle le *Combined Code on Corporate Governance*. Ce texte fut conçu par le FRC (*Financial Reporting Council*)¹⁵⁵¹ et annexé au règlement du *London Stock Exchange* (LSE) modifié en 2008, et systématiquement en évaluation. En droit européen, il est apparu avec la directive 2006/46/CE du 14 juin 2006 qui modifie les 4^e et 7^e directives comptables en matière de gouvernement d'entreprise¹⁵⁵². La directive a été transposée en droit français par la loi n° 2008-649¹⁵⁵³.

La différence fondamentale entre le système français et le système anglais réside dans le fait qu'au Royaume-Uni, c'est l'autorité, certes indépendante, qui fixe le contenu du code de référence, alors que dans le cas français, il s'agit d'une association professionnelle ou bien de la mise en œuvre d'une autorégulation obligatoire¹⁵⁵⁴.

Aux États-Unis, par contre, la voie choisie est celle de la réglementation dure, combinée avec une dose d'autorégulation, donc, corégulation : les règles sur le gouvernement d'entreprise se trouvent dans la *Securities and Exchange Act* et dans la loi *Sarbanes-Oxley*, et aussi dans le droit des sociétés des États fédéraux et dans les règles établies par les entreprises de marché (NYSE, Nasdaq). Il y a donc, dans ce pays, une réglementation classique, l'autorégulation ne trouvant que son rôle aussi classique : en complément d'une loi qui contient pas mal de règles prohibitives et impératives¹⁵⁵⁵. Cependant, il y a certains domaines où le principe est

¹⁵⁵⁰ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.* p. 378.

¹⁵⁵¹ Jean-Baptiste Poulle, « La mise à l'épreuve du principe "se conformer ou expliquer" au Royaume-Uni », *JCPE* 2009, n°1123. Sur le système anglais V. Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* n°10.

¹⁵⁵² V. Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* p. 381, n°12.

¹⁵⁵³ Cf. Bertrand Fages, *préc.*, Jean-Baptiste Poulle, « L'apparition du principe « se conformer ou expliquer », *préc.*, n°1, p. 41

¹⁵⁵⁴ Cf. Alain Pietrancosta, « Enforcement of corporate governance codes : A legal perspective », *RTDF*, n°1-2, 2011, pp. 27-39.

¹⁵⁵⁵ Sans préjudice des règles, sous forme de recommandations ou standards de bonnes pratiques (*best practices*) élaborées par des organisations privés telles que Riskmetrics, TIAA-CREF, Council of Institutional Investors, American Bar Association, etc. Cf. Anita Indira Anand, « An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance : structures post- Sarbanes-Oxley », *Delaware Journal of Corporate Law*, n°31, 2006, p. 229-252 ; Jonas V. Anderson, « Regulating Corporations the American Way: Why Exhaustive Rules and Just Deserts are

appliqué, par exemple, en vertu de l'*Item 407 of Regulation S-K* et l'*Item 7 of Schedule 14*, les sociétés doivent diffuser des informations sur les raisons qui les poussent à choisir le système de séparation ou de non-séparation des fonctions du président du conseil d'administration et du directeur général¹⁵⁵⁶.

725. **Fondement.** Depuis longtemps, on entend que le marché est un instrument de pression efficace qui incite les sociétés à se conformer aux meilleurs standards de conduite. C'est tout le fondement de l'autorégulation, tant au sens économique que juridique, et en tant que tel, il est applicable ici. Cependant, le fondement direct du principe « se conformer ou s'expliquer » réside dans la constatation que les sociétés qui respectent strictement tous les standards de gouvernance n'ont pas nécessairement une meilleure performance. Au contraire, les meilleurs résultats appartiennent à des sociétés qui dérogent certains standards, certes explicitant les circonstances qui le justifient, tout comme la sous-performance est corrélée au manque d'explications¹⁵⁵⁷. Ce fondement agit seulement lorsque certaines conditions sont présentes.

726. **Conditions.** Plusieurs conditions se posent pour l'application réussie de ce principe :

- l'existence d'un contrôle de la part des investisseurs qui permet de pallier les défaillances produites par le manque d'implication de ceux-ci dans la gestion des sociétés. C'est l'élément qui souvent fait défaut¹⁵⁵⁸ ;

- un autoexamen de la part des émetteurs qui doivent examiner leurs pratiques et leurs modes de fonctionnement et les confronter aux standards de marché exprimés dans le code de référence ;

- une information de qualité fournie par les émetteurs. En effet, les résultats doivent être rendus publics par les rapports annuels. C'est dans ces derniers que l'information/transparence trouve sa place et que résident les autres défaillances de ce mécanisme¹⁵⁵⁹.

727. **Contrôle.** Nous venons de l'énoncer : l'idée du principe est de faire du marché des investisseurs les surveillants du système. Cependant, au moins en théorie, d'autres contrôleurs

the Mainstay of U.S. Corporate Governance », *Duke Law Journal*, Vol. 57, n° 4, 2008. Téléchargé in <http://ssrn.com/abstract=1157893>.

¹⁵⁵⁶ SEC proxy Disclosure Enhancements, 17 CFR Parts 229, 239, 240, 23 décembre 2009.

¹⁵⁵⁷ S. R. Arcot, V. G. Bruno, « One size does not fit all, after all : Evidence from Corporate Governance », SSRN, 2007, cité in Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* p. 379.

¹⁵⁵⁸ *V. Supra*, nos critiques formulées à l'égard de l'autorégulation.

¹⁵⁵⁹ Notamment lorsque les sociétés décident de ne pas suivre les recommandations du code de référence, question qui n'est pas trop importante, au moins au Royaume-Uni, compte tenu du fait que la plupart des entreprises adhèrent à la quasi-totalité des dispositions du Code. *V.* Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* p. 387, n°28 et ss.

pourraient exister.

D'abord, les entités qui ont élaboré le code pourraient surveiller le système. En France, le code élaboré par l'AFEP et le MEDEF prévoit : « Afin de s'assurer de l'application effective de la règle fondamentale de gouvernement d'entreprise "appliquer ou s'expliquer", l'AFEP et le MEDEF analysent les informations publiées par les sociétés du SBF 120. Lorsqu'ils constatent qu'une société n'applique pas l'une de ces recommandations sans explication suffisante, ils en saisissent les dirigeants. Un rapport global sur l'évolution du suivi des recommandations sera rendu public chaque année ». À la fin de l'année 2011, trois rapports ont été publiés¹⁵⁶⁰.

Le commissaire aux comptes pourrait éventuellement développer cette fonction, ce qui n'est pas le cas, vu que le contrôle qu'ils exercent est seulement formel. Le régulateur pourrait aussi le contrôler. Mais dans le cas français, il se limite à établir chaque année un rapport sur la base des informations données. Au plus, il peut approuver toute recommandation qu'elle juge utile. Ainsi, en 2010, dans le rapport sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne des valeurs moyennes et petites¹⁵⁶¹, l'AMF recommande aux entreprises qui ne mettent pas en œuvre les dispositions du code Middlenext (portant sur les points de vigilance, le nombre d'administrateurs indépendants et l'évaluation du conseil) d'expliquer ce choix de façon circonstanciée afin de respecter le principe « se conformer ou expliquer ».

Enfin, le manquement pourrait être sanctionné du point de vue administratif, voire pénal, ce qui n'irait pas sans poser de problèmes, surtout à cause de la faiblesse du contrôle matériel des déclarations¹⁵⁶².

La menace d'un durcissement du cadre normatif¹⁵⁶³ est aussi un mécanisme incitatif restant à côté de la place du marché. Cependant, cela ne semble pas être le cours naturel des faits, du moins si on analyse la recommandation AMF N°2012-02 sur le gouvernement d'entreprise et les rémunérations des dirigeants des sociétés se référant au code AFEP/MEDEF, document où

¹⁵⁶⁰ Le deuxième était assez optimiste « Il montre que le taux de conformité au code AFEP-MEDEF continue de s'améliorer, pour atteindre un niveau qui va du satisfaisant à l'excellent », alors que le troisième rapport est plus mesuré, seulement remarquant « que la proportion de femmes dans les conseils d'administration et de surveillance progresse plus rapidement que le rythme préconisé dans le code comme dans la loi », et rappelant aux entreprises que la rémunération des dirigeants mandataires sociaux doit être mesurée, équilibrée, équitable et renforcer la solidarité et la motivation à l'intérieur de l'entreprise ».

¹⁵⁶¹ Rapport AMF du 12 juillet 2010 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, http://www.amf-france.org/documents/general/9524_1.pdf. Publié le 7 décembre 2010. Cf. *RD. banc. et fin.* n°1, janvier 2011, alerte 6.

¹⁵⁶² Cf. Alain Pietrancosta, « Enforcement of corporate governance codes ... » *préc.*

¹⁵⁶³ *V. Infra* N°737 et ss.

l'autorité a dû préciser, par exemple, que :

- « en cas de non-application de tout ou partie du code, les explications apportées doivent être détaillées et circonstanciées, et non pas relever de formulations générales et « polyvalentes » ou de pétitions de principe. (...) [La société] doit donc exposer factuellement pour chaque exemption la situation de l'entreprise qui la motive spécifiquement (...) ;
- de manière plus substantielle et afin que la dimension « expliquer » revête toute sa portée, l'AMF estime que les entreprises qui n'appliquent pas une recommandation du code devraient toutefois expliquer comment elles atteignent l'objectif général fixé par ladite recommandation. Le principe « appliquer ou expliquer » implique donc que l'entreprise se conforme aux principes de gouvernance sous-jacents dans les recommandations du code, le cas échéant par d'autres moyens (...) ;
- à défaut d'application effective de ces solutions alternatives, l'entreprise devrait expliquer les démarches initiées et leur horizon de mise en œuvre en vue d'aboutir à la pleine conformité à la disposition concernée du code de référence ou à la mise en place desdites mesures alternatives »¹⁵⁶⁴.

Ces exemples montrent comment la collecte des données, la standardisation de l'information¹⁵⁶⁵ et la publicité peuvent devenir des instruments de régulation, dont l'usage pourrait être préférable face à l'alternative d'une régulation contraignante, mais faiblement appliquée, et surtout préférable à l'alternative de se restreindre à une autorégulation peu transparente.

728. **Critique.** L'information/transparence, en tant qu'outil de régulation, n'est pas exempte de critiques. À l'égard des régulateurs, par exemple, le Professeur Frison-Roche relève les défaillances des rapports annuels toujours conçus selon le même modèle : ils rassemblent des données statistiques, des informations sur l'activité de l'autorité, et analysent parfois un sujet en particulier. Ils deviennent ainsi davantage un outil de communication qu'un instrument de reddition de comptes ou qu'un outil d'information pour autorités

¹⁵⁶⁴ Recommandation n° 2012-14 de l'AMF du 11 octobre 2012 (Rapport annuel 2012 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, p. 23-25).

¹⁵⁶⁵ La normalisation de l'information est fondamentale. Au Royaume-Uni, on a mis en place un format type de présentation selon l'information diffusée. En France, l'AMF n'a pas voulu imposer un modèle particulier concernant la diffusion de l'information. Par contre, elle a demandé, parmi d'autres exigences, que l'information soit diffusée de manière à permettre d'identifier clairement la société concernée, l'objet de l'information, ainsi que l'heure et la date de sa transposition. « Questions-réponses sur les nouvelles obligations d'information financière des sociétés cotées sur l'Eurolist Paris », *communiqué de presse* de l'AMF du 14 février 2007, cité in Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 12.

étatiques¹⁵⁶⁶.

Par rapport au principe « appliquer ou s'expliquer », on peut critiquer que sa sanction soit uniquement du ressort des investisseurs, lesquels, nous l'avons déjà soulevé à propos d'autres mécanismes, n'exercent pas toujours leurs droits, notamment dans les pays du droit continental. Certes, au Royaume-Uni, même si la FSA vérifie le respect des obligations de déclaration concernant le *Combined Code on Corporate Governance*, malgré le pouvoir de sanction applicable en cas d'absence de déclaration, l'autorité ne peut pas juger la précision ou la pertinence des déclarations. On laisse cette tâche au marché, c'est-à-dire aux investisseurs¹⁵⁶⁷.

729. **La notion régulatrice de droit doux.** L'idée de fond des nouvelles formes de régulation est que devant les différents besoins, les autorités créent différents mécanismes pour les satisfaire¹⁵⁶⁸. On peut ainsi regrouper, sous une notion régulatrice de droit doux, tous les actes qui contiennent des commandements auxquels leurs destinataires doivent se conformer, et qui manquent de sanction *per se* en cas d'infraction. Le caractère commun à tous les phénomènes cités est le manque de sanction juridique *per se* en cas de méconnaissance de la règle, associé à un certain impact juridique. Les sources de cet impact juridique se trouvent précisément dans les fonctions que le droit souple est destiné à accomplir.

§2. L'impact juridique du droit souple

730. **La critique de la lecture kelsénienne.** La théorie kelsénienne, quant au critère du juridique, a été aussi critiquée. Cela parce qu'au moment d'analyser la validité des normes juridiques, elle ne prend pas en compte les effets sociaux des normes. À partir de cette critique s'est développée une autre idée selon laquelle le droit est un « système de potentialités à partir duquel se déploient des activités spécifiques de mobilisation des

¹⁵⁶⁶ Rapport d'office parlementaire, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié ». Recommandation n° 27. <http://www.senat.fr/rap/r05-404-1/r05-404-110.html>

¹⁵⁶⁷ Financial Reporting Council, « *The Combined Code on Corporate Governance* », version de juin 2006, Préambule § (7).

¹⁵⁶⁸ L'affirmation est discutable. En effet, il faudrait déterminer si l'autorité peut avoir recours aux actions administratives informelles même à défaut d'un texte qui lui donne ce pouvoir. En principe, l'autorité dispose de la faculté d'apprécier l'opportunité d'agir ou de se limiter à procéder de façon informelle, sans émettre un acte obligatoire. Cependant, il faut considérer l'existence de la théorie de l'incompétence négative, des cas où l'autorité est obligée d'agir par voie d'autorité. Dans ces cas, l'exercice d'une action administrative informelle substituant l'acte obligatoire pourrait être qualifié d'incompétence négative en engageant la responsabilité de l'autorité en cause. V. Yves Gaudemet, « Les actions administratives informelles », *préc., spéc.* p. 651.

règles »¹⁵⁶⁹. On a assumé que le droit ne détermine pas les conduites, son rôle étant limité à les orienter¹⁵⁷⁰, et dans ce travail d'orientation, le droit souple joue un rôle qui n'est pas négligeable.

731. **La validité du droit doux.** C'est grâce au travail notamment des sociologues tels que Max Weber et Émile Durkheim, que s'est posée cette problématique¹⁵⁷¹. Weber soutenait que ce qui détermine la validité d'une règle n'est pas le fait d'être observée et respectée, mais sa potentialité à influencer les conduites « la normativité est une question d'adhésion »¹⁵⁷². En fait, Weber ne limite pas son étude aux règles d'origine étatique, mais à toutes celles qui ont un effet appréciable sur la société, telles que les règles professionnelles, de groupements privés, etc.¹⁵⁷³

Ainsi, le droit souple, notamment le droit mou, est un droit sans sanction juridiquement prévue, car la contrainte de l'autorité publique lui fait défaut. Cependant, on ne peut pas soutenir qu'il soit sans sanction tout court : sa méconnaissance produit des conséquences d'effets juridiques éventuels tels que la responsabilité civile ou d'effets non juridiques tels que l'influence sur la conduite des acteurs ou d'orientation des politiques, ou encore d'un effet contraignant au sens social¹⁵⁷⁴.

Dans les développements suivants, nous exposerons différentes explications de l'impact juridique de la *soft law* (A) pour ensuite examiner son efficacité (B).

A. Fonctions non négligeables du droit doux

732. **Deux fonctions.** Plusieurs avantages ont été soulevés pour justifier l'élaboration du droit doux ; on a par exemple soutenu que la *soft law* servirait à interpréter le droit dur¹⁵⁷⁵, car

¹⁵⁶⁹ Pierre Lascoumes, *préc.*, *spéc.* p. 50.

¹⁵⁷⁰ D'autres auteurs qui refusent d'identifier la juridicité au caractère obligatoire des normes et qui affirment la pertinence juridique du droit en formation : Georges Abi-Saab, « Cours Général de Droit International Public », *préc.*, p. 207-9 et « Éloge du droit assourdi: quelques réflexions sur le rôle de la soft law en droit international contemporain », *préc.* ; Alain Pellet, « Le "bon droit" et l'ivraie-plaidoyer pour l'ivraie, (Remarques sur quelques problèmes de méthode en droit international », *Mélanges Charles Chaumont*, Pedone, 1984, pp. 465-493. V. Angeles Mazuelos Bellido, *préc.* p. 3

¹⁵⁷¹ Cf. notamment Max Weber, *Economie et société*, Paris, Plon, 1971, *Concepts fondamentaux de la sociologie*, p. 4-23, et *Essais sur la théorie de la science*, Paris, Plon, 1965, cités in Pierre Lascoumes, *préc.*, *spéc.* p. 51. Plus généralement V. Mustapha Mekki, « Propos introductifs sur le droit souple », in *Le droit souple*, Journées nationales ; Tome XIII, Boulogne-sur-Mer, Association Herni Capitant, Coll. Thèmes et commentaires, Dalloz-Sirey, 2009, p. 1-23, et les nombreuses références y citées.

¹⁵⁷² Mustapha Mekki, « Propos introductifs... », *préc. spéc.* p. 10, n°14.

¹⁵⁷³ Pierre Lascoumes, *préc.*, *spéc.* p. 52.

¹⁵⁷⁴ Catherine Thibierge, « Le droit souple. Réflexions sur les textures du droit », *préc.* p. 613 et ss.

¹⁵⁷⁵ Alan E. Boyle, « Some Reflections on the Relationship of Treaties and Soft law », *The International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 48, N°4, 1999, pp. 901-913, *spéc.* p. 905. Karl Zemanek, « Is the Term « Soft

elle refléterait le consensus des acteurs impliqués¹⁵⁷⁶. L'affirmation n'est pas sans intérêt, mais ses effets sont limités en ce qu'elle exige un mécanisme d'implication du privé dans l'élaboration de normes. Par contre, la fonction pédagogique de la *soft law* (a) et sa capacité à mobiliser le droit classique nous semblent indéniables (b).

1. Droit doux et sa fonction pédagogique

733. **Définition.** La fonction pédagogique est l'une de celles qu'exercent les régulateurs. Elle a pour but d'éclairer les agents économiques sur les politiques que les autorités entendent suivre¹⁵⁷⁷, sur la forme, sur comment les autorités entendent la normativité, ses objectifs, et, en général, tout ce qui justifie sa mise en œuvre. La fonction pédagogique permet d'accroître le degré d'intelligibilité de la normativité. Avec cette façon d'agir, elle octroie au régulateur davantage de légitimité. Les Américains l'opposent au *bullying approach* : « *The bullying approach of sanctioning every breach can stimulate opposition to the regulation by the regulated, prompting non-co-operation in investigations and the compliance process* »¹⁵⁷⁸.

De ce fait, en matière de régulation, le droit souple aide les régulateurs à mettre en œuvre la fonction pédagogique qui est la leur.

734. **Consécration.** En France, la pédagogie, en tant qu'accessoire nécessaire de la loi, a été consacrée par la décision du Conseil constitutionnel du 16 décembre 1999¹⁵⁷⁹ qui a « vu dans l'accessibilité de la loi un objectif à valeur constitutionnelle »¹⁵⁸⁰. Cette idée permet en quelque sorte d'écarter les doutes quant à la légitimité de l'émission de ce genre de normativité de la part des régulateurs. Elle permet donc d'expliquer l'existence d'instruments tels que les « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF »¹⁵⁸¹ rédigés

law » convenient? », en G. Hafner, *et alli* (dir.), *Liber Amicorum Professeur Ignaz Seidl-Hohenveldern in Honour of his 80th Birthday*, The Hague, 1998, pp. 843-862, spéc. p. 860. Michel Virally, « La valeur juridique des recommandations des organisations internationales », PUF, 1990, pp. 169-194, spéc. p. 186. Juan Antonio Carrillo Salcedo, « Droit international et souveraineté des États. Cours Général de droit international public. Académie droit international », *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international de la Haye*, 1996, pp. 35-221, spéc. p. 167.

¹⁵⁷⁶ U. Fastenrath, « Relative Normativity in International Law », *European Journal of International Law*, 1993, vol. 4, pp. 305-340, cité in Angeles Mazuelos Bellido, *op. cit.* p. 26.

¹⁵⁷⁷ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 15.

¹⁵⁷⁸ Ian Ayres, John Braithwaite, *Responsive Regulation. Transcending de Deregulation Debate*, Oxford University Press, New York, 1995, pp. 205, spéc. n°34, pp. 88-89.

¹⁵⁷⁹ Cons. Const. décision N°99-421- DC, 16 déc. 1999 sur la loi habilitant le gouvernement à procéder à l'adoption de certains codes par voie d'ordonnance. Cf. Marie-Anne Frison-Roche et Williams Baranès, « Le principe constitutionnel de l'accessibilité et de l'intelligibilité de la loi », *D.* 2000, Chron. 361 et ss.

¹⁵⁸⁰ Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », *préc.*, spéc. p. 163.

¹⁵⁸¹ Document mis en ligne le 7 décembre 2010, téléchargé in http://www.amf-france.org/documents/general/9747_1.pdf. L'ACP suit la même démarche, avec une consultation publique préalable. V. « ACP - Politique de transparence- Bonnes pratiques – Codes de bonne conduite », *Banque &*

par le régulateur français dans le but de clarifier la mise en œuvre de son pouvoir d'élaborer une doctrine.

La FSA utilise aussi des procédés propres à la *soft law*, développant une activité pédagogique, d'aide aux consommateurs, de préconisation d'évolutions nécessaires ou d'ouverture de débats. Elle fournit des informations telles que des tables comparatives, des informations sur les produits financiers et des conseils généraux, à travers une ligne d'aide et du site Internet¹⁵⁸². Les *Statements of Policy* auxquels la FSAA¹⁵⁸³ fait référence nous semblent un bon exemple de cette ambition de rendre les agissements de l'autorité plus lisibles, notamment en matière de sanctions.

Les régulateurs des pays latino-américains développent aussi une mission pédagogique. Dans le site Internet du régulateur chilien, nous pouvons trouver un espace destiné à instruire les investisseurs¹⁵⁸⁴, et des statistiques techniques et financières concernant les entités surveillées¹⁵⁸⁵. Elle organise entre autres des colloques dont les résultats sont publiés sur son site¹⁵⁸⁶. La CNBV mexicaine publie des études¹⁵⁸⁷ et des statistiques¹⁵⁸⁸. La *Superintendencia* colombienne a mis en place une aide en ligne pour des consultations élémentaires. Elle possède une adresse électronique pour effectuer les consultations académiques ou techniques. Les guides d'information, la normativité applicable et les statistiques économiques et financières, tout comme les communications et les publications, sont ainsi disponibles dans un seul site¹⁵⁸⁹.

2. Droit souple : ressource face à la lenteur étatique

735. **Raison.** C'est la principale utilité qu'on peut lui reconnaître : parfois, le droit souple est la seule possibilité donnée aux acteurs privés et aux organisations internationales pour se fournir de façon rapide de la normativité que les États lui refusent volontairement ou par impuissance¹⁵⁹⁰. La lenteur évoquée s'explique par différentes raisons. D'abord, la procédure

Droit, n°136, mars-avril 2011. On remarque que dans une démarche qui nuit aux objectifs de clarification de la doctrine émise par les régulateurs, l'ACP avise que les instruments qu'elle émet empruntent une terminologie propre, distincte de celle utilisée par l'AMF.

¹⁵⁸² André Delion, *préc.*, p. 226.

¹⁵⁸³ V. Articles 69, 93, 124, 125 de la FSAA.

¹⁵⁸⁴ <http://www.svs.cl/sitio/inversionista/inversionistas.php>

¹⁵⁸⁵ <http://www.svs.cl/sitio/estadisticas/estadisticas.php>

¹⁵⁸⁶ http://www.svs.cl/sitio/publicaciones/seminarios_year.php

¹⁵⁸⁷ <http://www.cnbv.gob.mx/Prensa/Paginas/estudiosdelacnbv.aspx>

¹⁵⁸⁸ <http://www.cnbv.gob.mx/Bursatil/InformacionEstadistica/Paginas/CasasdeBolsas.aspx>

¹⁵⁸⁹ <http://www.superfinanciera.gov.co/>

¹⁵⁹⁰ Le Professeur Mekki évoque aussi que le droit souple permet de progresser par étapes successives, et dans ce sens il sert à ralentir le processus normatif, afin de permettre de « se familiariser avec la réforme projetée et

d'édiction des normes juridiques est lente en soi, tant au niveau national qu'international ; elle nécessite un temps assez long qui ne satisfait pas les besoins d'un marché changeant et caractérisé par l'ouverture à la créativité, tels que les marchés financiers. Parfois, la lenteur est la conséquence d'un écart entre l'appréciation politique d'une situation et son appréciation juridique. La règle du jeu est ainsi accordée par les praticiens d'abord. Ensuite, elle est reprise par des formes juridiques. Le droit souple appartient plutôt au domaine de la légitimité (par opposition à celui de la licéité)¹⁵⁹¹.

736. **Moteur de l'évolution du droit.** Les actes qui cherchent à remédier à la lenteur ici évoquée, en même temps qu'ils comblent un besoin, participent à la formation du droit classique. Ils peuvent inciter l'adoption d'une législation interne, d'un traité international, ou même d'une coutume. Il y a dans cette fonction une utilité qui n'est pas négligeable. En inversant le processus classique, dans le droit vert¹⁵⁹² l'*opinio iuris* précéderait la législation étatique¹⁵⁹³.

Un exemple de ces procédés se trouve dans la pratique des avertissements à travers lesquels l'autorité « attire l'attention des investisseurs sur les risques encourus en raison des particularités de l'opération, du produit proposé, ou du marché »¹⁵⁹⁴. Ils ont été créés de façon empirique par la COB¹⁵⁹⁵ et ils sont aujourd'hui repris dans le règlement général de l'AMF.

Un deuxième exemple se trouve dans les principes de *Corporate governance* dont certains, les plus problématiques, ont été repris par le législateur¹⁵⁹⁶ des recommandations de la COB. Il faut remarquer que la doctrine concevait uniquement ces principes en tant que « *pure et simple recommandation* »¹⁵⁹⁷ instituée pour séduire les investisseurs, critique courante à l'égard du droit souple. Dans le même domaine, quelques années plus tard, le gouvernement français avertissait les entreprises n'adhérant pas aux recommandations AFEP/MEDEF sur la

d'assurer une certaine accoutumance aux nouvelles règles ». Mustapha Mekki, « Propos introductifs... », *préc. spéc.* p. 21, n°28.

¹⁵⁹¹ Ryuichi Ida, *préc.*, p. 340.

¹⁵⁹² René-Jean Dupuy, *préc., spéc.* p. 144-145.

¹⁵⁹³ *Idem.*

¹⁵⁹⁴ Nicole Deccopman, « La COB », *préc.* n°39.

¹⁵⁹⁵ Pierre Aïdan, Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources, *préc.* p. 106.

¹⁵⁹⁶ Loi nouvelles régulations économiques : loi n°2001-420 du 15 mai 2001, puis dans la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière et loi Dutreil.

¹⁵⁹⁷ P. Le Cannu, « Légitimité du pouvoir et efficacité du contrôle dans les sociétés par actions », *Bull. July* 1995, §227, p. 637 cité in Nikolina Apostolova, *préc.* p. 33.

rémunération des dirigeants, avant la fin de l'année 2008, qu'à défaut de cette adhésion, ces recommandations seraient reprises dans un projet de loi dès le début de l'année 2009¹⁵⁹⁸.

737. **Présumé.** La transformation du droit doux en droit dur peut obéir à deux causes. Dans tous les cas, cette transformation suppose que les pouvoirs politiques n'ont pas souhaité formaliser la norme avant, pour différentes raisons, par exemple lorsque ceux-ci souhaitent d'abord constater leur efficacité à des finalités poursuivies ou tout simplement parce que le besoin qui les inspire n'est pas encore urgent, à leur avis.

738. **La norme mûrit.** Le premier processus de transformation, qui est le plus classiquement relevé dans la littérature juridique concerne les cas où la norme contenue dans le droit souple acquiert la maturité suffisante, trouve le consensus nécessaire pour être reprise par les autorités en tant que droit dur. Nous pensons à une phrase du Professeur Mekki « D'une certaine manière, une règle n'est pas normative, elle le devient »¹⁵⁹⁹. L'exemple des pratiques des avertissements est également pertinent ici.

739. **Le droit doux n'est pas suffisant.** Le deuxième processus, moins souvent évoqué, concerne les cas où la *soft law* se révèle inefficace, les mécanismes souples n'ayant pas eu la force nécessaire pour s'imposer aux destinataires. Dans ce cas, la menace du « recours à la réglementation impérative constitue, sur le modèle de la théorie des jeux, un facteur d'incitation non négligeable »¹⁶⁰⁰. La norme est donc reprise par les pouvoirs politiques, lesquels la dotent de coercition, convaincus du besoin qui l'inspire. Le droit souple peut ainsi « conduire à des règles participant de l'ordonnement juridique (si elles) n'ont pas les effets escomptés »¹⁶⁰¹ par l'autorité. Tout comme s'étonnent certains auteurs : « le recours à la loi fait figure de punition étatique ! »¹⁶⁰²

Cette dernière possibilité nous semble importante à retenir, surtout lorsque l'on considère que le droit souple est couramment analysé comme un désengagement de l'État au profit des

¹⁵⁹⁸ Bertrand Fages, *préc.*, p. 431. Cette façon de faire a aussi étonné les auteurs, car elle érige les principes élaborés par l'association privée en code de référence, alors que la loi invitait les sociétés à se référer « volontairement » au code de leur choix. V. Véronique Magnier, Yann Paclot, « Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées », *Recueil Dalloz*, 2009, n°15, pp. 1027-128.

¹⁵⁹⁹ Mustapha Mekki, « Propos introductifs... », *préc. spéc.* p. 10, n°15

¹⁶⁰⁰ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.* p. 390.

¹⁶⁰¹ Thierry Bonneau, « Comptes – Changement des banquiers – Principes communs EBIC », *Banque & Droit*, n°123, 2009, pp. 21-22, concernant des principes communs élaborés par l'*European Banking industry Committee* pour faciliter le transfert de comptes d'une banque à une autre.

¹⁶⁰² Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.* p. 391 : les auteurs démontrent qu'il ne s'agit pas seulement d'une hypothèse ; cela est survenu en Allemagne dans le cas des recommandations anti-OPA et en matière de rémunérations. Cela pourrait aussi arriver en matière du droit européen, les recommandations devenant des directives ou des règlements, selon le degré de respect des États aux recommandations formulées.

opérateurs économiques, notamment lorsqu'il est élaboré par les acteurs privés. En effet, il n'est pas rare que l'objectif de ce genre de normativité soit de cantonner les pouvoirs étatiques et de prévenir l'édiction d'une réglementation qui pourrait être plus sévère. La technique ne nous semble pas critiquable en soi : la peur de voir la normativité souple remplacée par une normativité plus sévère, assortie des sanctions au sens de punitions, peut constituer une incitation à respecter la normativité souple.

C'est cette conception qui permet au Professeur Gaudemet d'affirmer que les actions administratives informelles ne traduisent « pas nécessairement philanthropie, ni même, pour placer les choses plus haut, libéralisme administratif et expression d'une sorte d'égalité de statut des administrés et de l'administration publique. C'est simplement et plus prosaïquement, au moins dans la majorité des cas, que l'administration attend plus d'efficacité de cette action informelle que du commandement »¹⁶⁰³. Cela explique les agissements de l'AMF, par exemple, concernant la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. Cette loi a imposé la publication d'un certain nombre d'informations au sujet des sociétés anonymes ; l'AMF, en tant qu'organisme chargé de fixer les conditions dans lesquelles ces sociétés doivent rendre publiques des informations, a seulement procédé à formuler quelques recommandations¹⁶⁰⁴. Dans le même sens, devant la nécessité pratique d'intervenir en matière de communication financière, le groupe de travail présidé par M. J.-F. Lepetit a produit un rapport sur les « alertes aux résultats »¹⁶⁰⁵, en préférant énoncer dix recommandations plutôt que « de proposer une adaptation du cadre légal et réglementaire »¹⁶⁰⁶.

B. Droit doux à l'épreuve

740. **Efficacité.** L'argument le plus souvent avancé pour justifier les nouvelles formes de régulation est la quête de l'efficacité comme « un mode d'appréciation des conséquences des normes juridiques et de leur adéquation aux fins qu'elles visent »¹⁶⁰⁷. Il est donc légitime de s'interroger sur le degré d'efficacité des instruments souples.

741. **Arrière-plan.** Le droit doux est censé être la réponse à l'insuffisance du caractère coercitif des règles juridiques pour empêcher des agissements contraires au cadre

¹⁶⁰³ Yves Gaudemet, « Les actions administratives informelles », *préc., spéc.* p. 648.

¹⁶⁰⁴ « Recommandations de l'AMF relatives aux conditions d'information sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne applicable aux OPCVM », diffusé le 25 mai 2004, disponibles sur son site Internet.

¹⁶⁰⁵ Bull. COB n°343, février 2000, p.28 et ss.

¹⁶⁰⁶ Aurélie Ballot-Léna, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le « droit mou », s'endurcit », p. 9. Téléchargé in www.glose.org/CEDCACE1.pdf

¹⁶⁰⁷ *Dictionnaire encyclopédique de théorie et de sociologie du droit*. Mais des difficultés se posent lorsque, par exemple, on est en présence d'une pluralité de finalités. Mustapha Mekki, « Les doctrines sur ... », *préc.*

juridique¹⁶⁰⁸. Devant l'inefficacité de la sanction, l'État s'est vu obligé de renoncer à la contrainte, et de la remplacer par l'exercice d'un pouvoir normatif de fait. Dans un processus qui ne peut qu'étonner le juriste, même si la norme n'est pas assortie d'une sanction au sens restreint, elle peut avoir pour effet l'acceptation par les destinataires comme s'il s'agissait de règles contraignantes¹⁶⁰⁹. Cette efficacité trouverait son explication dans la conception des sanctions au sens large.

742. **Des sanctions au sens large.** On entend par sanction au sens large : « tout moyen destiné à assurer le respect de l'exécution effective d'un droit ou d'une obligation »¹⁶¹⁰. Il se peut que ces instruments non contraignants soient accompagnés de mesures incitatives ou dissuasives cherchant à assurer leur respect, de telle façon que si le destinataire ne suit pas la conduite souhaitée, il n'aura pas accès aux avantages ouverts par ces mesures¹⁶¹¹, comme pourraient l'être des règles plus souples en matière de cotation, des modalités d'un emprunt, du choix du droit applicable, du conditionnement des relations financières ou commerciales avec l'État, des avantages fiscaux, ou tout simplement le fait de conserver de bonnes relations avec l'autorité à la source du droit souple qui demeure toujours une autorité.

On retient ce dernier, car il est notamment applicable aux régulateurs. En effet, le mélange des pouvoirs dont jouissent les régulateurs constitue une sanction au droit souple, car le pouvoir d'approbation de certains actes ou opérations, uni à leur autorité morale, constitue l'un des principaux facteurs qui rendent effectif ce droit, phénomène qualifié par certains de boucle de contrôle¹⁶¹².

D'autre part, on admet que des instruments souples tels que les recommandations, les avis et les communiqués se caractérisent pour émaner des entités qui reflètent l'intérêt collectif, ou au moins un intérêt plus large que celui des destinataires desdits instruments¹⁶¹³. Il en résulte que, si le destinataire de la recommandation, par exemple, adopte un comportement différent

¹⁶⁰⁸ Il y a des failles dans le système de sanction, soit parce qu'elles ne sont pas appliquées, soit parce qu'il y a une méconnaissance des conduites illégitimes, soit, enfin, parce que les sanctions n'arrivent pas à modifier la situation rejetée. D'autres fois, les règles sont méconnues des acteurs concernés ; ceux-ci développent différentes conduites de résistance à leur égard. Pierre Lascoumes, *préc.*, p. 43-71, *spéc.* p. 48.

¹⁶⁰⁹ Cet effet se produirait notamment lorsque les destinataires du droit doux ont participé à son élaboration. Se conjuguent ici deux procédés propres aux nouvelles formes de régulation : la *soft law* et l'implication du privé dans la régulation. Nous considérons qu'il s'agit de phénomènes différents.

¹⁶¹⁰ Paul Amssek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc.*, *spéc.* p. 290.

¹⁶¹¹ *Idem.*

¹⁶¹² Nicole Decoopman, « À propos des autorités administratives indépendantes et de la réglementation », in Jean Clam, Gilles Martin *Les transformations de la régulation juridique*, *préc.*, p. 249-257, *spéc.* p. 253.

¹⁶¹³ Nous ne sommes pas tout à fait d'accord avec l'affirmation, *V.* nos développements quant à l'abandon de la collectivité.

de celui qui est préconisé, il restera d'ores et déjà qualifié comme quelqu'un qui privilégie ses intérêts individuels¹⁶¹⁴.

Ceux-ci sont les principaux arguments pour justifier l'efficacité du droit souple, méthodologie censée envahir l'encadrement des marchés financiers. Nous voulons dorénavant soumettre ladite affirmation à un examen pragmatique tant à l'égard des crises financières (1) que des réactions normatives des États (2).

1. Examen du droit doux à l'égard des crises

743. **Précision.** Une précision s'impose. Dans l'introduction du présent travail, au moment d'évoquer la notion de régulation, nous avons précisé que celle-ci ne doit pas être assimilée à la déréglementation, mais qu'elle ne peut pas non plus être réduite à la réglementation. Cette précision nous semble importante, compte tenu du fait que, parmi les principaux accusés d'être responsables des crises, se trouvent : la déréglementation, le manque de réglementation ou la lacune, la réglementation elle-même (« les règles qui ont été édictées aux États-Unis comme en Europe, ont contribué non pas à prévenir, à empêcher ou à contenir la crise, mais bien au contraire, à l'amplifier »¹⁶¹⁵), etc. De quoi parle-t-on ?

744. **Notion.** On entend par déréglementation l'absence du droit classique, ainsi que l'absence de nouveaux instruments de régulation. La déréglementation obéit pourtant également à la logique de la régulation, puisque conformément à celle-ci, lorsqu'il n'y a pas d'intérêt spécial à protéger on doit se contenter d'utiliser le droit général des contrats et de la responsabilité, la garantie du droit de propriété, et le droit de saisir un juge.

La réglementation, elle, fait essentiellement partie des anciennes formes de régulation. Toutefois, une norme ayant toute l'apparence d'une norme juridique de droit classique peut, en réalité, faire partie des nouvelles formes de régulation, lorsque, par exemple, elle est le résultat d'une corégulation ou lorsqu'elle est qualifiable de standard, etc.

745. **La déréglementation en cause.** Parfois, la déréglementation obéit à la logique de la régulation, en ce qu'elle suppose que les instruments de la régulation, classiques ou nouveaux, ne doivent se mettre en œuvre que dans le cas d'une défaillance des marchés. C'est ce qui est survenu dans plusieurs domaines, à tort, comme on l'a par la suite constaté. On peut citer, à cet égard, le statut des *brokers* avant la crise de *subprimes*, dont l'activité était très peu organisée par le droit. Le Professeur Jean Paillusseau remarque que : « dans certains États, il

¹⁶¹⁴ Pierre Bringuier, *préc.*, p. 450

¹⁶¹⁵ S. Huyghe et J.-L. Warsmann, *préc.* p. 17 et ss., cités in Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

n'est même pas nécessaire de bénéficier d'une licence pour l'exercer. N'importe qui pouvait l'exercer. Et les gains qu'elle a générés étaient tels, qu'ils ont incité un grand nombre de personnes à quitter d'autres professions pour s'y consacrer »¹⁶¹⁶.

La situation est presque identique pour les *hedge funds* et les produits dérivés négociés de gré à gré (*over the counter*) qui étaient plutôt dérégulés¹⁶¹⁷, c'est-à-dire manquant de tout genre de normativité.

746. **Mise en cause des instruments.** Toutefois, de nombreux cas permettent de controverser aussi l'efficacité des instruments souples. C'est le cas des codes de conduites et autres mesures adoptées par les entreprises et associations professionnelles, après les scandales de l'année 2001, et qui étaient destinés à assurer l'indépendance et à prévenir les conflits d'intérêts des analyses financières. Ainsi, la *Securities Industry Association* (SIA) avait mis en place un code de conduite, *Goldman Sachs* a imposé à ses analystes de rendre leurs actions publiques (transparence/information en tant que forme de régulation). *Merryl Lynch* prévoit la cession des actions détenues sur des entreprises qui ont été l'objet de leurs rapports, pouvant les vendre uniquement lorsque leurs recommandations sont négatives ou neutres¹⁶¹⁸.

Cependant, les mesures plus strictes ne semblent pas être plus effectives. Tel est le cas des normes de conduite adoptées par le Comité des services financiers des États-Unis, en application de la Section 501 du *Sarbanes-Oxley Act*. Sous proposition, on remarque l'intervention du privé, de la *National Association of Securities Dealers* (NASD) et de la Bourse de New York¹⁶¹⁹.

À propos des agences de notation, elles sont souvent citées comme l'exemple le plus révélateur des limites de l'autorégulation à travers des instruments souples¹⁶²⁰, car leur activité relevait, pour l'essentiel, des codes de bonne conduite élaborés par les agences elles-mêmes en s'inspirant des principes stipulés par le code édicté par l'OICV¹⁶²¹. Autorégulation et instruments souples sont ainsi en cause, car ils n'ont pas pu éviter des défaillances telles

¹⁶¹⁶ Jean Paillusseau, *préc.*.

¹⁶¹⁷ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

¹⁶¹⁸ Raúl Bercovitz Alvarez, « La responsabilidad de los analistas de inversiones ». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. n° 86. 7-54, 2002.

¹⁶¹⁹ Adriana Combatt Fandiño, *préc* 2.4. Códigos de conducta

¹⁶²⁰ V. François Veverka, « Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ? », *JCP E* 2009, 1578 ; Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°34.

¹⁶²¹ *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. V. Communication CE sur les agences de notation*, 11 mars 2006 (2006/C 59/02). Code révisé le 28 mai 2008. Cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°34.

que le manque d'indépendance des agences de notation, leur manque d'objectivité et de qualité des notations, engendrés par les conflits d'intérêts dérivés de l'association des activités de notation et de conseil¹⁶²².

747. **Conclusion.** Les crises ont ainsi mis au premier plan les défaillances des instruments souples. Cependant, l'affirmation admet une nuance : ce n'est pas l'instrument souple qui doit être remis en question, mais l'usage fréquent de celui-ci, alors que le danger que supposent certaines branches de la finance¹⁶²³ exigent l'usage d'instruments de droit dur. D'autre part, plus important qu'établir un inventaire des violations des normes douces¹⁶²⁴, il nous semble que la question qui se pose va plutôt dans le sens d'établir les critères d'efficacité¹⁶²⁵ qui permettront d'évaluer la norme douce sans oublier l'objet qu'elle poursuit.

2. Examen du droit doux à l'égard des réactions normatives

748. **Méthode.** Il est courant d'affirmer que la régulation financière est fragmentée et procyclique¹⁶²⁶, affirmation qui, normalement, « vise la pluralité de régulateurs ainsi que la variation des valeurs et des évaluations en fonction des cours de bourse »¹⁶²⁷.

Nous voulons utiliser la qualification dans un autre sens : la régulation financière est fragmentée compte tenu de la multiplicité d'instruments utilisés pour encadrer le domaine financier, et procyclique parce que, suivant les crises, on constate une tendance à soumettre au droit dur des domaines auparavant laissés aux instruments souples, voire le durcissement de la réglementation en vigueur (a). Cette dernière tendance doit cependant être nuancée. Le *pseudo* retour à la réglementation n'existe que pour certains sujets précis qui ont été à l'origine des crises¹⁶²⁸, sans qu'on puisse affirmer une tendance générale pour le droit dur

¹⁶²² « L'ambition de réguler les agences de notation apparaît alors. En effet, les agents que l'on pensait aptes à lutter contre l'asymétrie d'information, c'est-à-dire les agences de notation, se sont révélés, pendant la crise économique, largement en conflits d'intérêts, effet démultiplicateur de l'asymétrie d'information ». Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* n°38.

¹⁶²³ Par exemple, les *Credit Default Swaps* (CDS), instruments qualifiés comme toxiques, pourraient être maîtrisés si on permet son usage seulement à ceux qui possèdent les actifs sous-jacents, à l'exclusion de ceux qui veulent les utiliser pour spéculer contre des sociétés ou des pays.

¹⁶²⁴ The international lawyers network, http://www.lexfori.net/soft_law_fr.htm

¹⁶²⁵ Parmi lesquels on trouve le besoin d'avoir des normes claires, adaptées, contrôlées et sanctionnées. *The international lawyers network*, http://www.lexfori.net/soft_law_fr.htm

¹⁶²⁶ Georges Pauget, « Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ? », *Revue de la stabilité financière*, 2009, n° 13, pp. 125-130, *spéc.* p. 126, Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, *préc. spéc.* p. 27

¹⁶²⁷ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

¹⁶²⁸ Pour le confirmer, il suffit de se rapporter aux domaines qui, selon le Rapport Larosière, devaient faire l'objet d'une révision ou d'un renforcement de la réglementation. V. Anne-Catherine Muller, « Autorités de régulation. Comités. Rapport Larosière », *préc.*

(b)¹⁶²⁹.a) *Manifestations du droit dur*

749. **États-Unis.** Dans la période qui retient notamment notre attention (2000-2013), la loi *Sarbanes-Oxley* fut le premier exemple d'un retour au droit dur (elle « fait d'ailleurs figure de loi de rupture aux États-Unis »¹⁶³⁰) et cela, à deux titres possibles¹⁶³¹ : d'abord, par son caractère draconien contemplant des sanctions plus sévères ; ensuite, par le fait de s'éloigner de la tradition juridique américaine en mettant fin à l'autorégulation des auditeurs. Un autre exemple marquant fut le transfert à la FSA des nombreuses missions qui étaient auparavant à la charge des organismes d'autorégulation. Aussi dans le Royaume-Uni et dans le cadre des nouvelles réformes, le gouvernement a prévu de nouveaux pouvoirs conférés à la PRA, tels que le pouvoir de publier des avis d'alerte ; un droit de veto sur certaines décisions de la FAC, et l'augmentation des pouvoirs d'enquête¹⁶³².

Plus récemment, la *Volcker Rule* étasunienne est aussi un exemple de retour du droit dur, car elle interdit, sauf certaines exceptions, aux entités bénéficiant du système public de garantie des dépôts (y compris toute entité affiliée), de négocier des valeurs mobilières en nom propre (*proprietary trading*), à agir en qualité de promoteur d'un *hedge fund* ou d'un fonds de *private equity*, ou à investir dans ce type de véhicules. Dans le même sens, la *Dodd-Frank Act* établit, pour des entités bancaires américaines bénéficiant du système public de garantie des dépôts, l'interdiction de négocier des *swaps*¹⁶³³. D'ailleurs, les transactions *swaps* « ne seront en principe autorisées que si elles interviennent sur une plateforme de négociation centralisée et sont exécutées par l'intermédiaire d'une chambre de compensation (*clearinghouse*) soumise à surveillance »¹⁶³⁴. À l'égard des agences de notation, et dans le but de *désintoxiquer* la notation, la *Dodd-Frank Act* prévoit d'enlever les références aux notes de la réglementation financière. Le même texte soumet les transactions passées sur le marché de

¹⁶²⁹ Pour une vision d'ensemble au niveau européen des initiatives adoptées, en cours et futures, V. Hala Daoud-Rumeau Maillot, « Les mesures prises par l'Union européenne en réponse à la crise : inventaire, présentation et commentaire », *Euredia/REDBF* 2010/4, p. 495 à 539.

¹⁶³⁰ Pierre-Henri Conac, « L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France », *Sociétés*, n°4, octobre-décembre 2003, pp. 835-858, *spéc.* p. 836.

¹⁶³¹ *Idem.*

¹⁶³² Allen & Overy, The Prudential Regulation Authority. An overview, 10 December 2011, Disponible in <http://www.allenoverly.com/AOWeb/binaries/65311.PDF>

¹⁶³³ L'activité peut en tout cas être transférée à une filiale, ce qui n'a pas été exempt de critiques. V. Jacques Cheminade, *préc.*

¹⁶³⁴ <http://cms.unige.ch/droit/cdbf/spip.php?article686>

gré à gré à une compensation obligatoire¹⁶³⁵.

La même voie semble suivre les normes proposées par plusieurs régulateurs étasuniens¹⁶³⁶ pour implémenter la section 956 de la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Elles souhaitent établir l'obligation pour les institutions financières bénéficiant du système public de garantie des dépôts, de rendre publics les accords de rémunérations incitatives, et d'interdire ceux qui fournissent une indemnisation excessive ou qui pourrait exposer l'institution à des risques inappropriés qui pourraient conduire à des pertes financières importantes¹⁶³⁷.

On remarque aussi que la faculté de persécution de la SEC s'est vue renforcée, notamment depuis la loi *Sarbanes-Oxley*¹⁶³⁸. À titre d'exemple, elle peut demander la confiscation de certains bonus et profits réalisés par des dirigeants (directeur général et directeur financier) en cas de retraitements comptables. Dans ce pays, il faudra suivre le cours du projet « *Securities Fraud Deterrence and Investor Restitution Act of 2004* », car il augmente les pouvoirs d'enquête de la SEC et le montant des sanctions, et l'autorise à prononcer elle-même certaines sanctions pécuniaires et administratives en lui conférant un pouvoir de sanction administrative semblable à celui dont dispose l'AMF.

750. **Europe.** En matière d'AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), on constatait d'abord dans la directive de 11 novembre 2010 une supervision et une réglementation accrues, tant pour les fonds alternatifs que pour leurs gestionnaires. Ainsi, d'une part, la nomination du dépositaire doit être concrétisée par un contrat écrit. D'autre part, seulement les AIF européens (établissements de crédit, entreprises d'investissement et dépositaires agréés d'OPCVM, établis dans l'Union européenne et soumis à des exigences prudentielles) peuvent remplir la fonction. La directive impose le respect de certaines exigences pour éviter les conflits d'intérêts¹⁶³⁹. Les exigences furent renforcées par la directive du 8 juin 2011¹⁶⁴⁰,

¹⁶³⁵ Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *préc.*

¹⁶³⁶ Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC) ; Board of Governors of the Federal Reserve System (Board) ; Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ; Office of Thrift Supervision, Treasury (OTS) ; National Credit Union Administration (NCUA) ; U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) ; et la Federal Housing Finance Agency (FHFA).

¹⁶³⁷ *Incentive-Based Compensation Arrangements; Proposed Rule. Federal Register Number* : 2011-07937. Disponible in <http://www.regulations.gov/#%21documentDetail;D=FRS-2011-0091-0001>

¹⁶³⁸ Nous citons la *Sarbanes-Oxley* comme un exemple du retour du droit dur. Cependant, on doit relever qu'elle est controversée et qu'on propose, depuis un certain temps, de l'assouplir.

¹⁶³⁹ Cf. André Prüm, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *préc.*

¹⁶⁴⁰ Directive 2011/61/UE, publiée au Journal officiel de l'Union européenne, le 1^{er} juillet 2011. PE et Cons. UE, dir. 2011/61/UE, 8 juin 2011, sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE, ainsi que les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 1095/2010, JOUE

spécialement à l'égard des obligations d'information pour obtenir l'agrément, des mesures destinées à prévenir les conflits d'intérêts entre gestionnaires et investisseurs, ainsi qu'à garantir la gestion des risques et la gestion de la liquidité¹⁶⁴¹.

L'augmentation des pouvoirs de l'AMF par la loi de régulation bancaire et financière¹⁶⁴², laquelle peut aujourd'hui, non plus *de facto*¹⁶⁴³, interdire les ventes à découvert, l'encadrement de la titrisation¹⁶⁴⁴ et les réformes imposant la transparence des positions nettes sur actions¹⁶⁴⁵; les normes en matière d'opérations d'emprunt de titre, celles destinées à prévenir les prises de position rampantes, l'augmentation du montant des sanctions, etc. introduites par la loi de régulation bancaire et financière¹⁶⁴⁶, ainsi que les nombreux textes concernant la réglementation des rémunérations¹⁶⁴⁷ et des agences de notation, témoignent un certain retour d'un droit dur¹⁶⁴⁸.

751. Retour à la réglementation dans les projets. Nous pouvons citer le renforcement, au niveau européen, des pouvoirs des autorités administratives à l'égard de la répression des abus de marché¹⁶⁴⁹. La proposition de directive permet de constater un élargissement¹⁶⁵⁰ du domaine de la réglementation ainsi que de l'étendue des prohibitions¹⁶⁵¹. D'autre part, la proposition de directive concernant des sanctions pénales pour les opérations d'initiés et les

n° L 174, 1^{er} juillet 2011. Cf. Pierre-Emmanuel Dupont, « La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *RD. banc. et fin.*, n° 5, septembre 2011, étude 29.

¹⁶⁴¹ Pierre-Emmanuel Dupont, *préc. n°18*.

¹⁶⁴² Nous pouvons constater une tendance constante à augmenter les pouvoirs de l'AMF. Ainsi, lorsqu'elle a été créée, le législateur ne s'est pas contenté d'additionner les pouvoirs des différentes autorités fusionnées (COB, CDGF et CMF). Elle a aussi élargi les pouvoirs de l'AMF. Par exemple, au regard des associations professionnelles : Nikolina Apostolova, *préc.* p. 34 et ss, notamment p. 38.

¹⁶⁴³ Avant l'AMF agissait hors la loi, V. Thierry Bonneau, « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », *préc.*; H. de Vauplane, *et alli*, « Ventes à découvert - Interdiction (non) - Restrictions (oui) », *préc.*

¹⁶⁴⁴ Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *préc.* « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

¹⁶⁴⁵ A. 28 oct. 2010 portant sur l'homologation de modifications du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. - AMF, instr. n°2010-08, 9 nov. 2010 relative à la déclaration des positions courtes nettes à l'AMF. *Idem.*

¹⁶⁴⁶ Michel Storck et Jérôme Lasserre Capdeville, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *préc., spéc.* p. 8 et ss.

¹⁶⁴⁷ Par exemple, en France, l'arrêté ministériel concernant la rémunération du personnel dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement. Arrêté du 3 novembre 2009 relatif aux rémunérations des personnels dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement.

¹⁶⁴⁸ Thierry Bonneau, « Remède ou cancer ? », *RD. banc. et fin.* N° 3, Mai 2013, repère 3.

¹⁶⁴⁹ Parlement européen et du Conseil COM (651) final, 20 oct. 2011. V. Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD. banc. et fin.* n° 6, novembre 2011, étude 34, n°7 et ss.

¹⁶⁵⁰ Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *préc., spéc.* n°519 et ss.

¹⁶⁵¹ *Idem.* n°23 et ss.

manipulations de marché¹⁶⁵² *durcit* le droit déjà dur assimilant les plus graves manquements à l'intégrité des marchés financiers à de la criminalité économique, et augmentant les sanctions (peines privatives de libertés et d'autres sanctions)¹⁶⁵³.

Au niveau des marchés, les systèmes organisés de négociation (*organised trading facility* ou OTF) tels que les plates-formes d'exécution ou les systèmes de croisement d'ordre ou de gré à gré qui ne sont pas actuellement régis par la directive MIF du 21 avril 2004, seront, dans le futur, réglementés par les textes issus de la réforme de la MIF¹⁶⁵⁴.

b) *Relativisation du retour à la réglementation*

752. **Doutes.** On ne peut pas parler de véritable mouvement de réglementation classiquement entendue et encore moins de recours aux nouvelles formes de régulation, car les mesures manquent de clarté à cet égard. Par exemple, lorsqu'en matière de rémunération, au niveau européen, on a choisi de formuler une recommandation¹⁶⁵⁵ pour encadrer les agences de notation, on a choisi un règlement¹⁶⁵⁶.

De cette façon, malgré les crises et leur imputation au droit souple, les instruments de ce droit sont encore en usage, cohabitant avec la réglementation exposée ci-dessus. Par exemple, la *Dodd Frank Act*, aux États-Unis, fait usage de la transparence lorsqu'elle établit l'obligation de réaliser un reporting de transactions : les *market participants* doivent publier en temps réel les transactions conclues, sauf les transactions de blocs qui peuvent être différées¹⁶⁵⁷.

De surcroît, plusieurs mécanismes hautement controversés sont encore en place, parfois avec un contrôle qu'on peut qualifier de modeste : il s'agit des produits financiers dérivés échangés

¹⁶⁵² Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché 20.10.2011, COM (2011) 654 final.

¹⁶⁵³ Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *JCP E*, n° 50, 15 décembre 2011, 1905, spéc. n°4 et 10.

¹⁶⁵⁴ Proposition de directive et proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EMIR sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux), Bruxelles, 20 oct. 2011, COM (2011) 652 Final.

¹⁶⁵⁵ Commission, recommandation n° 2009/384/CE, 30 avr. 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers. Cf. Thierry Bonneau, « Rémunération », *RD. banc. et fin.* 2009, comm. 146, pp. 78-79.

¹⁶⁵⁶ *PE et Cons. CE, règl. (CE) n° 1060/2009, 16 sept. 2009 sur les agences de notation de crédit. V.* Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *RD. banc. et fin.*, n°6, novembre 2010, étude 35. et la bibliographie citée in Thierry Bonneau, *RD. banc. et fin.* 2009, comm. 77 et *RD. banc. et fin.* 2010, comm. 79 ; J.-M. Moulin, Le règlement européen (CE) n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 sur les agences de notation : *JCP E* 2010, 1522 ; I. Tchotourian, « Règlement (CE) n° 1060/2009 concernant les agences de notation de crédit : vrai ou faux-semblant ? », *Bull. Joly Bourse* 2010, B 56, p. 430. Sur les possibles modifications des règles européennes, cf. *Comm. CE, communiqué IP/10/656, 2 juin 2010.* - PE et Cons. UE, proposition de règlement modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, COM (2010) 289 final, 2 juin 2010.

¹⁶⁵⁷ Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *préc.*

de gré à gré, les *Credit default swaps* (CDS), les *Collateralized debt obligations* (CDO) et l'existence des *shadow banking* et les *dark pools*.

3. *Le potentiel du droit souple*

753. **Méthode.** Les analyses juridiques les plus traditionnelles ont une attitude plutôt méprisante à l'égard du droit souple. D'autres analyses, un peu moins traditionnelles, mais assez répandues, mettent l'accent sur le fait que le droit souple est respecté malgré le manque de coercition étatique. C'est une façon de faire compréhensible prenant en compte que c'est cette facette qui bouleverse nos convictions les plus ancrées. Nous avons choisi une voie quelque peu différente, qui souligne comment le jeu entre le droit souple et les notions du droit classique permettent de sanctionner le premier. C'est ce que la jurisprudence a fait en ayant recours à des notions plus traditionnelles : la responsabilité, l'engagement unilatéral, etc.

a) *Paramètre de comparaison*

754. **Europe.** Le premier mécanisme consiste en l'admission pour la jurisprudence de normes souples en tant que standards qui permettent d'apprécier (et de comparer) le comportement des opérateurs privés¹⁶⁵⁸. La Cour de cassation, abandonnant la conception contractualiste des codes de conduite, a admis que les manquements à des codes peuvent être pris en compte afin d'apprécier la responsabilité civile extracontractuelle¹⁶⁵⁹.

Ce qui, sur le continent, prend la forme d'une interprétation jurisprudentielle, est consacré en Angleterre dans la *FSA Act* de 2000, dans la Section 64 n° 7, selon laquelle : « (7) *A code published under this section and in force at the time when any particular conduct takes place may be relied on so far as it tends to establish whether or not that conduct complies with a statement of principle* ».

Cela nous évoque la définition donnée par l'AMF aux recommandations : « une invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, comportement ou disposition que l'AMF considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son domaine de compétence, sans exclure que d'autres comportements ou dispositions soient également compatibles avec ces normes ou principes généraux. La recommandation ne revêt donc pas de caractère impératif. Le fait de se

¹⁶⁵⁸ Filali Osman, *préc.*, *spéc.* p. 524. *Adde. Infra* N°765 et ss.

¹⁶⁵⁹ Cass. Civ. 1^{re}. 18 mars 1997, *JCP* éd. G 1997, II, n°22829, note P. Sargos; G. Viney, *JCP* éd. G 1997, Chronique responsabilité civile n°4068, Cass. Com. 29 avril 1997, *D.*1997, p. 459, note Y. Serra; *JCP* G, 1997, Chronique responsabilité civile n°4068, G. Viney.

conformer à une recommandation contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation. Dans certains cas, les dispositions d'une recommandation peuvent, compte tenu des circonstances de l'espèce, constituer l'un des éléments d'appréciation pris en compte dans le traitement d'un cas individuel, par exemple une demande de visa ou d'agrément. Mais d'une manière générale, le non-respect d'une recommandation ne peut, en lui-même, caractériser une violation de la réglementation »¹⁶⁶⁰.

Les normes définissent, dans ce cas, un comportement qui sera considéré comme acceptable de la part de l'opérateur. Elles posent des exigences de prudence et de diligence de telle façon que si la conduite de l'opérateur ne se conforme pas au standard proposé, le juge peut déduire que sa conduite n'est pas prudente ou avisée, et il peut par conséquent appliquer une sanction.

Effectivement, c'est la considération de la norme privée, de la part du juge, comme un standard ou comme une norme faisant partie d'un droit coutumier professionnel (dans le cas des règles d'art ou techniques), qui va produire la réception de la norme dans l'ordre juridique interne, au sens classique. Avec la technique des standards, la jurisprudence participe à l'effectivité des normes privées.

L'appréhension de l'ordre juridique étatique des normes privées, grâce à la démarche des juges et conformément aux moyens mentionnés ci-dessus, est applicable aux codes de conduite privés, aux codes de déontologie et, en général, à tout ce qui est qualifiable de droit doux, sous la seule exigence que le juge y voit un standard professionnel dont la violation est constitutive d'une faute¹⁶⁶¹.

Cette démarche a lieu sans prendre en compte le procédé formel de création de la norme¹⁶⁶². En effet, sauf cas exceptionnels, le juge se réserve la liberté de prendre en compte la règle déontologique, qu'elle soit ou non homologuée, ce qui pourrait s'expliquer par l'origine corporatiste de ces règles.

Lorsqu'il y a homologation ou lorsque les normes souples font l'objet d'un engagement unilatéral ou bilatéral de la part de l'acteur en cause, ou bien lorsqu'elles deviennent des usages¹⁶⁶³, nous considérons que la source de l'incorporation à l'ordre juridique n'est pas la juridisation, mais l'arrêt d'homologation, le contrat ou l'usage.

Cela ne leur fait pas forcément perdre le caractère de nouvelle forme de régulation. Les faits

¹⁶⁶⁰ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.* p. 1.

¹⁶⁶¹ Filali Osman, *préc.*, *spéc.* p. 525.

¹⁶⁶² *Idem. spéc.* p. 521.

¹⁶⁶³ Hélène Aubry, *préc.* p. 2506

et les autorités de faits¹⁶⁶⁴ qui se trouvent à son origine (entités privées, corégulation) ne sont pas effaçables de sa nature.

b) D'autres mécanismes

755. **Mécanismes.** Il existe d'autres moyens destinés à sanctionner la violation des normes qui font partie, en principe, du droit mou :

- La méconnaissance des codes de conduite qui sont, on l'a vu, *a priori* des instruments souples, peut être sanctionnée conformément aux règles de la publicité trompeuse.
- La reconnaissance de l'engagement unilatéral pourrait être aussi un moyen de sanction, si on estime que l'entreprise qui adopte un code de conduite contenant des dispositions originales et précises manifeste sa volonté de s'engager unilatéralement à leur égard¹⁶⁶⁵. Ce n'est pas toujours le cas, vu la vague approche que prennent de nombreux *engagements* contenus dans le droit mou.
- S'agissant de la méconnaissance de la déontologie des affaires¹⁶⁶⁶, on trouve la sanction sur le terrain de la responsabilité quasi délictuelle. Dans certains cas, le juge considère la norme souple comme une traduction concrète du principe général de responsabilité civile. On peut citer, à cet égard, le jugement du tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004 dans l'affaire LVMH c/ Morgan Stanley. Celui-ci attire notre intérêt, car on y applique des règles établies dans un code déontologique, première source d'intérêt du point de vue des nouvelles formes de régulation. De plus, le jugement applique indirectement les règles imposées par les associations internationales. Lors de la discussion devant le tribunal, les parties se réfèrent expressément au Code déontologique de l'Association française des analystes financiers¹⁶⁶⁷.
- Dans la même situation se trouve la sanction sur le terrain contractuel. Dans ce cas, le juge peut appliquer les normes souples qui ont été reprises dans les contrats privés¹⁶⁶⁸. Dans d'autres cas, c'est le respect des normes contenues au code privé qui a été pris en compte et utilisé par le juge comme une cause d'exonération de la responsabilité contractuelle¹⁶⁶⁹.

En ce qui concerne la possibilité d'annuler un contrat par l'infraction des règles faisant partie des règles éthiques ou déontologiques, la Cour de cassation, dans un arrêt de 1991, a établi

¹⁶⁶⁴ Jean Carbonier, *Droit civil*, 1, Paris, PUF, 2004, Collection Quadrige, 1496 pp.

¹⁶⁶⁵ Cf. Marie Brac, *préc.* p. 17 et ss.

¹⁶⁶⁶ Joël Moret-Bailly, « Règles déontologiques et fautes civiles », *D.* 2002, Chron. 2820-2824.

¹⁶⁶⁷ Nikolina Apostolova, *préc.*

¹⁶⁶⁸ Com. 29 avril 1997, *Bull. civ.* IV, n°11 ; *D.*, 1997. Jur. 459, note Y. Serra ; *RTD civ.* 1998. 218, obs. R. Libchaber ; 22 mai 2001, pourvoi n°95-14.909, inédit, cités in Hélène Aubry, *préc.* p. 2506.

¹⁶⁶⁹ V. Filali Osman, *préc., spéc.* p. 526.

qu'elles peuvent donner lieu à des sanctions disciplinaires, mais « n'entraîneraient pas à elles seules la nullité des contrats conclus en infraction à leur disposition »¹⁶⁷⁰. Les règles éthiques n'entrent pas dans le lien contractuel¹⁶⁷¹. Il faut remarquer que la Cour ne fait pas de distinction entre les règles approuvées par décret du Conseil d'État, ou les simples codes de conduite privés.

Dans le domaine de la responsabilité contractuelle¹⁶⁷², par contre, les décisions les plus récentes de la Cour de cassation ont admis la possibilité d'engager la responsabilité contractuelle d'un prestataire de service d'investissement, par méconnaissance des normes qui étaient à l'origine destinées à assurer la sécurité ou le bon fonctionnement du marché, et non dans l'intérêt du donneur d'ordre, par exemple, l'obligation de couverture dans le cadre des opérations à découvert¹⁶⁷³. La Cour de cassation incorpore les obligations professionnelles dans le champ contractuel¹⁶⁷⁴.

756. **Conclusion.** Le droit mou n'est plus synonyme de manque de sanction, parce que son contenu n'est pas d'une nature juridique immuable. Il peut acquérir une effectivité qui va plus loin que son caractère incitatif, soit par la manière dont il a été adopté, soit grâce à son contenu¹⁶⁷⁵.

Il acquiert aussi une efficacité avec le déploiement d'autres moyens tels que la création de métiers de contrôle et la transposition en France du principe « se conformer ou s'expliquer »¹⁶⁷⁶. Les métiers de contrôle tels que les « responsables de la conformité et du contrôle interne » (RCCI), créés par l'AMF, développent les fonctions d'un déontologue au sein de sociétés de gestion de placement¹⁶⁷⁷. Les personnes qui occupent ce poste doivent posséder une carte professionnelle délivrée par le régulateur à la suite de l'approbation d'un

¹⁶⁷⁰ Par rapport aux règles déontologiques dont l'objet est de fixer les devoirs des membres de la profession. Cass. Civ. 1^{re} 1 novembre 1991, Bull. Civ. I., n°297, p.195 ; *D.* 1991, I. R., p.292; *JCP* éd. E 1992, II, n°225, note A. Vivandier ; *RJDA* 1992, n°11, p.15, *RTD civ.* 1991, p. 383, obs. J. Mestre Dans le même sens les juridictions de fond : Cour d'appel de Paris 28 juin 1985, *D.*1987, II, p.16, note Gourio; Cass. Soc 24 mai 1960 cité in Filali Osman, *préc.* p. 509. *Cf.* sur ce sujet Nikolina Apostolova, *préc.* p. 11 et ss.

¹⁶⁷¹ *Cf.* sur ce sujet Nikolina Apostolova, *préc.* p. 11 et ss.

¹⁶⁷² *Cf.* Régine Bonhomme, « Responsabilité et gestion du risque financier », *RD. banc. et fin.* n°6, novembre 2010, étude 31.

¹⁶⁷³ Jurisprudence antérieure : Cass. com., 8 juill. 2003, *Bull. civ.* 2003, IV, n°118.

¹⁶⁷⁴ Cass. comm., 26 févr. 2008, n°07-10.761 : *JurisData* n°2008-042935 ; *Bull. civ.* 2008, IV, n°42 ; Cass. comm., 1^{er} juill. 2008, n°07-16.461 ; Cass. comm., 4 nov. 2008, n°07-21.449. - Cass. comm., 15 sept. 2009, n°08-18.627 : *JurisData* n° 2009-049506. - Cass. comm., 24 nov. 2009, n°08-13.295.

¹⁶⁷⁵ Filali Osman, *préc. spéc.* p. 529-530.

¹⁶⁷⁶ « Certes, cette règle a une forte dimension coercitive et, comme on l'a déjà dit, elle vient conférer une véritable valeur juridique à des principes de gouvernement d'entreprise qui, jusqu'alors, n'en avaient aucune ». Bertrand Fages, *préc.* p. 432. *V.* aussi *Supra* N°714 et ss.

¹⁶⁷⁷ Pour les prestataires qui ne sont pas des sociétés de gestion de portefeuille, on a créé le responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI).

examen.

Il s'agit d'un processus en évolution dont la prochaine étape serait d'intégrer formellement les normes privées dans le système juridique au sens classique. En effet, cette intégration est déjà en train de s'opérer grâce à l'action des juges, lesquels trouvent, dans les dispositions des codes professionnels, l'inspiration nécessaire pour résoudre des litiges, même si « ces codes ne sont pas expressément cités dans les motivations des décisions jurisprudentielles qui se contentent généralement de se référer à un manquement aux obligations d'information, de conseil, de prudence, de loyauté, de diligence, et parfois à un manquement à la déontologie, aux usages ou aux pratiques professionnelles »¹⁶⁷⁸.

De ce fait, le monopole de la sanction appartient à l'État, mais parallèlement, nous avons vu que le droit souple, même celui créé par des entités privées, peut recevoir une sanction lorsque le juge y voit un standard, la configuration d'une responsabilité, etc. Les entités privées ne possèdent pas encore d'elles-mêmes le pouvoir d'avoir recours à la coercition étatique pour sanctionner leur normativité, ce qui n'empêche pas que cette normativité trouve en elle-même les recours nécessaires pour convaincre le juge de leur légitimité. Leurs ailes ne sont pas donc un héritage des entités qui les ont conçues.

C'est en cela que se trouve le potentiel du droit classique, son bastion. L'influence des privés se limite au contenu de la norme sans pouvoir influencer sa force juridique¹⁶⁷⁹.

Dans le cadre de la transformation des normes juridiques, il est courant d'affirmer que les instruments de la régulation sont incertains, en raison de leur nature, leur forme et leurs contours vagues. En matière de droit souple, c'est dans la sanction que réside l'incertitude. Nous allons maintenant exposer l'incertitude concernant l'hypothèse visée par la norme juridique.

Section 2 : Les modifications relatives aux traits classiques des normes juridiques

757. **Les traits modifiés.** Les rapports sociaux que le droit veut encadrer et que nous dénommons « l'hypothèse des normes juridiques » se caractérisent par le fait d'être décrits de façon abstraite, détaillant une situation déterminée (rigueur de l'énoncé), rigide car les conditions de son application excluent d'autres situations, et aussi par le fait d'avoir une vocation d'universalité. Ces caractéristiques, auparavant essentielles, sont modifiées par différentes techniques qui, en vertu des changements qu'elles induisent, peuvent être

¹⁶⁷⁸ Georges Jade Laktineh, *op. cit.*

¹⁶⁷⁹ Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *préc.* p. 5.

considérées comme faisant partie des nouvelles formes de régulation : les standards et les principes directeurs et les lois d'expérimentation et le droit matériel. D'abord, nous exposerons comment ces quatre phénomènes (ou techniques de la nouvelles régulation économique) bouleversent notre conception classique des normes juridiques (§1), pour exposer ensuite les rapports existant entre eux et la sécurité juridique (§2).

§1. Les nouvelles techniques de la régulation et leurs rapports avec le droit classique

758. **Notion.** Il arrive, au moment d'analyser certaines normes, qu'on ne sache pas bien en quoi consiste la conduite concrète que nous demande l'autorité, mais on sait, en général, ce qu'elle souhaite obtenir avec l'énoncé qu'elle pose. On fixe des principes et des objectifs, mais pas des règles détaillées ou précises¹⁶⁸⁰. Il s'agit des standards et des principes directeurs, lesquels, mettant en cause la détermination des règles, constituent en même temps, des objets juridiques.

759. **Objets juridiques.** Dans le domaine juridique, nous pouvons trouver de nombreux *objets* qui permettent l'appréciation juridique, cette dernière étant considérée comme la qualification dans des termes juridiques du comportement humain, ou plutôt des relations sociales¹⁶⁸¹. Ces objets sont :

- Les valeurs, comme idéaux civils qui inspirent la loi ;
- Les principes, comme forme prescriptive desdites valeurs ;
- Les clauses générales ou des concepts juridiques indéterminés, une individualisation à partir des principes juridiques, des critères de conduite ;
- Les standards valoratifs, comme mesure sociale de l'application des critères de conduite.

Tous ces concepts sont utilisés pour décrire et évaluer une situation sociale particulière, en termes juridiques. Pour répondre aux mêmes défaillances du droit classique, nous exposerons de façon conjointe les principaux traits de la technique des standards et des principes directeurs (A), pour analyser ensuite leur mise en œuvre (B). L'analyse sera suivie d'un exposé du phénomène du droit matériel et de la façon dont celui-ci bouleverse l'universalité des règles (C). Nous finirons en présentant la technique des lois d'expérimentation et la façon dont celles-ci bouleversent la pérennité des règles juridiques (D).

¹⁶⁸⁰ Angeles Mazuelos Bellido, *préc., spéc.* p. 3.

¹⁶⁸¹ Giorgio Oppo, « Sui principi generali del diritto privato, *Riv. dir. civ.*, 1991, I, p. 475 et ss.

A. Antécédents de la technique des standards et des principes directeurs

760. **Une ambition du droit libéral.** Dans les systèmes juridiques qui ont atteint un certain stade d'évolution, l'existence des règles générales préétablies est un élément de base¹⁶⁸² ; les règles générales (visées par l'abstraction des règles) et impersonnelles (visées par l'impersonnalité ou l'uniformité des règles) s'appliquant aux situations concrètes de manière automatique et indifférenciée étaient une ambition du droit libéral¹⁶⁸³. L'abstraction et l'uniformité sont ainsi devenues une valeur, un principe, car ce sont elles qui ont permis de rendre égaux ceux qui, en réalité, se trouvent dans une situation inégale.

761. **Échec du système.** Néanmoins, l'affirmation de la généralité et de l'impersonnalité des règles de droit peut être analysée comme une simplification du système juridique, jamais réalisée de manière parfaite. Le droit flou est en effet une facette du droit qui existe depuis toujours¹⁶⁸⁴, notamment parce que le droit flou est inhérent au langage en général et aussi au langage juridique¹⁶⁸⁵. Ainsi, les règles juridiques ont toujours possédé une certaine ouverture qui a permis au juge, l'appliqueur du droit, d'injecter dans la règle « un monde de croyances, de valeurs, d'idées, de pratiques généralement admises ou largement partagées par les membres d'une communauté »¹⁶⁸⁶. La généralité et l'impersonnalité des règles de droit ne sont pas réelles ; on a soutenu qu'elles ne sont qu'une fiction, « une des principales fictions des sociétés démocratiques »¹⁶⁸⁷.

762. **Une nouvelle ambition.** Le paradigme des normes abstraites ou impersonnelles comme un idéal à atteindre fut remis en cause, car la quête d'abstraction et d'uniformité a fini par se transformer en une entrave à l'adaptation du droit à des situations concrètes. Cette ambition a été ainsi remplacée en vue du souhait d'élaborer des normes visant à prendre en compte la diversité des situations auxquelles les sujets du droit se trouvent confrontés ; pour ce faire, les standards et les principes directeurs sont utilisés. Ils auraient l'avantage d'aborder des situations dont l'occurrence est difficile à prévoir (« le législateur a conscience de ne pas

¹⁶⁸² Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 2.

¹⁶⁸³ Laurent Depussay, « Hiérarchie des normes et hiérarchie des pouvoirs », *RDP*, n°2, 2007, pp. 421-441, *spéc.* p. 421.

¹⁶⁸⁴ Catherine Thibierge, « Le droit souple. Réflexions sur les textures du droit », *préc.* p. 611. Il faut remarquer que pour l'auteur, le droit flou fait partie du droit souple. Les notions floues les plus connues sont la bonne foi et l'ordre public ; le Professeur Thibierge cite aussi la notion de *déséquilibre significatif* entre les droits et les obligations des parties utilisée pour caractériser une clause abusive, l'intérêt de l'enfant, etc.

¹⁶⁸⁵ *Idem.*

¹⁶⁸⁶ Gerard Timsit, *Les figures du jugement*, Paris, 1993, PUF, p. 143, cité in Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », *préc.*, *spéc.* p. 620.

¹⁶⁸⁷ Pierre Lascoumes, *préc.*, p. 45.

pouvoir tout prévoir »¹⁶⁸⁸), étant utilisées par le juge comme instruments de référence lorsque les exigences posées par la législation ne sont pas suffisamment claires ou lorsqu'elles sont très générales¹⁶⁸⁹. Ils permettraient de combler les vides ou lacunes de l'ordonnement juridique au même titre que l'éthique ou la morale des affaires.

B. Mise en œuvre

763. **Différencier les mécanismes.** Différencier un standard d'un principe directeur n'est pas une démarche aisée, les deux techniques se caractérisant par le *flou* dans la formulation de la norme. On a ainsi soutenu « qu'il s'agisse de leur origine, de leur support juridique ou de leur valeur dans la hiérarchie des normes, les principes généraux sont un défi à tout effort de classification »¹⁶⁹⁰. D'abord, une différence seulement en degré, et non pas de nature, oppose les standards juridiques des principes directeurs, les deux étant des objets permettant la valorisation juridique, comme on l'a vu plus haut. Ensuite, la différence se trouve dans le champ d'application *ratione materiae* du principe directeur, qui est plus élargi. Ainsi, sauf quelques exceptions, le principe doit être appliqué « par l'instruction expresse qui est donnée à l'autorité chargée d'appliquer la règle qui le recèle »¹⁶⁹¹. Les standards sont généralement utilisés pour compléter une règle de droit bien précise.

Des exemples de leur mise en œuvre peuvent nous apporter un éclaircissement : commençons par exposer la mise en œuvre des standards (1) pour ensuite analyser celle des principes directeurs (2).

1. Standards

764. **Définitions.** Ce terme anglais désigne, selon Cornu, : « une norme souple fondée sur un critère intentionnellement indéterminé, critère directif (englobant et plastique, mais normatif) qu'il appartient au juge, en vertu du renvoi implicite de la loi, d'appliquer, espèce par espèce, à la lumière des données extralégales ou même extrajuridiques (références coutumières, besoins sociaux, contexte économique est politique), occasion d'adapter la règle à la diversité des situations et à l'évolution de la société, en la pérennisant »¹⁶⁹².

¹⁶⁸⁸ Gérard Cornu, « L'apport des réformes récentes du code civil à la théorie du droit civil, Cours de doctorat 1070-1971, les cours de droit », spéc. p. 124.

¹⁶⁸⁹ Filali Osman, , *préc.*, spéc. p. 525.

¹⁶⁹⁰ Mireille Delmas-Marty, *Pour un droit commun*, Seuil, 1994, 305 pp, *spéc.* p. 84.

¹⁶⁹¹ Nicolas de Sadeleer, « Le statut du principe de précaution en droit français », in <http://www.desadeleer.eu/>

¹⁶⁹² Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique, préc.*, p. 885.

Une autre définition, plus souvent évoquée à propos des standards, affirme qu'il s'agit d'un « procédé qui permet au juge de prendre en considération le type moyen de conduite sociale correcte pour la catégorie déterminée d'actes qu'il s'agit de juger »¹⁶⁹³. Les mots-clés de cette définition sont, à notre avis : *type moyen*. Le standard en donne un *modèle*.

Ainsi, les normes juridiques¹⁶⁹⁴ peuvent être rédigées en tant que normes de fonctionnement (*performance standards*) ou comme des normes prescriptives (*specification standards*). En droit anglo-saxon, on fait référence à l'approche « *Rules based* » versus l'approche « *Principle based* ». Le premier fixe les objectifs et les principes pour le domaine à réglementer, laissant au régulateur ou au secteur privé le soin de déterminer comment les atteindre, alors que dans le deuxième cas, on établit des règles fixes, laissant au régulateur une marge de manœuvre plus étroite.

Exemples. Une norme de fonctionnement ou une réglementation *Principle based* disposerait : « dans la composition de l'organe, il faut assurer la participation de toutes les parties », alors qu'une norme prescriptive ou réglementation *Rules based* énoncerait plutôt « l'organe sera composé de 5 membres ». Les nouvelles formes de réglementation ont plutôt recours au premier type de règles ; des normes plus souples qui ne fixent pas les détails de la conduite souhaitable, sinon seulement ses objectifs, de manière à laisser aux destinataires des règles la liberté de déterminer leurs conduites concrètes, pourvu qu'ils respectent l'objectif poursuivi par la loi.

Choix méthodologique. La technique des standards va jusqu'à constituer un choix méthodologique. Pour les normes comptables issues des travaux de l'IASB, les *International financial reporting standards* (IAS/IFRS), peuvent être qualifiés de standards, car à la différence des normes américaines (US GAPP), elles sont conçues de manière à laisser une marge de manœuvre aux entreprises et à leurs commissaires aux comptes en préférant avoir recours à des notions souples telles que *notion d'image fidèle* et *prééminence de la substance sur l'apparence*¹⁶⁹⁵, tout comme elles prennent appui sur la notion de *juste valeur* (*fair value*)¹⁶⁹⁶.

¹⁶⁹³ Marty et Raynaud, Droit civil, Introduction générale à l'étude du droit, n°62, cité in Anne Penneau, préc., p. 7.

¹⁶⁹⁴ La distinction est applicable à tout genre de normativité sans qu'elle doive être limitée aux nouvelles formes de réglementation.

¹⁶⁹⁵ Rapport M. Jean-Pierre Moussy, présenté au nom de la section des finances, préc. II-53.

¹⁶⁹⁶ Jean-Paul Valette, préc., p. 193.

Un autre exemple est la notion d'information permanente au marché. Dans le domaine de la législation française, on peut citer comme exemple l'article 521-2 du règlement général de l'AMF, lequel spécifie : « Dans le cadre de l'examen de la demande d'agrément par l'Autorité de contrôle prudentiel (...) L'AMF s'assure que les moyens prévus sont adaptés aux activités envisagées (...) ». Ce faisant, les standards encouragent l'innovation, « réduisent la paperasserie et, par conséquent, diminuent les coûts »¹⁶⁹⁷.

765. **En droit européen.** D'abord, les institutions communautaires ont confirmé leur attachement à la régulation par l'information mise en œuvre à travers le principe « se conformer ou s'expliquer », réaffirmant « le recours à une régulation fondée sur les principes ("*principles-based*") et orientée par les marchés ("*market-led*") pour promouvoir la mise en œuvre des standards du gouvernement d'entreprise, contrastant avec l'approche réglementaire "*rules-based*" prônée outre-Atlantique »¹⁶⁹⁸.

766. **Justifications dans la régulation économique.** Il y a deux raisons qui justifient la mise en œuvre des standards. La première trouve son fondement dans l'affirmation selon laquelle « Plus les règles sont précises, plus elles peuvent être contournées. »¹⁶⁹⁹ La seconde justification se trouve dans les tensions intrinsèques aux milieux régulés : si on choisit d'imposer un standard plutôt qu'une norme classique, c'est précisément parce qu'il y a des intérêts antagonistes au sein du secteur régulé. Lorsque le conflit est encore latent, la norme qui contient le standard reste en sommeil¹⁷⁰⁰ ; lorsque le conflit éclate, la règle acquiert son sens, donnant ainsi origine à un partage de compétences entre le juge et le législateur ou entre l'administration et le législateur : le premier définit ainsi les conditions de réalisation des objectifs fixés¹⁷⁰¹, alors que le juge¹⁷⁰² ou régulateur met en œuvre son sens de l'équité en appliquant des notions souples et non pr édéfinies¹⁷⁰³. Cette façon de faire permet de surmonter les conflits qui ne peuvent pas être résolus en détail au moment d'édicter la norme.

¹⁶⁹⁷ Giandomenico Majone, *op. cit.*, *spéc.*, p. 112. Une approche plus critique in Julia Black, « The Rise (and Fall ?) of Principles Based Regulation » in K. Alexander and N. Moloney (dir) *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham: Edward Elgar, 2011.

¹⁶⁹⁸ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc. spéc.* n° 11.

¹⁶⁹⁹ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°27.

¹⁷⁰⁰ Aïda Bennini, *préc.* p. 507.

¹⁷⁰¹ Jacques Chevalier, « Vers un droit post-moderne », *préc.*, *spéc.* p. 28.

¹⁷⁰² Stéphane Rials, *Le juge administratif français et la technique du standard (Essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité)*, coll. Bibliothèque de droit public, t. CXXXV, Paris, Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1980, 564 pp.

¹⁷⁰³ Philippe Jestaz, « Les sources du droit : le déplacement d'un pôle à un autre », *RTD civ.* n°2, avr-juin, 1996, pp. 299-312, *spéc.* p. 311.

Cependant, la technique n'est pas exempte de désavantages, notamment parce qu'elle exige une surveillance accrue des régulés, donc la mise à la disposition des régulateurs de moyens suffisants¹⁷⁰⁴.

2. Principes directeurs

767. **Définition.** Le mot *principe* a plusieurs sens, parmi lesquels on va retenir celui pour lequel il s'agit d'une « Règle juridique établie par un texte en termes assez généraux destinée à inspirer diverses applications et s'imposant avec une autorité supérieure »¹⁷⁰⁵ ; l'expression principe directif, pour sa part, désigne une « règle souple destinée à orienter les sujets de droit ou à guider l'interprète dans la poursuite d'une certaine fin, sans enfermer sa mise en œuvre dans des prescriptions de détail »¹⁷⁰⁶.

768. **Pertinence.** Une loi, par le fait de viser un rapport social déterminé, écarte nécessairement l'application d'une autre loi qui vise un rapport social différent¹⁷⁰⁷, si l'une d'entre elles est applicable, cela écarte nécessairement l'application d'une autre loi ; c'est le problème que pose le modèle des règles rigides et abstraites, alors que les principes généraux sont compatibles entre eux. L'intérêt de la technique réside donc dans le fait de permettre la coexistence d'intérêts divers, souvent contradictoires mais tous légitimes. Par exemple, le principe de la proportionnalité des sanctions est compatible avec le principe de l'exemplarité de la sanction.

De ce fait, un auteur¹⁷⁰⁸ chilien critique l'absence de principes généraux définissant les objectifs techniques et économiques de la régulation économique. Ceux-ci sont nécessaires notamment parce qu'ils fournissent un cadre de contraste pour l'évaluation critique de la réglementation. Ils permettent, par exemple, de déterminer si un règlement qui touche un droit fondamental est proportionnel à l'objectif visé. Au moment d'appliquer la règle en question, l'identification des buts poursuivis par la réglementation est cruciale. Lors de l'absence de ces principes, le juge est obligé de l'en déduire, avec un risque d'erreur, voire d'activisme judiciaire¹⁷⁰⁹.

¹⁷⁰⁴ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°26.

¹⁷⁰⁵ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, *préc.*, p. 720.

¹⁷⁰⁶ *Idem. préc.*, p. 312.

¹⁷⁰⁷ Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », *préc., spéc.* p. 624.

¹⁷⁰⁸ José Manuel Díaz de Valdés, *préc.*

¹⁷⁰⁹ *Idem.*

Comme il arrive en matière de standards, c'est le juge ou l'administration, lorsqu'elle a le pouvoir de prendre des décisions, qui donne un traitement individualisé à la situation, et qui devra mettre les intérêts en cause dans la balance, les conjuguer de manière à résoudre les contradictions, et de prendre une décision concrète¹⁷¹⁰.

769. **Exemples.** Devoir de loyauté, principe de la proportionnalité, principe de l'efficacité, la sécurité juridique¹⁷¹¹, encore plus concrètement : l'article L533-1 CMF affirme : « Les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché ». L'article L. 533-11 CMF affirme aussi, au sujet des prestataires de services d'investissement : « Lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients ». Deux intérêts sont en jeu et aussi protégés : l'intérêt du marché et l'intérêt des clients.

Au niveau européen, l'examen de la directive AIFM montre le recours à la technique des principes généraux pour énoncer les obligations de loyauté, de compétence, de soins et de diligence à la charge des gestionnaires¹⁷¹², n'élaborant pas les détails de ces principes généraux, tâche qui est laissée à la charge de la Commission.

770. **Nuance.** Bien entendu, aucun système juridique ne suit exclusivement une seule méthodologie. On doit faire la distinction entre les législations nationales (relatives aux marchés financiers) qui possèdent une approche réglementaire « davantage fondée sur des principes » et celles qui possèdent une approche réglementaire « davantage fondée sur des règles »¹⁷¹³.

771. **Application.** Cette distinction de la rédaction de la norme peut être envisagée du point de vue des régulateurs et du point de vue des régulés. Au Royaume-Uni, du point de vue des régulés, on peut affirmer que l'approche *Principle based* est favorisée, car la FSA fixe « les

¹⁷¹⁰ Cf. Jacques Van Compernelle, « Vers une nouvelle définition de la fonction de juger : du syllogisme à la pondération des intérêts », in *Nouveaux itinéraires en droit. Hommage à F. Rigaux*, Bibliothèque de la Faculté de droit de l'Université Catholique de Louvain, XXII, Bruxelles, Bruylant, 1993, p. 495 et ss.

¹⁷¹¹ « (...) qui est en train de devenir un principe directeur des systèmes juridiques, voire d'engendrer une sorte de droit à la sécurité juridique au profit de chacun », Marie-Anne Frison-Roche, « Le besoin conjoint d'une régulation analogue des relations sociales et des marchés globalisés », *préc.*

¹⁷¹² Ceux-ci sont donc tenus d'agir « au mieux des intérêts des FIA ou des investisseurs des FIA qu'ils gèrent, et de l'intégrité du marché » (Art. 12. 1).

¹⁷¹³ Critie Ford, *La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes*, n^{os} 46 et 55, www.expertpanel, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n^o28.

objectifs et les principes pour le domaine à réglementer et laisse au secteur privé le soin d'affiner le processus »¹⁷¹⁴. Les cas étasuniens sont plus éloquentes à propos de cette distinction. Du point de vue du régulateur, il suit la même approche de *Principle based*, le législateur fixant les objectifs à atteindre. Du point de vue des régulés, on dit que c'est l'approche *Rules based* qui est suivie, car « la SEC adopte une approche rigide dans la définition et la mise en œuvre des règles »¹⁷¹⁵.

En France, l'AMF suit la même approche rigide, mais plutôt par choix méthodologique, probablement inspiré par la tradition légaliste de ce pays. Cette autorité se borne dans son règlement général à reprendre les règles établies par le législateur. Toutefois, elle possède la faculté d'établir des principes, ce qui nous amène à analyser le sujet des auteurs des principes.

772. L'élaboration des principes. La technique est à la disposition des pouvoirs politiques et des privés. Dans ce dernier cas, ils feront partie de l'autorégulation. Les principes élaborés par les acteurs privés peuvent donner lieu à des normes qui, du point de vue de la sanction au sens restreint, font partie du droit classique ou de la *soft law*, à moins qu'elles soient reprises par les pouvoirs politiques.

773. Les régulateurs en tant qu'auteurs. Les principes généraux peuvent être contenus dans un texte de hiérarchie légale comme l'article L. 533-11 CMF cité ci-dessus. Ils peuvent être établis par le régulateur, à cet égard l'article L. 621-7 CMF ordonne « le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment : » « VI, 3° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et les conditions dans lesquelles l'Autorité des marchés financiers approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes, sans préjudice des compétences conférées à la Banque de France par l'article L. 141-4 » ; « VII.-Concernant les marchés réglementés d'instruments financiers, les entreprises de marché et les systèmes multilatéraux de négociation : 1° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés, ainsi que les règles relatives à l'exécution des transactions sur instruments financiers admis sur ces marchés (...) 3° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes multilatéraux de négociation ; 4° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des entreprises de marché dans les conditions prévues au III de l'article L. 421-11 ».

774. Les opérateurs en tant qu'auteurs. Dans un domaine différent, mais concernant la

¹⁷¹⁴ Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°8.

¹⁷¹⁵ *Idem.*

même problématique, l'*European Banking Industry Committee* (EBIC) a élaboré des principes communs pour faciliter le transfert de comptes d'une banque à une autre, principes qui, même s'ils ont été reconnus par la Commission européenne¹⁷¹⁶, restent dans le domaine de la *soft law* : ils « ne sont pas formellement obligatoires car ils ne participent pas à l'ordonnement juridique, même européen »¹⁷¹⁷.

Dans les développements suivants, nous exposerons la deuxième source de transformation de l'hypothèse des normes juridiques, et qui concerne notamment l'universalité de celle-ci. Il s'agit du droit matériel.

C. Droit matériel et universalité des règles

775. **Définition.** L'universalité des règles constitue une autre idée très courante concernant les normes juridiques, conformément à laquelle les normes ont nécessairement un contenu général et impersonnel. Cependant, comme il arrive aussi avec le principe de la détermination des règles, l'universalité a toujours été mise en cause par l'existence de règles individuelles et particulières¹⁷¹⁸. Aujourd'hui, cette idée est fondamentalement mise en cause par un autre phénomène : l'usage du dénommé droit matériel conçu comme l'opposé de ce que l'on dénomme le droit formel. Ce dernier « a trait à la forme d'un acte aux conditions et aux modes de son élaboration, non à ses conditions de fond ou à son objet »¹⁷¹⁹, alors que le droit matériel « a trait au contenu d'un acte, à son objet »¹⁷²⁰.

776. **Exemples.** Le droit matériel se caractérise par la considération, dans la formulation de certaines normes, des diverses situations qui affectent les destinataires des règles juridiques, afin de leur assurer une protection spéciale lorsque celle-ci apparaît impérative, principalement en raison de l'équité. Les normes qui protègent le contractant faible, celles qui différencient un initié d'un non-initié pour définir une infraction, celles qu'imposent des sanctions plus graves aux professionnelles, sont des exemples de cette prise en compte.

777. **Les effets sur le droit.** Comme conséquence du droit matériel, une partie des normes juridiques ont perdu leur universalité, devenant des règles progressivement spécifiques. L'éclatement du droit en branches diverses et l'essor de l'ordre public sont aussi un

¹⁷¹⁶ Commission CE, communiqué IP/08/1841, 1^{er} décembre 2008.

¹⁷¹⁷ Thierry Bonneau, « Comptes – Changement des banquiers – Principes communs EBIC », *préc.* p. 21-22.

¹⁷¹⁸ V. les nombreux exemples cités in Paul Amselk, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc. spéc.* p. 289.

¹⁷¹⁹ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, *préc.*, p. 425.

¹⁷²⁰ *Idem. préc.*, p. 579.

témoignage de cette quête d'adaptabilité¹⁷²¹ à des situations concrètes qui caractérisent le droit moderne. Ainsi, ce genre de règles a été critiqué pour mettre en cause l'égalité, autrefois assurée par la généralité et l'abstraction des textes, la loi n'étant plus dirigée vers le citoyen, « comme destinataire indifférencié de la régulation sinon aux groupes sociaux séparés »¹⁷²².

778. **Vue d'ensemble.** Affirmer que des techniques si différentes comme les standards, les principes directeurs et le droit matériel font partie d'une même catégorie (les instruments de la régulation) pourrait sembler incohérent. Cependant, la cohérence apparaît lorsque l'on considère les objectifs des nouvelles formes de régulation, notamment la quête de l'efficacité. En effet, avec le droit matériel, le législateur fait un choix et protège directement une valeur déterminée, alors qu'avec la technique des standards et des principes directeurs, le législateur laisse au juge la tâche de déterminer quelle valeur sera protégée et de quelle manière. Il faut donc se situer dans le cas concret pour déterminer quelle sera la technique la plus adéquate.

Un autre paradigme classique des normes juridiques bouleversé par les nouvelles formes de régulation est la pérennité des règles.

D. Pérennité des normes juridiques et lois d'expérimentation

779. **Notion.** Par l'expression *pérennité des normes juridiques*, nous visons la vocation des règles juridiques à être permanentes, à demeurer inchangeables. Ce paradigme a aussi été remis en cause dans la législation en général (1). Cela s'explique en partie par les nouvelles formes de régulation dont l'exemple le plus poussé est les lois d'expérimentation (2).

1. Remise en cause de la pérennité

780. **Fondements.** Le droit n'est qu'un sous-système avec des principes et des normes, et dont la fonction est de régir d'autres sous-systèmes. Pensons à la biotechnologie, à l'économie ou à un secteur économique quelconque. Pour réaliser cette tâche, le droit prend appui dans les données propres à ces sous-systèmes. Jusqu'à une certaine époque, nos sociétés étaient des sociétés pleines de certitudes. C'était le cas par exemple au Moyen Âge, alors que maintenant, notre société se caractérise parce que toute connaissance, toute donnée scientifique peut être remise en cause à tout moment. Ce changement social explique la remise en cause de la pérennité des normes juridiques¹⁷²³.

¹⁷²¹ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 17

¹⁷²² Angeles Galiana Saura, *préc.*

¹⁷²³ Laurence Boy, *Normes, préc.*, p. 17

Comme les données propres aux sous-systèmes régis par le droit sont tâtonnantes¹⁷²⁴, on ne peut que produire un droit aussi tâtonnant. Cela conforte la position selon laquelle le droit régulateur doit être le reflet du système qu'il prétend contrôler ; il finit donc par acquérir les mêmes caractères que le sous-système réglementé. Dans notre cas, les marchés financiers sont fortement évolutifs, et les instruments financiers le sont encore plus, ce qui oblige le droit à évoluer avec eux.

781. **Application aux marchés financiers.** En ce qui concerne les marchés financiers, c'est l'innovation technologique¹⁷²⁵ appliquée aux marchés qui a permis le développement rapide des nouvelles figures financières qui sont également à l'origine de la complexification des marchés.

782. **Changement de paradigme.** Prenant en compte le changement de circonstances, la pérennité des lois apparaît aujourd'hui davantage comme un empêchement ou une difficulté à surmonter. Il y a un véritable changement dans les valeurs juridiques : si, auparavant, on valorisait le droit pour sa capacité à demeurer sans réforme, aujourd'hui, ce qui est précieux, c'est la capacité des normes juridiques à évoluer et à s'adapter aux changements sociaux des secteurs qu'elles doivent gouverner. Les lois d'expérimentation sont une mise en œuvre de ce nouveau paradigme.

2. Lois d'expérimentation

783. **Un remède social.** Prenant acte des changements décrits ci-dessus, les auteurs proposent que la définition et la mise en œuvre des politiques publiques soient l'objet d'un processus de création normative du contenu, et souvent circulaire¹⁷²⁶. Les lois d'expérimentation sont un exemple de cette façon de procéder : la loi qualifiable de loi d'expérimentation est assujettie à des preuves pour être ensuite confirmée, infirmée ou adaptée¹⁷²⁷.

784. **Formes.** L'expérimentation, manifestation d'une sophistication ou rationalisation de la technique juridique, peut prendre diverses formes. Un auteur en relève deux¹⁷²⁸ : une expérimentation juridique fictive consistant en des exercices de simulation et une

¹⁷²⁴ *Idem.*, p. 19

¹⁷²⁵ Georges Daladier Abi-Rizk, *préc.*.

¹⁷²⁶ Laurence Boy, *Normes, préc.*

¹⁷²⁷ *Idem.*, p.19. Cf. Roland Drago, « Le droit de l'expérimentation », in *L'avenir du droit. Mélanges en hommage à F. Terré*, PUF-Dalloz-Juris-Classeur, 1999, pp. 229 et ss. ; Jacques Chevallier, « Les lois expérimentales. Le cas français », in C-A. Morand (dir), *Expérimentations législatives et lois expérimentales*, PUA, 1993.

¹⁷²⁸ Paul Amselek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc.* pp. 283-284.

expérimentation juridique réelle consistant à essayer une mesure juridique à titre expérimental en l'appliquant à un secteur territorial ou de la population, pour la généraliser une fois que des résultats satisfaisants sont établis et que les modifications qui semblaient nécessaires ont été apportées. Il nous semble que cette dernière condition n'est pas *sine qua non* et que la mesure expérimentée pourrait s'appliquer de façon généralisée.

Aux États-Unis, le principe qui ou qu'inspire l'expérimentation est établi, en quelque sorte, par le système d'analyse de la qualité régulatrice *RIA* (« *regulatory impact assessment* ») : chaque fois que le *statu quo* est soumis à un changement, différentes entités étatiques doivent justifier leur action en les soumettant à un contrôle de qualité¹⁷²⁹.

Le Chili a mis en place un système semblable à l'égard de sa réglementation des PME¹⁷³⁰. Au niveau international, le GAFI et l'OICV ont mis en place des procédures d'évaluation de la normativité qu'ils proposent¹⁷³¹.

785. **Présumé.** Bien entendu, on n'a recours aux lois d'expérimentation que dans les cas où il n'y a pas de consensus sur le contenu de la législation, ou lorsque les données sur lesquelles se fonde la législation sont encore tâtonnantes. Pendant la phase des preuves, la législation peut être soumise au contrôle des « comités de veille »¹⁷³², ayant la tâche d'évaluer l'efficacité et l'adaptation de la législation à preuve.

La législation communautaire fait usage de la technique de l'expérimentation lorsqu'elle prévoit le réexamen de la législation qu'on est juste en train d'édicter. Par exemple, la directive 93/6/CEE du Conseil du 15 mars 1993 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit prévoyait sa révision dans un délai de trois ans à compter de sa mise en application. Cette révision devait se réaliser en tenant compte de l'expérience, de l'évolution des marchés financiers et des travaux effectués dans les enceintes internationales des autorités de réglementation.

Les règles de sources privées peuvent aussi être soumises à l'expérimentation et à l'évaluation. Par exemple, les codes de gouvernement d'entreprise élaborés en France par la AFEP/MEDEF. En effet, le principe même d'« appliquer ou s'expliquer » peut être analysé « comme un laboratoire des meilleures pratiques en offrant aux pouvoirs publics la possibilité

¹⁷²⁹ Santiago Montt Oyarzún, « Autonomía y responsividad: Dos expresiones de la vocación juridificadora del Derecho Administrativo y sus principios fundamentales », *Documento de trabajo* n°4, Centro de Regulación y Competencia, Facultad de Derecho, Universidad de Chile, pp. 23, *spéc.* p. 16. Disponible in <http://www.regcom.uchile.cl/inicio/trabajos/documentos-de-trabajo/documento-de-trabajo-4>

¹⁷³⁰ Artículo 5° de la Ley 20.416, Ley para las Empresas de menor tamaño.

¹⁷³¹ V. *Supra* N°630.

¹⁷³² Laurence Boy, *Normes, préc.*

d'observer l'évolution et l'appréhension des standards de place par le marché, une étude d'impact *in vivo*, en quelque sorte, permettant de déterminer s'il est justifié d'emprunter la voie législative »¹⁷³³.

Dans les paragraphes précédents, nous avons analysé l'infléchissement de l'universalité, de la généralité et de la pérennité des normes juridiques réalisé afin de satisfaire les besoins de la régulation économique ; nous examinerons ci-après les effets que ledit infléchissement produit dans le droit contemporain.

§2. Les effets produits par les instruments de la régulation sur le droit

786. **Plan.** Nous sommes aujourd'hui en présence d'un système juridique qui cherche à évoluer pour s'adapter aux contraintes posées par la globalisation, mais qui demeure imparfait. Les imperfections constatées résident principalement dans deux tendances fortes du droit moderne : l'accroissement du volume normatif et la complexité exacerbée du droit, tous les deux sources d'insécurité juridique (A) dont les nouvelles formes de régulation pourraient éventuellement être la source (B).

A. Bouleversement de la sécurité juridique

787. **Notion.** Le vocabulaire juridique, à notre grande surprise, ne définit pas la sécurité juridique¹⁷³⁴. La notion fait référence à un principe du droit impliquant « que les citoyens soient, sans que cela appelle de leur part des efforts insurmontables, en mesure de déterminer ce qui est permis et ce qui est défendu par le droit applicable. Pour parvenir à ce résultat, les normes édictées doivent être claires et intelligibles, et ne pas être soumises, dans le temps, à des variations trop fréquentes, ni surtout imprévisibles »¹⁷³⁵. Elle protège donc les citoyens contre les effets négatifs du droit, en particulier contre les incohérences ou la complexité des normes ou leurs changements trop fréquents.

Quelles sont les conditions de la sécurité juridique (1) ? Existe-t-elle en droit des marchés financiers (2) ? Voilà les questions que l'on doit analyser.

¹⁷³³ Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, *préc.* p. 392.

¹⁷³⁴ Thomas Piazzon, *La sécurité juridique*, préf. L. Leveneur, « coll. de Thèses », Defrénois, Lextenso, 2009, 638 pp. ; Laurence Boy *et al.*, *Sécurité juridique et droit économique*, Larcier, 2008, 586 pp.

¹⁷³⁵ Rapport public du Conseil d'Etat 1991, cité in <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/qualite-normes-securite-juridique-index.shtml/qualite-normes-securite-juridique-securite-juridique.shtml>

1. Conditions de la sécurité juridique

788. **Exigences.** Selon un auteur espagnol¹⁷³⁶, la sécurité juridique est définie par le respect de deux exigences : la formulation correcte des normes (correction structurelle) et le respect du droit de la part de ses destinataires (correction fonctionnelle), notamment par les organes chargés de l'appliquer.

Parmi les conditions de la correction structurelle se trouvent : la *lex manifesta*, conformément à laquelle les normes doivent être compréhensibles, sans expressions obscures, équivoques, ambigües ; la *lex plena*, sans lacunes ; la *lex stricta*, la loi doit se restreindre à des normes générales et abstraites ; la *lex previa*, les citoyens doivent avoir la possibilité de déterminer les conséquences de leurs comportements ; et la *lex perpetua*, qui octroie au système juridique de la stabilité¹⁷³⁷.

789. **Consécration.** Le principe de sécurité juridique a été reconnu en France au niveau infra réglementaire¹⁷³⁸ par un arrêt du Conseil d'État du 24 mars 2006¹⁷³⁹, indiquant notamment qu'une nouvelle réglementation ne doit pas porter une atteinte excessive aux contrats en cours. Les exigences posées par la sécurité juridique peuvent en tout cas être liées à d'autres principes. Ainsi, la détermination et la certitude des règles, dont celles qui posent des sanctions, sont considérées comme des manifestations de l'autolimitation nécessaire du *ius puniendi* étatique. On dit aussi que la détermination et la certitude des règles sont des conditions pour maintenir la séparation des pouvoirs, car lorsqu'elles ne sont pas respectées, le juge peut se permettre de faire une interprétation quelconque de la norme, envahissant le terrain du pouvoir législatif¹⁷⁴⁰.

2. Sécurité juridique dans le droit des marchés financiers

790. **Complexité.** Depuis longtemps, le système juridique se voit accusé de ne pas satisfaire l'impératif de la sécurité juridique : « Opacité et incertitude sont devenues des

¹⁷³⁶ Pérez Luño, *La seguridad jurídica*, cité in Angeles Galiana, *préc.*

¹⁷³⁷ *Idem.*

¹⁷³⁸ V. Vincent Jamet, Note d'analyse des travaux scientifiques, Résumé de thèse, « De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière », *Thèse Nice Sophia-Antipolis*, 2007, 857 pp., *spéc.* p. 5.

¹⁷³⁹ CE, 24 mars 2006, n°288460, *KPMG et autres*, Concl. Y. Aguila, *RFDA* 2006, p. 463 ; *JCP G* 2006, II, 10113, Paul Cassia, « La sécurité juridique, un nouveau principe général du droit à multiples facettes », *Dalloz*, 2006, p. 1190.

¹⁷⁴⁰ Claus Roxin, *Derecho Penal. Parte General* (Civitas, Madrid 1997), pp. 144-145, cité in Santiago Montt Oyarzún, *préc. spéc.* p. 6.

attributs évidents de l'ordonnement juridique »¹⁷⁴¹, a-t-on affirmé. Le droit des marchés financiers établi dans le Code monétaire et financier et complété par des lois telles que la Loi relative aux nouvelles régulations économiques, la Loi de sécurité financière et la Loi de régulation bancaire et financière s'érige comme le paradigme d'un droit complexe, voire incompréhensible. Nous citerons quelques matières récemment réglementées pour appuyer cette affirmation.

791. **Rémunérations.** Les règles, particulièrement européennes, posées en matière de politiques de rémunération dans le secteur des services financiers¹⁷⁴² et celles françaises concernant la rémunération du personnel dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement, ont pu être qualifiées de « trop complexes »¹⁷⁴³.

792. **Qualification de l'investisseur.** C'est un sujet qui engendre plusieurs controverses dues au manque d'homogénéité dans le langage utilisé par le législateur. Celui-ci fait parfois mention de l'investisseur qualifié et de l'investisseur non qualifié et, d'autres fois, du client professionnel et du client non professionnel. La jurisprudence évoque l'investisseur averti et l'investisseur non averti¹⁷⁴⁴. Les difficultés que pose la qualification de l'investisseur ne semblent pas résolues avec les dernières réformes¹⁷⁴⁵.

793. **Répartition du contentieux.** Les critères de répartition du contentieux entre les deux ordres de juridictions ont engendré des incertitudes au sujet de l'organe compétent pour connaître un recours, par exemple, lorsqu'il s'agit des prestataires agréés par des régulateurs étrangers¹⁷⁴⁶. Il y a aussi un risque de divergence de jurisprudence pour des manquements similaires, par exemple, lorsqu'il s'agit de connaître un manquement d'initié, cas où la Cour d'appel de Paris sera compétente pour se prononcer à l'encontre de personnes ayant utilisé l'information, alors que le Conseil d'État sera compétent pour se prononcer à l'encontre du professionnel ayant transmis l'information¹⁷⁴⁷.

794. **Le pouvoir de sanction du régulateur.** C'est peut-être l'exemple le plus probant de

¹⁷⁴¹ Spiro Simitis « Crisis de la información en el Derecho y sistemas automatizados de documentación jurídica ». Trad. de A.E. Pérez Luño, in *Problemas actuales de la documentación y la informática jurídica*, Madrid, 1987, pág. 54.

¹⁷⁴² Recommandation n°2009/384/CE, 30 avril 2009. V. Thierry Bonneau, in *RD. banc. et fin.* 2009, comm. 146.

¹⁷⁴³ Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *préc.*

¹⁷⁴⁴ Hélène Aubry, Natasha Sauphanor-Brouillaud, *préc.*

¹⁷⁴⁵ Stéphanie Saint-Pé, Jérôme Herbet, Refonte du placement privé à la française et modification de la notion d'investisseur qualifié : des zones floues pour les investisseurs comme pour les gérants, *Bull. Joly Bourse*, 1 Mars, 2013, N°3, p. 41, *spéc.* partie II.

¹⁷⁴⁶ Marielle Cohen-Branche, *préc.* p. 913.

¹⁷⁴⁷ *Idem.*, p. 914.

la complexité du do maine financier, complexité qui, de surcroît n'a pourtant pas intrinsèquement de raison d'être et qui, de plus, touche à la question ô combien cruciale des sanctions. Nous nous référons à l'article L. 621-15 CMF qui consacre le pouvoir de sanction de l'AMF. Depuis la loi de sécurité financière (2003), il a été modifié deux fois en 2005, trois fois entre 2007 et 2009 et aussi en 2010 par la loi de régulation bancaire et financière et qui, malgré ces modifications : « Par sa longueur, sa complexité et ses ambiguïtés, cet article est l'archétype de la mauvaise législation ; le législateur vient de manquer une nouvelle fois l'occasion d'en améliorer la rédaction, en supprimant les tares dont il est affecté »¹⁷⁴⁸.

Un exemple encore plus flagrant d'insécurité juridique se trouve dans la perspective institutionnelle des nouvelles formes de régulation : l'interdiction des ventes à découvert formulée par l'AMF, à travers un communiqué, alors même qu'elle ne disposait pas de la faculté de formuler une telle interdiction¹⁷⁴⁹.

On peut aussi citer les nouvelles règles en matière d'OPA¹⁷⁵⁰ adoptées en octobre 2010, alors que les dispositions relatives aux offres publiques contenues dans le règlement général avaient déjà été modifiées en août 2010¹⁷⁵¹ ; les difficultés pour élaborer une définition conceptuelle des PRIPs (*Package Retail Investment Products*)¹⁷⁵² ou les difficultés relatives au transfert de propriété¹⁷⁵³.

Au Chili, on a critiqué la difficulté existante pour déterminer avec certitude la normativité administrative en vigueur et les normes légales qui habilitent l'administration à la fixer. On constate l'existence de normes qui semblent être en vigueur, mais qui ne le sont pas¹⁷⁵⁴. Cette question a été abordée en France par l'art. 16-1 de la loi relative aux droits des citoyens dans leurs relations avec les administrations¹⁷⁵⁵. L'autorité administrative est tenue, d'office ou à la demande d'une personne intéressée, d'abroger expressément tout règlement illégal ou sans

¹⁷⁴⁸ Yann Paclot, « L'article L. 621-15 toujours recommencé... » Focus, *RD. banc. et fin.*, n°6, novembre 2010.

¹⁷⁴⁹ Thierry Bonneau, « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », *préc.* Hubert de Vauplane, *et all.* « Ventes à découvert - Interdiction (non) - Restrictions (oui) », *préc.*

¹⁷⁵⁰ Loi du 22 octobre 2010.

¹⁷⁵¹ Arrêt du 20 août 2010. Cf. Thierry Bonneau, « OPA : la légalité est restaurée », *RD banc. et fin.*, n°5, septembre 2010, focus 20.

¹⁷⁵² V. Frédéric Lacroix, « Le renforcement du contrôle de la commercialisation de produits d'investissement : l'initiative PRIPs », *RD. banc. et fin.* n°1, janvier 2011, étude 9, pagina 4.

¹⁷⁵³ V. Thierry Bonneau et France Drummond, *op. cit.* n°90 et n°664 ; Frédéric Nizard, « Le transfert de propriété des valeurs mobilières : une réforme inachevée », *Sociétés*, 2004, p. 619 ; Didier R. Martin, « Valeurs mobilières : défense d'une théorie », *D.* 2001, Chron. p. 1228 ; « La Théorie de la scripturalisation », *D.* 2004, Chron. p. 1702, tous cités in Thierry Bonneau, « Portée, Inscription en compte », *RD. banc. et fin.* n°3, mai 2008, comm. 94.

¹⁷⁵⁴ José Manuel Díaz de Valdés, *préc.* n°5.

¹⁷⁵⁵ Art. 1 de la Loi n° 2000-321 du 12 avril 2000, créé par LOI n°2007-1787 (relative à la simplification du droit) du 20 décembre 2007.

objet, que cette situation existe depuis la publication du règlement ou qu'elle résulte de circonstances de droit ou de fait postérieures à cette date.

Est-ce que ces difficultés ont un lien avec les nouvelles formes de régulation ?

B. Rapports entre les nouvelles formes de régulation et la sécurité juridique

795. **Plan.** La méconnaissance de la sécurité juridique est une critique qui n'est pas exclusive au droit des marchés financiers. Toutefois, elle est en grande partie imputable aux nouvelles formes de régulation (1) ce qui admet, bien sûr, des nuances (2).

1. Techniques en question

796. **Exemples.** Plusieurs mécanismes faisant partie des nouvelles formes de régulation ont été accusés d'être la cause du désordre normatif. Nous en citerons quelques-uns.

- La multiplicité de sources du droit des marchés financiers : en matière de régulateurs, on trouve une jurisprudence européenne et une jurisprudence nationale¹⁷⁵⁶. Le droit matériel est aussi en question. En effet, la loi classique édictée par l'État faisait partie d'une continuité immuable et typique. C'est pour cela qu'elle pouvait maintenir la généralité¹⁷⁵⁷, alors que les lois spéciales édifient un autre droit « plus changeant et éphémère, mais porteur d'exigences et de critères de régulation inconnus par le vieux système »¹⁷⁵⁸.

Dans les sources de cette complexité, on doit comprendre tous les phénomènes qui déplacent la compétence normative dès son pôle apparemment naturel (le pouvoir législatif) à d'autres pôles tels que les normes internationales, le pouvoir réglementaire des régulateurs, etc. Ce déplacement rend difficile la tâche de déterminer avec précision les normes qui régissent une situation donnée¹⁷⁵⁹.

- Les lois d'expérimentation, ainsi voulues au moment de leur édicition ou ainsi résultantes, contribuent à la multiplication croissante des règles (inflation législative)¹⁷⁶⁰ et au phénomène d'adaptation permanente des textes généraux.

¹⁷⁵⁶ V. la jurisprudence citée dans la première partie de ce travail, spécialement les paragraphes dédiés aux régulateurs et la quête de légitimité.

¹⁷⁵⁷ Gonzalo Maestro Buelga, « Negociación y participación en el proceso legislativo », *Revista de Derecho Político*, n°32, 1991, pág. 78. Traduction par nous.

¹⁷⁵⁸ Natalino Irti, *La edad de la descodificación*. Traduction par nous.

¹⁷⁵⁹ Spiro Simitis, *préc.*

¹⁷⁶⁰ Cf. Jean Carbonnier « L'inflation des lois » in *Essais sur les lois*, Paris, Répertoire du Notariat Defrénois, 1979, p. 1207 et ss. ; Nicolas Nitsch, « L'inflation juridique et ses conséquences », *Archives de Philosophie du droit*, vol. XXVII, 1982, pp. 161-179 ; René Savatier, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », *D.*, 1977, Chron., p. 43 et ss ; Alain Viandier « La crise de la technique législative », *Droits*, 1986, n°4, p. 75-80.

- Les lois résultant d'un processus de négociation peuvent aussi être complexes, obscures, voire chaotiques, comme conséquence de la corrélation des forces intervenant dans son élaboration¹⁷⁶¹.

- La mise en œuvre des standards et des principes directeurs a aussi été relevée. On n'a pas su bien définir les situations où la souplesse et l'adaptation devraient prévaloir sur la certitude et la restriction du pouvoir discrétionnaire et à l'inverse¹⁷⁶². Un auteur explique cela en signalant le besoin de distinguer, par exemple, les différentes catégories d'acteurs concernés avant d'appliquer une technique, car il y a des acteurs « qui disposent de ressources suffisantes pour apprécier individuellement leur situation par rapport aux principes généraux, et les PME et prestataires de services d'investissement spécialisés qui "ont un besoin fort de clarté et de cohérence dans l'application des règles par les services de l'AMF. Pour ces derniers intervenants, des règles objectives ou des positions très précises d'interprétation formant une doctrine rendue publique, ont une utilité évidente dès lors qu'elles permettent à ces acteurs de se prévaloir d'une présomption de légitimité dans leur conduite, et évitent des interprétations incohérentes ou de s demandes qui pourraient aller au-delà des objectifs législatifs ou réglementaires" »¹⁷⁶³.

En ce qui a trait à la perspective institutionnelle des nouvelles formes de régulation, il faut remarquer les difficultés engendrées par la définition et le contenu des garanties auxquelles sont soumis les régulateurs. L'absence d'un code de procédure administrative non contentieuse est un élément qui explique ce désordre ; sa création est donc hautement souhaitable.

2. *Relativisation de l'imputation*

797. **La législation en cause.** Les causes de l'insécurité juridique ne pourraient pas être restreintes aux nouvelles formes de régulation, bien au contraire ! La plupart du temps, c'est plutôt la législation, la loi qui est en cause¹⁷⁶⁴. Le Professeur Viandier parle par conséquent d'une « crise de la *législation* »¹⁷⁶⁵. En effet, on ne peut pas méconnaître que la réglementation, c'est-à-dire une forme de régulation classique, est le principal instrument

¹⁷⁶¹ Angeles Galiana, *préc.*

¹⁷⁶² Critie Ford, *La réglementation des valeurs mobilières fondée sur des principes*, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*

¹⁷⁶³ Réponse d'Euronext à la consultation « pour une meilleure régulation », www.amf-france.org/documents/general/7466_1, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°29.

¹⁷⁶⁴ L'usage si prolifique de cet instrument étant associé à la nature interventionniste de l'État social de droit. Angeles Galiana, *préc.*

¹⁷⁶⁵ Italiques par nous. Alain Viandier, « La crise de la technique législative », *préc.*

utilisé pour produire progressivement des textes normatifs détaillés dans l'ambition de précision. Ainsi, le phénomène de superproduction du droit n'appartient pas aux nouvelles formes de régulation ; il fait plutôt partie de la technique juridique de l'État providence en vogue jusqu'à l'apparition de l'État régulateur¹⁷⁶⁶. Déjà, en 1977, on parlait d'inflation législative¹⁷⁶⁷.

798. **La contradiction constatée.** Nous avons pu constater que les systèmes juridiques contemporains sont critiqués à plusieurs titres et parfois de façon contradictoire, parce que la crise a mis en évidence tant les défaillances de la réglementation publique fondée sur les principes, que celles de la réglementation publique fondée sur les règles¹⁷⁶⁸, distinction qui, .rappelons-le, est classique en matière de régulation.

Ainsi, d'un côté on défend la mise en œuvre de règles générales et abstraites propres au système juridique classiquement entendu, dans lequel le rôle du juge était de les faire appliquer avec soumission, donnant ainsi prévisibilité et stabilité. Les normes mises en œuvre en vertu des nouvelles formes de régulation telles que les standards ne font que renforcer le pouvoir d'appréciation du juge¹⁷⁶⁹. L'application des standards est en effet caractérisée par l'originalité qui résulte de son application par le juge, lequel statue parfois même *contra legem*¹⁷⁷⁰. Il suffit de réviser la jurisprudence relative à la mise en œuvre des standards ou des codes de conduite, pour s'en assurer. On affirme donc une certaine imprévisibilité dans le droit contemporain, une normativité au cas par cas, et une relativité du jugement¹⁷⁷¹ obéissant à des valeurs qui varient en fonction des « registres de justification dominants »¹⁷⁷².

D'un autre côté se trouvent ceux qui envisagent une mise en péril de la sécurité juridique¹⁷⁷³, comme conséquence du retrait du pouvoir d'appréciation des juges, afin d'incorporer les normes éthiques dans le droit positif. Pour ceux-ci, l'admission (automatique) des fautes

¹⁷⁶⁶ Cf. Le Professeur Paul Amssek démontre l'augmentation de la production normative : en 1867 les normes publiées dans le *Journal officiel* occupaient 1065 pages, 1200 pages en 1920, alors qu'en 1981, ils en occupaient 15.000. Paul Amssek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc.*, *spéc.* p. 281.

¹⁷⁶⁷ René Savatier, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », *préc.* En 1979, Jean Carbonnier parlait de « L'inflation des lois », Jean Carbonnier « L'inflation des lois » *préc.*.

¹⁷⁶⁸ Bien entendu, aucun système de régulation n'est *pur* du point de vue de cette classification. Il y a ainsi des approches réglementaires « davantage fondées sur des principes » ou « davantage fondées sur des règles ». Critie Ford, cité in Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*, n°28.

¹⁷⁶⁹ Dominique Schmidt, « À propos de la jurisprudence, source du droit des affaires », *Dalloz Affaires*, 2004, p. 2130.

¹⁷⁷⁰ Cass. com. 31 mars 2004, *D.* 2004, Jur. p. 1961, note D. Caramalli.

¹⁷⁷¹ Aïda Bennini, *préc.* p. 509.

¹⁷⁷² *Idem.* p. 511.

¹⁷⁷³ Cass. Com. 29 avril 1997, *D.*1997, p. 459, note Y. Serra 83 Cass. Civ. 1^{ère} 18 mars 1997, *RTD civ.*1999, p.117, obs. J. Mestre

déontologiques comme faute civile constitue une démarche contestable qui retire au juge tout pouvoir d'appréciation, alors que normalement, c'est le juge qui, analysant la finalité de la règle, détermine si elle constitue un devoir.

799. **Les sources de la contradiction.** À notre avis, ces remarques contradictoires reposent sur deux faits :

- la quête de flexibilité et d'efficacité par le droit, objectif qui ne lui est pas propre, mais qui résulte de l'appropriation des besoins économiques. La conciliation entre ces objectifs et la quête de sécurité juridique n'est pas aisée, ce qui explique la défaillance de certaines normes obéissant à cette logique dans son objectif de garantir la sécurité juridique ;
- Les défaillances, tant de la doctrine que de la jurisprudence : aucune des deux n'ayant réalisé une tâche de systématisation du droit régulateur.

800. **Liens.** Seuls deux liens peuvent être légitimement établis entre cette crise et les nouvelles formes de régulation : le premier réside dans le fait que l'élaboration des normes est en grande partie laissée entre les mains des techniciens, lesquels considèrent la norme juridique comme une variété de normes techniques¹⁷⁷⁴ ; le deuxième réside dans la négociation des normes : la quête de satisfaction d'intérêts divergents engendrant l'hypertrophie des normes et leur complexification.

Il nous semble que le remède à ce problème doit être cherché du côté de l'évaluation de la législation en préparation et, notamment, du principe de la pédagogie¹⁷⁷⁵ et de l'information comme instrument de contrôle. Ces deux éléments font partie des nouvelles formes de régulation. Ils constituent un apport pour le système juridique dont l'usage doit être encouragé, principalement pour renforcer la sécurité juridique à travers la diffusion du droit et la meilleure connaissance de celui-ci. Deux couples s'établissent donc :

1. *Jurisprudence et motivation.* La jurisprudence a aussi un rôle à jouer en systématisant le droit régulateur. Cette tâche pourrait être réalisée à travers la motivation¹⁷⁷⁶, justifiant les facteurs fondamentaux des décisions individuelles. Un exemple de cette démarche et de la quête de sécurité juridique se trouve dans la jurisprudence de la Cour suprême

¹⁷⁷⁴ Angeles Galiana, *préc.*

¹⁷⁷⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », *préc.* n°23 : « On peut y voir un complément du principe de la sécurité juridique (...) ».

¹⁷⁷⁶ Cf. Association Henri Capitant, Collection de travaux de l'association : journées nationales, Tome III, année 1998 – Journée de Limoges : « La motivation », LGDJ 2000, 150 p. ; Jean-Jacques Daigre, *et alli.*, *Le contrôle démocratique des autorités administratives indépendantes à caractère économique*, Paris, Economica, 1re éd. 2002, 64 p.

étasunienne¹⁷⁷⁷. Celle-ci a essayé, car quelques doutes demeurent¹⁷⁷⁸, de mettre fin aux doutes engendrés, par exemple, par l'application extraterritoriale de la loi, en proposant aux cours inférieures un test plus clair, car son application ne requiert pas une investigation factuelle compliquée¹⁷⁷⁹, afin d'éviter le *forum shopping*. Ce genre de démarche pourrait pallier l'insuffisance des dispositifs de contrôle démocratique des régulateurs.

2. *Régulateur et information*. La même tâche de systématisation pourrait être réalisée par les régulateurs eux-mêmes, par exemple, à travers le perfectionnement des rapports transmis au pouvoir législatif. Nous avons déjà évoqué la question au moment d'analyser l'information comme instrument de régulation : le rapport annuel doit être l'occasion, pour chaque autorité, d'exposer les règles qu'elle applique et la façon dont elle les applique. Cela permettrait aux rapports de répondre vraiment aux exigences de transparence et de sécurité juridique¹⁷⁸⁰.

C'est cette voie que semble suivre l'AMF lorsque, dans le souci d'améliorer la lisibilité de sa doctrine, elle a publié un document contenant certaines règles de présentation de sa doctrine et d'accès à celle-ci¹⁷⁸¹. Le document, après avoir défini les différents instruments dans lesquels sa doctrine peut être contenue, exige que le titre indique explicitement la nature (instruction, position, recommandation, pratique de marché admise ou rescrit), les textes de référence explicités dans le document, comme il est exigé que le vocabulaire employé soit cohérent avec la nature et la portée du document.

801. **Conclusion.** Encore une fois, les arguments pour soutenir les techniques propres aux nouvelles formes de régulation sont mis en controverse par les crises des marchés financiers passées et en cours, et maintenant, par l'analyse du système juridique en vigueur. On peut en effet soutenir que la complexité de la matière financière qui expliquait le recours fait à l'implication du privé, à l'immixtion des professionnels au sein des autorités de la régulation, le recours à la consultation, etc., n'a pas eu comme résultat une législation plus efficace ni plus claire.

Jusqu'ici, nous avons analysé certains bouleversements infligés aux caractéristiques des

¹⁷⁷⁷ Morrison v. Australia Bank Ltd. 561 U.S. (2010).

¹⁷⁷⁸ Cf. Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge ? », *préc.*

¹⁷⁷⁹ « (...) une sorte de "bright line standard" », Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd: l'espoir d'un nouvel âge ? », *préc.* Pour analyser l'interprétation des lois réalisées par les régulateurs, les Américains ont créé le test *Chevron*. V. José Francisco García García, Sebastián Soto Velasco, « Una mirada constitucional al diseño constitucional chileno : impacto sobre el proceso legislativo y la acción de los grupos de interés », *Rev. Ius et Praxis*, v. 15, n°1, Talca 2009, pp. 353-372.

¹⁷⁸⁰ Rapport d'office parlementaire, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié ». Recommandation n° 27, *préc.*

¹⁷⁸¹ AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », *préc.*

normes juridiques, afin de satisfaire aux besoins de la régulation économique ; dans les développements suivants, nous analyserons une autre façon de satisfaire lesdits besoins constitués par l'usage des piliers du droit comme instruments de la régulation.

Chapitre 2 : Les piliers du droit comme instruments de régulation

802. **Antécédents.** C'est l'école américaine de la *Law and Economics* qui, à travers différents travaux académiques relatifs à l'analyse économique du contrat et de la responsabilité, a permis de concevoir le contrat et la responsabilité comme des instruments suffisants et naturels pour réguler le fonctionnement des marchés. Selon cette école, pour organiser l'économie de marché, il suffit de compter sur le droit des contrats, le droit de la responsabilité, la garantie du droit de propriété et le droit de saisir un juge¹⁷⁸². Rien de plus ne serait nécessaire. Cela a conduit à un « accroissement de la prise de conscience de la capacité régulatrice du droit privé »¹⁷⁸³.

Cependant, l'encadrement du commerce contemporain pose de sérieuses difficultés, à tel point que le fait de compter sur tous ces éléments ne va pas toujours de soi. Ainsi, cette conception n'a été retenue dans l'absolu dans aucun marché régulé, chacun faisant appel à d'autres outils ou mécanismes, comme nous avons pu le constater dans les développements précédents. Cela ne nous empêche pas de valoriser la nouvelle place accordée aux procédures contractuelles (Section 1) et à la responsabilité (Section 2) comme instruments de régulation économique.

Section 1 : Le contrat comme instrument de régulation

803. **Deux nouvelles fonctions.** C'est à la fin du xx^e siècle que l'on a commencé à utiliser le contrat comme instrument de régulation, et cela de deux façons : d'abord, parce que le législateur a abandonné l'unilatéralisme existant dans l'élaboration des règles et a donné aux régulateurs le pouvoir de les adopter avec l'accord de leurs destinataires ; ensuite, parce qu'on a utilisé le contrat pour ouvrir à la concurrence certains marchés imprégnés des barrières d'entrée telles que les industries des réseaux. Dans celles-ci, le contrat est devenu l'instrument naturel pour articuler la relation entre le gestionnaire du réseau et l'agent qui a besoin de celui-ci pour développer son activité. Ces secteurs seront dorénavant articulés sur la base des

¹⁷⁸² Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc.*, *spéc.* p. 60.

¹⁷⁸³ Fabrizio Cafaggi, « Gouvernance et responsabilité des régulateurs privés », *préc.* p. 114.

contrats et non sur le seul jeu du marché.

804. **Conséquences sur le système juridique.** Les rapports entre la régulation et le contrat peuvent être analysés de différents points de vue. On peut s'interroger d'abord sur l'impact de la régulation sur le droit des contrats, plus spécifiquement sur les changements apportés à la théorie générale du contrat par toutes les réglementations qui ont recours aux nouvelles formes de régulation, afin de mettre en œuvre les fonctions citées ci-dessus. En effet, la régulation des différents secteurs économiques a introduit différentes règles qui transforment peu ou prou la conception du contrat¹⁷⁸⁴. Le sujet est si vaste que dans le domaine des marchés financiers, il a récemment fait l'objet d'une thèse¹⁷⁸⁵. Le même genre d'études existe dans d'autres secteurs régulés. Notre étude restreinte aux instruments de la régulation nous permet de nous limiter à l'analyse du contrat comme instrument de régulation en général (§1) et dans les marchés financiers en particulier (§2), en laissant de côté les effets que la régulation en général a produits sur les contrats plus classiques conclus entre les opérateurs.

§1. Les fonctions du contrat dans la régulation

805. **Plan.** Nous allons exposer comment le contrat a été utilisé pour réguler l'économie, en analysant tout d'abord les contrats comme sources des règles (A), et ensuite l'usage du contrat afin d'instaurer la concurrence dans les marchés naturellement monopolistiques (B).

A. Contrat : source des règles

806. **Autorité et opérateurs.** Les contrats conclus entre l'autorité et les opérateurs peuvent être la source de normes soit générales (1) soit particulières (2).

1. Contractualisation dans l'élaboration des normes générales

807. **Définition.** Lorsque nous utilisons l'expression « normes générales », nous visons les règles juridiques « s'appliquant à toute une série de cas semblables, posées en termes abstraits, impersonnels et de portée permanente »¹⁷⁸⁶.

808. **Mise en œuvre.** Parfois, les normes destinées à régir les secteurs régulés sont le

¹⁷⁸⁴ La réglementation concernant ce genre de contrats n'a pour effet que de bouleverser la théorie générale du contrat, notamment parce que la liberté de déterminer le contenu du contrat est remise en cause par le contenu prédéterminé imposé à certains contrats, et par les facultés des régulateurs à réglementer ce contenu. Ces limitations remettent en cause le principe de l'autonomie de la volonté, aussi bien dans la force obligatoire des volontés contractuelles que dans la souveraineté de la volonté ou liberté de s'engager par un contrat.

¹⁷⁸⁵ Anne-Catherine Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, 1^{ère} éd. Paris, Economica, 2007, pp. 644. V. aussi Sébastien Bonfils, *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*, coll. Droit et économie, Paris, LGDJ, 2005, 371 pp.

¹⁷⁸⁶ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, préc. p. 441, V^o général (règle).

résultat d'un accord entre les opérateurs privés qui agissent dans le secteur en question et le régulateur public. Ces cas sont analysés par le Professeur Frison-Roche¹⁷⁸⁷ comme une forme de contractualisation de l'adoption de règles générales¹⁷⁸⁸.

809. **Opportunité.** La contractualisation dans l'adoption des règles est opportune dans les cas où il est nécessaire d'organiser la prise en compte des divers intérêts, parfois contradictoires : le modèle contractuel s'y prête donc bien, parce que la fonction du contrat est précisément d'articuler des intérêts contradictoires. Il est légitime de se demander pourquoi cette prise en compte est nécessaire, alors qu'elle ne s'impose guère dans le droit commun. Le critère de l'efficacité est encore une fois déterminant dans ce choix. En effet, on a avancé que la participation du privé ne serait qu'une réponse aux faiblesses du régulateur, lequel, dans certains cas, se trouve tout simplement empêché d'établir une régulation efficace à cause, principalement, des asymétries d'information.

En effet, la régulation ne se restreint pas au cas des réseaux et des monopoles économiquement naturels ; elle est aussi nécessaire dans tous les cas d'asymétrie d'information. « Elle a alors pour ambition d'extraire de force l'information, grâce à la technique-clé de la transparence qui rend l'information toujours disponible, puisque son titulaire doit la donner à voir, ce qui brise ce que les économistes désignent les "rentes informationnelles". Cela concerne plus particulièrement la régulation des marchés financiers et la régulation des relations entre les agents et leurs mandataires (*agency theory*) »¹⁷⁸⁹.

Donc, la passation du contrat se manifeste comme seul moyen de dicter une régulation efficace, faute de meilleurs moyens permettant l'unilatéralité dans l'édiction des règles.

2. Contractualisation des règles individuelles

810. **Définition.** On entend que la règle individuelle est celle « qui ne concerne qu'une personne déterminée »¹⁷⁹⁰ et qu'en tant que règle, elle est obligatoire. Certaines règles à caractère individuel sont soumises à une sorte de contractualisation à travers divers procédés. Voyons-en quelques-uns.

811. **La contractualisation *ex ante*.** Il s'agit des cas où la règle à respecter est soumise à un ajustement entre celui qui est censé l'élaborer (le régulateur) et l'opérateur qui doit la

¹⁷⁸⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation et contrat : présentation du thème et synthèse su 11^e Forum de la régulation », *LPA*, 3 mai 2005, n°87, pp. 3-10, *spéc.* p. 3.

¹⁷⁸⁸ Cf. Sandrine Chassagnard-Pinet, David Hiez (dir), *La contractualisation de la production normative*, Dalloz, Coll. Thèmes & commentaires, 2008, 352 pp.

¹⁷⁸⁹ Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* n°36.

¹⁷⁹⁰ Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, *préc.* p. 485, V^o individuel.

respecter. Un exemple se trouve dans les demandes d'agrément et dans les demandes d'autorisation pour l'exercice d'une certaine opération (telle qu'une demande d'autorisation pour réaliser une offre publique), qui contiendraient une « zone grise » préalable à la demande formelle, dans le cadre de laquelle le régulateur et l'opérateur peuvent arrêter le modèle qui servira de base à la demande postérieure¹⁷⁹¹.

D'un point de vue plus général, le contrat est un instrument d'organisation technique, mais aussi porteur de valeurs morales¹⁷⁹².

En tant qu'outil, il sert à organiser les relations économiques et sociales : « l'ingénierie financière est en réalité une ingénierie juridico-financière, sans contrats spécifiques et adaptés l'ingénierie financière n'existerait pas »¹⁷⁹³.

En tant qu'instrument porteur de valeurs morales, le contrat sert à imposer des contraintes telles que la bonne foi, la loyauté, le devoir de mise en garde plus spécifiquement, etc.

812. **La contractualisation *ex post*.** Dans ce cas, le contrat fait concurrence à la répression financière¹⁷⁹⁴, afin d'obtenir les finalités de la régulation des marchés. La contractualisation agit lorsque le fait, objet de la régulation, a déjà eu lieu ; ce fait est généralement constitué par un manquement aux règles du secteur régulé. Dans ce cas, le régulateur offre à l'opérateur fautif le choix entre la perspective d'une sanction ou une négociation, autrement dit « les opérateurs contractent avec le régulateur pour que l'ordre soit restauré et demeure à l'avenir »¹⁷⁹⁵. La transaction (composition administrative, en France) effectuée entre le régulateur et l'opérateur, laquelle peut aboutir en une procédure de sanction dans les cas où le régulateur détient ce pouvoir, est ainsi analysée comme une procédure contractualisée. Elle fait partie d'« un mouvement contemporain de contractualisation de la répression pénale, administrative et disciplinaire »¹⁷⁹⁶. En effet, dans ces cas, l'opérateur concerné assume certains engagements comme il le fait dans tout contrat¹⁷⁹⁷.

Examinons à présent la deuxième fonction du contrat dans les secteurs régulés.

¹⁷⁹¹ Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation et contrat : présentation du thème et synthèse su 11^e Forum de la régulation », *préc., spéc.* p. 4.

¹⁷⁹² Cf. Jean Paillusseau, *préc.*, n°46 et ss.

¹⁷⁹³ *Idem.*

¹⁷⁹⁴ « La contractualisation de la répression est très certainement l'avenir de la répression financière, comme elle l'est des régulations des autres secteurs, ou des politiques publiques », Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *préc.*

¹⁷⁹⁵ *Idem.*

¹⁷⁹⁶ Jean-Philippe Kovar, *préc., spéc.* p. 18.

¹⁷⁹⁷ *Idem., spéc.* p. 4.

B. Contrat : pour implanter la libre concurrence

813. **Certaines fonctions du contrat.** Sur les marchés en général, et sur les marchés financiers en particulier, s'effectuent quotidiennement des milliers de transactions. Le contrat est l'instrument utilisé pour la mise en œuvre de ces transactions. Le contrat est en effet le vecteur juridique de l'échange économique. Dans ce sens, le contrat n'est pas une forme de régulation économique, étant donné qu'il laisse aux parties le soin de définir la mise en œuvre des rapports. En revanche, l'usage du contrat passé entre les opérateurs, pour encadrer l'accès aux réseaux monopolistiques, constitue une nouvelle forme de régulation, car la finalité de ce contrat va au-delà de la définition des rapports contractuels. Il sert aussi à ouvrir à la libre concurrence différents secteurs économiques. Dans les développements suivants, nous expliquerons cette affirmation.

814. **L'arrière-plan.** Dans un marché ouvert naturellement à la libre concurrence, les opérateurs sont libres de déterminer sur quels marchés ils veulent développer leur activité d'offre de biens ou de services. Dans les marchés soumis à un monopole naturel, cette liberté n'existe pas. Il y a une seule infrastructure dont la duplication est empêchée par la rationalité économique : les opérateurs ne disposent donc pas d'un marché pour développer leurs activités.

Se posent ainsi deux données apparemment inconciliables : la liberté des marchés et le monopole naturel. La science économique a assumé la démarche de concilier ces deux réalités et elle a réussi à implanter la concurrence dans des infrastructures qui ne peuvent pas être dupliquées. Deux remèdes s'offrent à l'État : la déverticalisation des entreprises et la consécration d'un droit d'accès aux réseaux¹⁷⁹⁸ ou l'adoption d'un régime de concession¹⁷⁹⁹.

Dans la déverticalisation des entreprises comme dans le régime de concession, le contrat trouve sa place¹⁸⁰⁰.

815. **La place du contrat dans le système de concession.** Le contrat est utilisé parce qu'il

¹⁷⁹⁸ Celle-ci s'opère à travers la théorie des trois couches qui consiste à séparer la gestion du réseau, en situation de monopole et généralement sous la forme d'un service public, de l'exploitation des services destinés aux clients finaux, laquelle est ouverte à la concurrence. Le système exige que l'accès au réseau soit permis à tous ceux qui veulent fournir les services en concurrence, à travers le paiement au gestionnaire du réseau, d'une certaine somme et la régulation de l'activité monopolistique.

¹⁷⁹⁹ L'exploitation est donnée pour une durée limitée à l'entreprise qui présente la meilleure offre de prix et de qualité du service. Les économistes envisagent souvent la contractualisation dans ce système et le dénomment « contrat de régulation ». V. Hervé Dumez et Alain Jeunemaître, « Montée en puissance passée et impasses actuelles de la régulation économique européenne des industries de réseau », pp. 1-16, *spéc.* p. 5. in www.regulation.sciences-po.fr/fr/documentation/DER_2/Dumez.pdf -(L'article fait partie de la collection Droit et économie de la régulation, vol. 2, « Règles et pouvoirs dans les systèmes de régulation »).

¹⁸⁰⁰ En tout cas, ces deux mécanismes peuvent être combinés, ce que le législateur français n'a pas fait.

permet de révéler des informations au régulateur et pour inciter les opérateurs à fournir, à un moindre prix, un meilleur service. C'est ce qu'on appelle la concurrence *pour* le marché.

816. **La place du contrat dans la déverticalisation des entreprises.** En revanche, le contrat est utilisé comme une forme d'organisation des nouveaux marchés créés. C'est ce qu'on appelle la concurrence *dans* le marché.

1. Contrat et « concurrence pour le marché »

817. **Données préliminaires.** Pour mieux faire comprendre le sujet, il est nécessaire de fournir quelques données de nature économique. Tout d'abord, il faut savoir que la théorie économique de la régulation cherche l'application de deux principes¹⁸⁰¹ afin de permettre le fonctionnement d'un marché selon la logique concurrentielle : le premier consiste à séparer la gestion de l'infrastructure de la gestion des services et, lorsque cela est possible, à séparer également la production, le transport et la distribution qui devraient être gérés par des opérateurs différents. D'ailleurs, du point de vue de la régulation, on opère une séparation entre responsabilité administrative et responsabilité opérationnelle, autrement dit, on sépare la gestion et la régulation. Subséquemment, la régulation est entre les mains d'une autorité différente de l'opérateur du service (à la différence de ce qui se passait quand le service était en monopole), par exemple un auteur évoque la séparation, au Royaume-Uni, « des télécommunications et de la poste, l'institution de la British Télécom (BT) comme identité indépendante mais régulée, et la création d'une autorité administrative spécialisée, l'Office des Télécommunications (OFTEL) »¹⁸⁰².

Le second principe consiste à créer les incitations nécessaires pour permettre une gestion efficace de la part des opérateurs qui s'occupent des infrastructures, qui restent en situation de monopole.

818. **Deux fonctions pour le contrat.** Une des façons d'ouvrir le marché est d'« instaurer, entre le régulateur et l'opérateur, une relation contractuelle qui profite à celui-ci lorsqu'il améliore l'efficacité de sa gestion »¹⁸⁰³. Dans ce système, le contrat est utilisé avec deux

¹⁸⁰¹ Pour une explication plus détaillée V. *Les nouvelles régulations à l'essai*, extrait du rapport Stoffaës, « Services publics, question d'avenir », pp.,176-216.

¹⁸⁰² Giandomenico Majone, *op. cit.*, p. 22 et ss. Cela n'empêche pas que dans certains domaines le gestionnaire du service assume aussi d'une certaine façon le caractère de régulateur de « second rang ». C'est le cas des gestionnaires du réseaux de transport et distribution d'électricité et du gaz. V. Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation et contrat : présentation du thème et synthèse su 11^e Forum de la régulation *préc.* et « La maturation de la régulation énergétique par la loi du 9 août 2004 », *RLC*, n°1 novembre 2004/janvier 2005, p. 131 *spéc.* p. 133.

¹⁸⁰³ Une autre possibilité consiste à faire jouer la concurrence en faisant craindre l'arrivée de nouveaux concurrents comme on le fait dans le système des concessions. *Idem.*

finalités : révéler des informations économiques (a) ou comparer l'efficacité des différentes entreprises qui sont liées avec l'État à travers un rapport contractuel identique (b).

a) *Contrat et révélation d'information*

819. **Fonctionnement.** Tant les asymétries d'information que, plus importante encore, l'absence d'information¹⁸⁰⁴, peuvent affecter le régulateur. Pour y remédier, les économistes ont envisagé un système dans lequel l'opérateur perd de l'argent s'il cache ses informations ou s'il affiche des coûts surévalués. Ainsi, il est obligé de révéler la véritable situation de l'entreprise.

Le système consiste en la mise en place d'une concurrence entre les contrats de régulation. On propose alors aux opérateurs un menu d'options de contrats, lesquels se distinguent, par exemple, sur le plan de la rémunération du service. Au moment de choisir un contrat déterminé, l'opérateur révélera l'information qui manque au régulateur. On peut ainsi proposer un contrat dont la rémunération consiste en une prime fixe, par exemple, le *price cap*¹⁸⁰⁵, et un autre contrat dont la rémunération consiste en une marge sur le coût nommée *cost plus*¹⁸⁰⁶. Si l'opérateur choisit un contrat dont la rémunération est basée sur un plafond de prix qui, même si les coûts de production baissent, ne diminuera pas, il révèle que ses coûts sont bas ou qu'il peut les diminuer. Si l'opérateur choisit un contrat dans lequel la rémunération est fixée en fonction du coût du service, il prouve ainsi qu'il rencontre des difficultés pour diminuer les prix. C'est ainsi que l'élection d'un certain type de contrat révèle au régulateur l'information qui lui manque, notamment concernant les coûts et la performance de l'opérateur¹⁸⁰⁷.

¹⁸⁰⁴ Cf. Laurent Benzoni, « Le maniement par les autorités de régulation du mécanisme de responsabilité des opérateurs », in Marie-Anne Frison-Roche (sous la dir.) *Responsabilité et régulation économique, préc.*, pp. 43-53, *spéc.* p. 45 et ss.

¹⁸⁰⁵ Aussi dénommé « plafond de prix ». Dans ce système, plus l'opérateur amoindrit ses coûts, plus la marge des bénéfices qu'il obtiendra sera grande, ce qui l'incite à rechercher la meilleure efficacité (on peut donc qualifier ce système d'incitatif). Ce système, en tout cas, oblige le régulateur à abandonner les bénéfices de cette incitation, car la diminution des coûts ne profitera pas aux consommateurs, sauf au moment de commencer une nouvelle négociation, laquelle partira de la base du nouveau coût du service, c'est-à-dire, grâce au plafond des prix, d'un coût plus bas. « Cette opposition exprime un dilemme insurmontable du régulateur : pour prendre des décisions efficaces, il doit obtenir une certaine information sur l'efficacité de l'entreprise régulée ; cependant, l'obtention de cette information nécessite l'abandon d'une rente. Toute régulation doit opérer un arbitrage entre puissance incitative et abandon de rente » in *Les nouvelles régulations à l'essai, préc.*

¹⁸⁰⁶ Aussi définie « par le coût du service ». Cette méthode n'incite pas à la recherche d'efficacité, car l'opérateur n'est pas en situation de retenir les bénéfices d'une diminution des coûts de production. En revanche, le régulateur reste en contrôlant le bénéfice obtenu.

¹⁸⁰⁷ Bien sûr, cette fonction du contrat ne doit pas être considérée comme restreinte à l'ouverture du marché ; elle peut être utilisée chaque fois qu'il faut commencer une nouvelle négociation du contrat.

b) Contrat, facteur de comparaison

820. **Système incitatif.** Le contrat a été utilisé comme facteur de comparaison d'efficacité entre entreprises (concurrence comparative¹⁸⁰⁸). Il s'agit du système utilisé en Grande-Bretagne et aux États-Unis. Dans ces pays, on a implanté un système de monopoles locaux soumis à des conditions d'exploitation similaires. Ces conditions sont établies dans un contrat identique duquel le régulateur peut tirer des conclusions touchant les performances des entreprises en ce qui concerne les prix ou le niveau de qualité de la prestation du service, car les conditions d'exploitation sont similaires.

Dans ce cas, la contractualisation a pour fondement la possibilité qu'elle offre de remédier aux asymétries d'information à travers la mise en œuvre d'une politique de régulation incitative¹⁸⁰⁹. En effet, les entreprises chercheront à être plus efficaces afin de ne pas perdre le monopole quand le contrat, sur la base duquel elles exercent leurs activités, sera révisé.

Lorsque la voie choisie est celle de la déverticalisation des entreprises, le contrat trouve sa place, permettant la mise en relation des agents, ce qui sera l'objet des paragraphes suivants.

2. Contrat et « concurrence dans le marché »

821. **Déverticalisation des entreprises.** Dans les réseaux naturellement monopolistiques, on peut procéder à la déverticalisation des entreprises ou les intégrer verticalement. La tendance qui s'impose est celle de séparer la production, le transport et la distribution ; l'intégration des services n'est plus possible du point de vue de la libre concurrence. Les services doivent donc être fournis par des entreprises séparées.

822. **Mise en place.** En ce qui concerne la déverticalisation des entreprises, se pose la question de déterminer comment mettre en relation les différents agents ; à travers quelle figure juridique pouvons-nous encadrer les rapports entre le gestionnaire du réseau et les utilisateurs du réseau (opérateurs qui nécessitent l'infrastructure pour développer leurs activités) ? Encore une fois, on a l'alternative d'encadrer les rapports à travers des règles coercitives, ou encore d'octroyer la liberté de définir leur relation par un accord de volontés, par un contrat. Cette dernière possibilité a été choisie. Ce choix correspond absolument à la logique inspirant la régulation.

¹⁸⁰⁸ Anne Perrot, « Le modèle du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in Marie-Anne Frison-Roche (dir.), *Les engagements dans les systèmes de régulation*, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2006, pp. 151-160, spéc. p. 154.

¹⁸⁰⁹ Thomas Cazenave, David Marimot et Jérôme Pouyet, « Crise de régulation » in *Les risques de la régulation*, préc., pp.1-10, spéc. p. 4.

823. **La contractualisation de l'interconnexion au réseau.** Pour y procéder, la législation consacre ce qu'on nomme *droit d'accès aux réseaux* dont bénéficie l'utilisateur du réseau. La relation entre celui-ci et le gestionnaire est régie par un contrat. Il y a donc une contractualisation de l'interconnexion au réseau. Autrement dit, l'organisation du secteur est conçue sur le principe de la liberté contractuelle.

Dans la logique du marché, la passation des contrats s'imposait pour régir la relation du gestionnaire avec l'utilisateur du réseau¹⁸¹⁰. Pour reprendre les termes du Professeur Frison-Roche, c'est une décision cohérente, en ce que l'ouverture à la concurrence des services, la libéralisation en général amènent naturellement à la passation des contrats ; on sait que le contrat est l'instrument naturel de l'échange, donc de la mise en concurrence¹⁸¹¹.

§2. Contrat dans la régulation des marchés financiers

824. **Raisonnement.** Dans les marchés financiers, on peut trouver une application de presque toutes les figures auxquelles nous avons fait référence dans les paragraphes précédents (A). Cependant, il faut le reconnaître, cette démarche exige de forcer plus ou moins les raisonnements au point que l'affirmation de l'usage du contrat comme instrument de régulation reste, dans les marchés financiers, contestable (B).

A. Fonctions du contrat dans les marchés financiers

825. **Concurrence et marchés financiers**¹⁸¹². L'idée de concurrence est au cœur des marchés financiers, car elle y tient une place essentielle¹⁸¹³.

826. **Instruments d'échange.** Bien entendu, dans les marchés financiers, le contrat conserve sa fonction d'instrument d'échange¹⁸¹⁴. Il en va de même pour ses opérations plus

¹⁸¹⁰ Les nouvelles régulations à l'essai, préc.

¹⁸¹¹ « Le contrat est le procédé par excellence en vertu duquel sont réalisés les échanges économiques entre les membres du corps social », Christian Larroumet, *Droit Civil*, Tome 3, Les Obligations, Le Contrat, 5^e éd. Paris, Economica, 1996, pp. 1017, *spéc.* p. 99.

¹⁸¹² Martin Tomasi, *La concurrence sur les marchés financiers : aspects juridiques*, LGDJ, 2002, 448 pp.

¹⁸¹³ En effet, les marchés financiers sont souvent considérés « comme les seuls à s'approcher si près des cinq conditions constitutives du modèle walrasien de marché reposant sur le principe d'une concurrence pure et parfaite : atomicité des agents, homogénéité des produits ou actifs traités, libre entrée, information parfaite, mobilité, fluidité ou la liquidité des facteurs ». Alain Pietrancosta, « Concurrence et marchés financiers : croisons les droits ! », *préc. spéc.*, p. 2. Dernièrement « la concurrence devrait être à nouveau accrue, au profit des entreprises des États tiers, avec la proposition de réforme de la MIF » *V. PE et Cons. UE*, proposition de dir. concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil (refonte), COM(2011)656 final, 20 octobre 2011, art. 41. Thierry Bonneau, « La réforme de la MIF dans les projets du 20 octobre 2011 », *RTDF* n° 1-2012, *spéc.* n° 16.

¹⁸¹⁴ *V. Christian de Boissieu*, « Comparabilité économique entre système concurrentiel de biens et services et système boursier et financier », *in Droit boursier et droit de la concurrence*, *LPA*, n° 144, 1999, p. 5. Marie-Anne

intrinsèques, comme pour encadrer les rapports entre les prestataires de services d'investissement, les agences de notation, les analystes financiers, les conseillers en investissements financiers et leurs clients, etc.

827. **Le monopole dans les marchés financiers.** Le monopole existe aussi en matière de marchés financiers, vu qu'il est interdit, pour toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement, de fournir à des tiers des services d'investissement à titre de profession habituelle¹⁸¹⁵.

828. **L'accès au réseau.** La propriété privée des infrastructures de marché, comme il arrive dans toutes les industries de réseaux (télécommunications, énergie, audiovisuel, banque, etc.), permet à leurs propriétaires de gouverner l'accès au marché. L'entreprise de marché peut donc être considérée comme un réseau de distribution. Une régulation économique, et non financière¹⁸¹⁶, se met donc en place pour forcer l'ouverture de ces réseaux et permettre l'accès des tiers au marché¹⁸¹⁷. La figure du contrat est ainsi évoquée au moment d'analyser l'accès au réseau des marchés financiers. En effet, certaines législations soumettent les rapports entre les émetteurs et les entreprises de marché à la souscription d'un contrat destiné à organiser l'accès au réseau de marchés. Ainsi, au Mexique, un contrat doit être conclu entre la *Bolsa mexicana de valores* et une *casa de bolsa* (maison de bourse) qui agit en tant qu'intermédiaire. C'est la *casa de bolsa* qui signe un contrat avec l'émetteur¹⁸¹⁸.

Cette figure peut aussi être analysée comme une forme d'élaboration des règles.

829. **L'élaboration des normes.** La réglementation de l'accès au réseau de marchés financiers fait partie de ce qu'on nomme « règles de marché »¹⁸¹⁹, normes obligatoires établies par l'entreprise de marché¹⁸²⁰. Il existe aussi des règles de marché qui sont établies

Frison-Roche, « Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ? », in *Droit boursier et droit de la concurrence*, LPA, n° 144, 1999. *préc.*

¹⁸¹⁵ Art. 531-10 CMF.

¹⁸¹⁶ « La Régulation économique a de multiples ambitions qui transparaissent au travers des différentes situations demandant à être régulées. On peut en distinguer trois. Il s'agit tout d'abord de l'hypothèse historique et ponctuelle du passage d'une organisation non concurrentielle à une organisation concurrentielle », Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.*, n°13.

¹⁸¹⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Le besoin conjoint d'une régulation analogue des relations sociales et des marchés globalisés », *préc., spéc.* n°14.

¹⁸¹⁸ V. Art.199 et ss de la *Ley de mercado de valores*, et le Titre 2 chapitre 1 et 3 Section 1 du Règlement intérieur de la *Bolsa mexicana de valores*.

¹⁸¹⁹ C'est-à-dire les normes qui régissent les conditions d'accès au marché, de l'admission à la cotation, de l'organisation des transactions, de la suspension des négociations, etc. Elles concernent aussi les normes relatives à la compensation des opérations de marché. Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *préc.* p. 257 et 259.

¹⁸²⁰ Article 421-10 CMF : « En vue de la reconnaissance du marché réglementé, l'entreprise de marché établit les règles du marché. Ces règles, transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et

par l'AMF¹⁸²¹. Ainsi, conformément aux instructions d'Euronext relatives à la procédure d'admission au marché¹⁸²², le dossier de candidature d'un opérateur doit comporter « (iii) l'engagement écrit de l'Émetteur de se conformer aux obligations énoncées à l'article 6501 (i) des Règles ». D'une manière plus générale, les règles de marché d'Euronext¹⁸²³ affirment qu'« Au moment de la demande, l'Entreprise de marché d'Euronext doit recevoir "(i) Un engagement écrit (...) de se conformer aux Règles et à leurs modifications (...) (et) de se conformer aux obligations prévues par la Réglementation nationale en ce qui concerne ses obligations initiales, périodiques et permanentes ». La procédure est semblable en Colombie ; l'émetteur doit signer une *carta compromisoria* (lettre de compromis), sorte d'engagement unilatéral à respecter les normes contenues dans le règlement de la Bourse de valeurs de la Colombie et les règles que celle-ci peut émettre.

B. Instrument de régulation ?

830. **Contestable et inutile.** Affirmer que la figure du contrat est effectivement utilisée dans les marchés financiers comme instrument de régulation, est contestable. Lorsqu'elle est effectivement utilisée, elle est inutile.

831. **Contestable.** L'usage du contrat, dans les marchés financiers, dans sa fonction naturelle, c'est-à-dire comme instrument d'échange, fait application du droit commun des contrats de forme résiduelle¹⁸²⁴. Cependant, les contrats conclus dans ces marchés possèdent des particularités dérivées du besoin d'assurer le bon fonctionnement du marché. La

ordonnée et fixent des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres. Elles fixent également les conditions d'admission des membres du marché conformément aux dispositions de l'article L. 421-17.

Elles déterminent notamment les conditions d'accès au marché et d'admission aux négociations des instruments financiers, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou plusieurs instruments financiers, les dispositions relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations.

Ces règles sont approuvées par l'Autorité des marchés financiers, qui vérifie leur conformité aux dispositions législatives et réglementaires applicables, ainsi que leur caractère proportionnel aux objectifs poursuivis.

Les propositions de modifications de ces règles sont notifiées à l'Autorité des marchés financiers qui les approuve, dans un délai fixé par son règlement général, après avoir effectué les vérifications prévues à l'alinéa précédent.

Les règles du marché sont publiées par l'entreprise de marché dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

¹⁸²¹ Art. L621-7 CMF « Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine notamment : VII.- Concernant les marchés réglementés d'instruments financiers, les entreprises de marché et les systèmes multilatéraux de négociation : 1° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement que doivent respecter les marchés réglementés, ainsi que les règles relatives à l'exécution des transactions sur instruments financiers admis sur ces marchés (...) 3° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes multilatéraux de négociation ; 4° Les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des entreprises de marché dans les conditions prévues au III de l'article L. 421-11.

¹⁸²² Article 3 et 4 de l'Instruction Euronext n° 6-01 relative à la procédure d'admission au marché du 11 janvier 2008.

¹⁸²³ Art. 6501 b) et e) des règles de marché d'Euronext (harmonisées).

¹⁸²⁴ Cf. Anne-Catherine Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, préc.

régulation modifie, dans ces cas, les règles communes du droit des contrats, afin d'obtenir un effet spécifique, sans qu'on puisse affirmer que le contrat est utilisé à des fins régulatrices. Autrement dit, le contrat est soumis à la régulation. Il est régulé sans qu'on puisse affirmer que c'est lui qui régule ; au moins, il ne le fait pas dans le sens du droit de la régulation soutenu dans ce travail.

832. **Inutile.** L'obligation des opérateurs de s'engager à respecter les règles de marché, analysée comme forme d'accès à ce réseau ou comme contractualisation des règles générales, n'a pas été exempte de critiques. Le Professeur Thierry Bonneau¹⁸²⁵ a affirmé l'inutilité du recours réalisé au droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché, au moins dans les cas où elles sont établies par l'AMF ou par les entreprises de marché, en vertu d'une habilitation législative. Bien évidemment, ce recours apparaît artificiel et excessif, compte tenu de la portée de ces règles, qui sont, au sens classique, des règles publiques coercitives, s'imposant elles-mêmes sans qu'il soit nécessaire de recourir à une manifestation de volonté. Ainsi, au Chili, le Conseil de la bourse en est à accepter l'inscription de tout opérateur qui fait une demande et qui accomplit les conditions fixées dans le Titre 6, chapitre 1, du règlement de la Bourse de valeurs de Santiago. Il n'est pas requis de souscrire un contrat entre l'entreprise de marché et l'opérateur, et celui-ci est obligé de respecter les règles du marché, même sans engagement exprès de sa part.

Plus généralement, on a dû admettre que cette référence au contrat, notamment lorsqu'elle est utilisée pour viser l'élaboration des règles, n'est qu'un recours artificiel à un phénomène pour en expliquer un autre, une sorte de référence explicative au contrat concernant des phénomènes qui relèvent plutôt de la sociologie du droit ou de la science politique. En effet, le pouvoir que le régulateur détient toujours de changer la règle accordée, et le fait que l'opérateur ne peut que choisir une option proposée par le régulateur sans vraiment négocier, conduit à remettre en cause la qualité contractuelle des procédés analysés. « La régulation est ainsi souple "comme" peut l'être un contrat, elle n'en est pas pour autant un »¹⁸²⁶.

833. **Pertinence.** Le phénomène reste important à nos yeux, car il traduit la montée en puissance des procédés de négociation, article propre à la méthodologie de la régulation, méthodologie qui trouve, dans les procédés de marché (le contrat en étant un), une source d'efficacité. Ces procédés de marché ne peuvent pas fonctionner sans l'existence d'un droit de

¹⁸²⁵ Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *préc.*

¹⁸²⁶ Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation et contrat : présentation du thème et synthèse du 11^e Forum de la régulation », *préc., spéc.* p. 5.

la responsabilité qui les réaffirme. La responsabilité devient elle aussi un outil de régulation, une nouvelle forme de régulation.

Section 2 : La responsabilité comme instrument de régulation

834. **Une conséquence de la liberté d’agir.** La responsabilité est la conséquence de la liberté d’agir. Cette liberté s’exprime, dans le cas des opérateurs, par la liberté de commerce, alors que dans le cas de l’autorité de la régulation, elle s’exprime par le principe d’indépendance. Les deux cas offrent une liberté d’action dont la responsabilité est la contrepartie nécessaire. Les opérateurs et les autorités sont libres (ou indépendantes) parce qu’ils sont responsables.

835. **Définition.** Selon l’article 1382 du Code civil français, « Tout fait quelconque de l’homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé, à le réparer ». À travers la responsabilité, le droit désigne celui qui doit *répondre* d’un dommage causé à autrui¹⁸²⁷. La conception est la même pour tous les pays continentaux.

836. **Mise en œuvre.** À travers la notion de responsabilité, le droit rétablit une situation injuste (quelqu’un a subi un dommage) vers une situation juste (le préjudiciable reçoit une compensation). La responsabilité comporte deux dimensions : une dimension rétrospective en vertu de laquelle le juge sanctionne un fait du passé en rétablissant l’état de droit, donc l’équilibre, opérant une régulation de la situation (§1) ; et une dimension prospective à travers laquelle on cherche à influencer la conduite future des agents économiques (§2).

§1. La dimension rétrospective de la responsabilité et son rôle dans la régulation

837. **Le rôle classique de la responsabilité.** Dans les secteurs régulés, la responsabilité conserve son rôle classique de rétablir la situation préalable au dommage. Cette fonction n’est pas oubliée par le législateur qui fait des efforts constants destinés à clarifier et faciliter la mise en œuvre de la responsabilité. Par exemple, dans la loi de régulation bancaire et financière, on cherche à clarifier le rôle de l’intermédiaire en opérations bancaires et en services de paiement¹⁸²⁸, précisant que l’intermédiaire agit en vertu d’un mandat délivré par un ou par plusieurs établissements, et que, par dérogation, il peut agir en vertu d’un mandat délivré par un autre intermédiaire. La responsabilité du mandant peut être engagée, en

¹⁸²⁷ Cf. Geneviève Viney, « La responsabilité », in *Archives de philosophie du droit*, Vocabulaire fondamental du droit, Sirey, 1990, n°35, p. 275-292, cité in Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc., spéc.* p. 55.

¹⁸²⁸ Art. 36 de la loi de régulation bancaire et financière, modifiant l’article 519-2 CMF.

conséquence, en cas de préjudice occasionné par le mandataire dans l'exercice de son mandat¹⁸²⁹.

Ce rôle explique la consécration du principe de la proportionnalité des sanctions, conformément auquel, au moment d'appliquer la sanction, le juge prend en considération des éléments tels que l'avantage tiré du manquement¹⁸³⁰, l'ampleur du dommage causé à l'économie¹⁸³¹, voire le comportement de l'imputé pendant la procédure (le fait de dénoncer des complices ou coauteurs pourrait se traduire en un avantage). Toutes ces mesures prennent en considération le passé : le dommage causé¹⁸³².

Dans cette fonction de rétablissement, la responsabilité a permis d'améliorer l'encadrement de l'activité des régulateurs, sujet analysé dans la première partie, et des opérateurs, ce qu'on exposera ensuite.

Deux tendances fortes ressortent des rapports entre la responsabilité des opérateurs et les marchés financiers. D'abord, on constate que la responsabilité rencontre des difficultés pour se mettre en œuvre dans des marchés complexes comme les marchés financiers (A), cela n'empêche pas que la responsabilité ait été un excellent moyen d'améliorer l'efficacité des instruments de régulation dans ces marchés (B).

¹⁸²⁹ Jérôme Lasserre Capdeville, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, 22 octobre 2010, n°211, pp. 3-7, *spéc.* p. 5.

¹⁸³⁰ Art. 621-15 et 621-17 du CMF. Dans les autres secteurs régulés : Art. 47 de la loi n°78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés ; art. 18 de la loi n°78-753 du 17 juillet 1978, portant sur les diverses mesures d'amélioration des relations entre l'administration et le public, et diverses dispositions d'ordre administratif, social et fiscal ; art. 42-2 de la loi n°86-1067 du 30 septembre 1986, issu de la loi du 1^{er} août 2000, *préc.* ; art. 17 de la loi n°2009-1503 du 8 décembre 2009 relative à l'organisation et à la régulation des transports ferroviaires et portant sur les diverses dispositions relatives aux transports (ARAF), art. L.5-3 et L. 36-11 du Code des postes et des communications électroniques, tous cités in Emmanuel Piwnica, *préc.* p. 918.

¹⁸³¹ Ce critère est beaucoup utilisé en matière de droit de la concurrence, V. Art. 464-2-I C. Com. et l'arrêt de la Cour d'appel de Paris, du 19 janvier 2010, RG2009/00334, rendu dans l'affaire du cartel de l'acier.

¹⁸³² En Colombie, ce principe est consacré expressément à l'article 208-1 b) de l'Estatuto orgánico del sistema financiero. « Principio de proporcionalidad, según el cual la sanción deberá ser proporcional a la infracción ». La loi précise les critères à prendre en compte dans la graduation des sanctions administratives (Art. 208-2 de l'Estatuto orgánico del sistema financiero). Ces critères sont les suivants : (a) *La dimensión del daño o peligro a los intereses jurídicos tutelados por la Superintendencia Bancaria, de acuerdo con las atribuciones que le señala el presente Estatuto*; b) *El beneficio económico que se hubiere obtenido para el infractor o para terceros, por la comisión de la infracción, o el daño que tal infracción hubiere podido causar*; c) *La reincidencia en la comisión de la infracción*; d) *La resistencia, negativa u obstrucción a la acción investigadora o de supervisión de la Superintendencia Bancaria*; e) *La utilización de medios fraudulentos en la comisión de la infracción, o cuando se utiliza persona interpuesta para ocultarla o encubrir sus efectos*; f) *El grado de prudencia y diligencia con que se hayan atendido los deberes o se hayan aplicado las normas legales pertinentes*; g) *La renuencia o desacato a cumplir, con las órdenes impartidas por la Superintendencia Bancaria*; h) *El ejercicio de actividades o el desempeño de cargos sin que se hubieren posesionado ante la Superintendencia Bancaria cuando la ley así lo exija*; i) *El reconocimiento o aceptación expresas que haga el investigado sobre la comisión de la infracción antes de la imposición de la sanción a que hubiere lugar*.

A. Complexe de sa mise en œuvre

838. **Plan.** Les principales¹⁸³³ difficultés que la mise en œuvre de la responsabilité rencontre, dans ce domaine, sont de deux ordres : la qualification juridique des opérations (1) et sa localisation (2).

1. Complexification de la qualification juridique des opérations

839. **Détermination de la responsabilité.** Pour déterminer si un opérateur doit répondre ou non des opérations qu'il réalise, la première chose à faire est de qualifier ces opérations et ensuite de déterminer s'il doit ou non répondre des conséquences juridiques qui en découlent. La mise en œuvre de ces deux processus n'est pas toujours aisée, des difficultés se posant à propos des nouvelles formes de régulation, mais surtout à propos des difficultés intrinsèques aux marchés financiers.

840. **Au niveau de NFR.** En ce qui concerne les nouvelles formes de régulation, nous pouvons citer un exemple tiré de la RSE. Le « Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale »¹⁸³⁴, a mis en relief des différences quant à la détermination des entités responsables de l'information fournie : certaines sociétés font remonter l'information au conseil d'administration ou de surveillance alors que d'autres renvoient à un « comité composé de membres du conseil ». Ainsi, un auteur se demande : « serait-il concevable de "fragmenter" de la sorte la responsabilité inhérente à la diffusion d'informations sociales et environnementales sur l'ensemble des administrateurs parce qu'il s'agit d'informations sociales et environnementales ? »¹⁸³⁵

841. **Au niveau des marchés financiers.** Concernant les difficultés propres aux marchés financiers¹⁸³⁶, un exemple pertinent est la qualification juridique des services fournis par les analystes financiers, analyses qui peuvent correspondre à un service rendu à celui qui l'a commandé, qu'on peut aussi mettre librement en circulation, et dont l'information qu'il contient peut être utilisée par des tiers qui ne rémunèrent pas l'analyste¹⁸³⁷ : une responsabilité en découle pour l'auteur de l'analyse à l'égard de ceux qui font confiance à

¹⁸³³ Il y a d'autres difficultés, par exemple, les conditions d'imputation non définies par la loi, lesquelles diffèrent selon que le manquement est commis par des professionnels de la bourse ou par d'autres acteurs et, pour ces derniers, selon la nature du manquement. Cf. Dominique Schmidt, « Les conditions d'imputation des manquements aux règles de l'Autorité des marchés financiers », *RJEP*, n° 662, Mars 2009, étude 5.

¹⁸³⁴ AMF, Recommandation n° 2010-13 du 2 décembre 2010, *préc.*

¹⁸³⁵ Catherine Malecki, *préc.* n°22.

¹⁸³⁶ Sur la responsabilité des dépositaires, Cf. André Prüm, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *préc.*

¹⁸³⁷ Cf. Adriana Combatt Fandiño, *préc.*

l'information contenue dans celle-ci. De quel genre de responsabilité s'agit-il ? Un autre exemple est le service de notation, lequel rencontre des difficultés à deux niveaux : d'abord, la note annonce une probabilité, de manière que le non-avènement du fait qui est prédit (paiement ou non-paiement) ne signifie pas forcément une erreur de notation¹⁸³⁸ : comment prouver l'existence d'une faute dans l'exercice de l'activité de notation ? Dans un même ordre d'idées, comment établir le lien de causalité entre la notation et le dommage causé à la victime ?

On peut remarquer qu'il s'agit d'un problème commun aux systèmes juridiques continental et anglo-saxon.

842. **Les dommages économiques.** Les pays anglo-saxons, avec certaines différences dans les évolutions américaine et anglaise, ont fait face à des difficultés à déterminer le traitement de la responsabilité par des dommages économiques. En ce qui concerne l'Angleterre, en 1964, la Chambre des Lords a reconnu la responsabilité par des dommages économiques causés par la divulgation d'informations erronées, inexactes ou mensongères, et cela, même en l'absence de contrat, laissant supposer qu'il suffit qu'un rapport spécial existe entre les parties¹⁸³⁹. Aux États-Unis, par contre, on considèrerait que rendre les auteurs de l'information, les commissaires aux comptes, par exemple, responsables des dommages économiques causés à des tiers était une façon de leur attribuer une responsabilité pour une quantité indéterminée face à un nombre aussi indéterminé de personnes et par une période aussi indéterminée¹⁸⁴⁰. En 1960, la jurisprudence est modifiée et est adoptée la *Section 552 del Restatement (Second) of the law*, établissant la *negligent misrepresentation*. Conformément à celle-ci, le tiers qui demande le dédommagement doit faire partie du groupe de personnes auquel l'information était destinée ou qui, prévisiblement, pouvait disposer d'elle, et que le dommage se soit produit à l'occasion de l'opération visée par l'information négligente, erronée ou mensongère.

843. **La notation en tant qu'opinion.** Dérivées précisément de ces difficultés de qualification, et avant certaines modifications législatives intervenues il y a peu de temps, tant en France qu'aux États-Unis, les entreprises de notation auraient pu se prévaloir des lois qui

¹⁸³⁸ V. P. Didier, « La notation financière » in G. Virassamy (dir.) *La notation d'entreprise*, colloque du 28 novembre 2008, Travaux CERJDA, vol. 9, éd. L'Harmattan, 2010, p. 90 cité in Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* p. 27.

¹⁸³⁹ *Hedley Byrne vs. Heller* (1963) 2 All E.R. 575, cité in Adriana Combatt Fandiño, *préc.* p. 218.

¹⁸⁴⁰ *Ultramares vs. Touche* (1931) 255 N. Y. 170, 174 N. E. 441 cité in Adriana Combatt Fandiño, *préc.*

assurent la liberté de presse telles que la loi française du 29 juillet 1881¹⁸⁴¹ ; en effet, les notations pouvaient être assimilées à des opinions, comme les opinions des journalistes. En résumé, le principe de la responsabilité délictuelle des agences de notation était discuté¹⁸⁴².

844. **Clarification par voie législative.** Outre-Atlantique et France, des mesures ont été prises afin de clarifier la responsabilité des agences de notation. Aux États-Unis, par exemple, le 13 mai 2010, le Congrès a voté un amendement remettant en cause le principe de non-responsabilité des agences de notation¹⁸⁴³. Dorénavant, les notes ne peuvent plus prendre appui sur le 1^{er} amendement de la Constitution sur la liberté d'expression¹⁸⁴⁴. Le *Sarbanes-Oxley Act* va dans le même sens lorsqu'il responsabilise les personnes qui transmettent l'information aux commissaires aux comptes, de la véracité et de la complétude de l'information donnée.

En France, la Loi de régulation bancaire et financière, source des articles L. 544-5 et L. 544-6 CMF, a le mérite d'écartier les doutes concernant la responsabilité des agences de notation, établissant que les agences de notation engagent leur responsabilité délictuelle et quasi délictuelle, à l'égard de leurs clients et des tiers, en cas de méconnaissance des obligations prévues dans le règlement communautaire n° 1060/2009¹⁸⁴⁵. Celui-ci est le fait générateur¹⁸⁴⁶. Ainsi, les agences de notation sont responsables, par exemple, en cas d'anomalies dans les procédures destinées à éviter les conflits d'intérêts ou de violation des règles concernant la publicité des méthodes. Élargissant les hypothèses qui peuvent donner lieu à la responsabilité, se trouvent les règles approuvés par le Parlement européen à titre provisoire avec le Conseil¹⁸⁴⁷, conformément auxquelles : « Un investisseur peut demander réparation au titre du présent article dès lors qu'il établit qu'il s'est raisonnablement appuyé sur une notation de crédit, conformément à l'article 5 bis ou en faisant preuve de toute la diligence requise, pour

¹⁸⁴¹ Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* p. 29.

¹⁸⁴² Adde. A. Couret « Les agences de notation : observations sur un angle mort de la réglementation », *Rev. sociétés* 2003, p. 765 ; P. Bissara « Analystes financiers et agences de notation », *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} janvier 2004, n°1, p. 11.

¹⁸⁴³ Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* p. 29.

¹⁸⁴⁴ Jean-François Biard, « Comment améliorer l'action des agences de notation ? », *RD. banc. et fin.* n°5, septembre 2010, comm. 194, *spéc.* p. 71.

¹⁸⁴⁵ V. Thierry Bonneau, « Règlement », *RD. banc. et fin.* mars 2010, comm. 79

¹⁸⁴⁶ Le sujet est large, pour plus des développements V. Anne-Dominique Merville, « La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation », *RD. banc. et fin.* N°3, Mai 2013, étude 9, *spéc.* le n°2 où l'auteur analyse la responsabilité pénales des agences de notation.

¹⁸⁴⁷ Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD))

décider d'investir dans l'instrument financier visé par cette notation de crédit, de le détenir ou de le céder. Un émetteur peut demander réparation au titre du présent article dès lors qu'il établit que son instrument ou ses instruments financiers sont couverts par cette notation de crédit et que l'infraction n'était pas provoquée par des informations trompeuses ou inexactes transmises par l'émetteur à l'agence de notation de crédit, directement ou par l'intermédiaire de documents rendus publics »¹⁸⁴⁸. Il est aussi ajouté dans un 5^{ter} conformément auquel : « Cet article n'exclut pas les autres actions en responsabilité civile relevant du droit national ».

845. Les incongruités qui subsistent. La démarche de la loi de régulation bancaire et financière semble moins réussie concernant l'établissement du lien de causalité. À titre d'exemple, pour des tiers, il sera difficile de prouver une surnotation, compte tenu du fait qu'ils n'ont pas accès à tous les documents de l'entreprise qui servent de base à la notation, puisque certains parmi eux peuvent être confidentiels¹⁸⁴⁹. À cet égard, les règles approuvées par le Parlement européen en 2013¹⁸⁵⁰ prévoient que : « Il incombe à l'investisseur ou à l'émetteur d'apporter des informations précises et circonstanciées indiquant que l'agence de notation de crédit a commis une infraction au présent règlement, et que cette infraction a eu une incidence sur la notation de crédit émise. Il appartient au tribunal national compétent d'apprécier ce que sont des informations précises et circonstanciées, compte tenu du fait que l'investisseur ou l'émetteur peuvent n'avoir pas accès à des informations, qui demeurent uniquement à l'intérieur de la sphère de l'agence de notation de crédit. ».

La rédaction de l'article L. 544-5 CMF est aussi critiquée par un auteur qui remarque que la qualification de la responsabilité délictuelle et quasi délictuelle serait incorrecte, car non applicable à la relation contractuelle existant entre l'agence de notation et son client, qui est de nature contractuelle ; d'autre part, l'assimilation des effets du délit civil et du quasi-délit civil rendent la distinction superflue¹⁸⁵¹. On peut donc penser que le législateur a voulu se référer à la responsabilité contractuelle (applicable à la relation entre l'agence de notation et son client) et extracontractuelle (applicable à la relation entre l'agence de notation et des

¹⁸⁴⁸ Titre III bis, Responsabilité civile des agences de notation de crédit, Article 35 bis, 4.

¹⁸⁴⁹ Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* I, A, 1.

¹⁸⁵⁰ Titre III bis, Responsabilité civile des agences de notation de crédit, Article 35 bis, 1. Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD))

¹⁸⁵¹ Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* I.

tiers).

2. Localisation des opérations

846. **Désignation.** Il s'agit d'entraves à la mise en œuvre de la responsabilité comme instrument juridique classique, lesquelles sont partagées par plusieurs services dispensés dans les marchés financiers. Les difficultés les plus notables sont : la détermination de la loi applicable, la détermination de la juridiction compétente, et faire face au *forum shopping* et à des clauses qui limitent la responsabilité.

847. **Source.** Dans un ordre pratique, ces entraves trouvent leurs sources dans le fait que les entreprises qui fournissent ces services fonctionnent sur une base transfrontalière, et qu'elles vont chercher à limiter leur responsabilité à travers la désignation des lois étrangères plus favorables (elles considèrent ainsi celle de l'État de New York), ou tout simplement par le jeu des clauses qui limitent la responsabilité à la faute lourde.

848. **Clarification par voie législative.** En France, la loi de régulation bancaire et financière prévoit certaines exceptions au régime classique de la responsabilité, exceptions courantes dans le droit commun et qui cherchent à mettre fin aux difficultés décrites ci-dessus. Ces remèdes sont : les clauses cherchant à exclure ou à limiter la responsabilité, lesquelles sont interdites et réputées non écrites ; et les clauses qui désignent, comme juridiction compétente, un État autre que ceux faisant partie de l'Union européenne¹⁸⁵².

849. **Les incongruités qui subsistent.** On critique la Loi de régulation bancaire et financière parce qu'elle limite la nullité à la désignation d'un tribunal étranger, sans interdire la possibilité de désigner une loi étrangère comme loi applicable. Même si on constate une tendance des législations à s'aligner, la question pourrait avoir des répercussions.

Ayant examiné les difficultés que rencontre la responsabilité classique, nous analyserons maintenant l'apport de la responsabilité dans l'amélioration des instruments de régulation.

B. Responsabilité : correcteur des instruments de régulation

850. **Méthode.** Nous avons vu, à plusieurs reprises, que ce sont les difficultés soulevées par la complexité du commerce contemporain qui justifient le développement des nouvelles formes de régulation. Cependant, s'agissant de la responsabilité en tant qu'instrument de régulation, sa montée en puissance obéit à la constatation des défaillances d'autres

¹⁸⁵² Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *préc.* p. 27.

mécanismes qui font aussi partie des nouvelles formes de régulation, défaillances qui ont été dévoilées par les dernières crises des marchés financiers. À ce propos, la responsabilité joue deux rôles : valoriser l'extériorisation de la contrainte (1) et faciliter la juridisation des normes souples (2).

1. Responsabilité et extériorisation de la contrainte

851. **Pertinence.** La conception juridique de la responsabilité exige que la sanction ne soit pas simplement morale, dans le sens où elle ne doit pas rester restreinte au for intérieur de celui qui a mal agi. L'apport de la responsabilité aux instruments de la régulation, notamment à l'autorégulation, consiste à mettre en avant la valorisation de l'extériorisation de la contrainte en inspirant deux techniques : la publicité ou la transparence et l'institutionnalisation de la régulation privée. Ces deux techniques cherchent à rendre effectivement responsables ceux qui ne respectent pas les principes posés par l'autorégulation.

852. **Responsabilité par la transparence.** La transparence est une façon de rendre publics l'accomplissement ou la méconnaissance des obligations qui ne possèdent pas une sanction au sens restreint. L'opérateur souffre donc les conséquences de la réprobation qui en découlent, conséquence désagréable censée avoir des effets dissuasifs. Cette situation est distincte de l'obligation d'information à la charge de certains opérateurs qui peut même être assortie de sanctions pénales¹⁸⁵³.

853. **L'institutionnalisation de la régulation privée.** Nous avons vu que la régulation privée tend à s'institutionnaliser, processus constatable dans l'évolution de la déontologie et dans la formation des associations ou de s ordres professionnels ou disciplinaires qui possèdent des instances destinées précisément à surveiller l'accomplissement des normes qu'ils posent et à rendre publics les manquements.

2. Responsabilité et juridisation des normes souples

854. **Sanctionner la norme souple.** La responsabilité a permis la juridisation des normes techniques, des codes de conduite, des principes généraux et de la déontologie des affaires¹⁸⁵⁴. Les juges ont considéré que la norme souple constitue une traduction concrète du principe général de la responsabilité civile, donc sa méconnaissance peut être sanctionnée, notamment sur le terrain de la responsabilité quasi délictuelle.

¹⁸⁵³ En matière comptable et financière, nous trouvons les délits de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, de manipulation de marché induisant autrui en erreur, d'utilisation d'informations privilégiées ou leur communication injustifiée, etc.

¹⁸⁵⁴ Joël Moret-Bailly, *préc.*

855. **Exemple 1.** Dans cet ordre d'idées, on peut se référer à la décision rendue par le tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004, dans l'affaire LVMH c/ Morgan Stanley, en matière de responsabilité de la banque par ses services d'analyse financière. Dans ce cas, le tribunal sanctionne la méconnaissance d'une obligation établie dans un code déontologique : la structure de Morgan Stanley ne comportait pas de séparation stricte entre les différents services d'une banque d'affaires, dans ce cas, entre les services d'investissement et les services d'analyse financière (muraille de Chine). Ce fait devait nécessairement infliger un préjudice aux investisseurs et c'est en cela que la faute est caractérisée. Il en découla une responsabilité civile délictuelle sur la base de l'article 1382 du Code civil¹⁸⁵⁵. Autrement dit, des manquements aux règles déontologiques peuvent constituer un fondement direct et suffisant pour mettre en cause la responsabilité civile délictuelle des professionnels des marchés¹⁸⁵⁶.

856. **Exemple 2.** La responsabilité contractuelle (fondée sur l'article 1147 CC) a aussi été utilisée pour renforcer les règles professionnelles, notamment dans la prestation des services d'investissement¹⁸⁵⁷. La jurisprudence a opéré un renforcement de la protection du consommateur financier, incorporant au champ contractuel les obligations contenues dans des textes professionnels (comme le sont les règles de bonne conduite contenues dans le règlement de l'AMF¹⁸⁵⁸), ce qui augmente les sources de responsabilité¹⁸⁵⁹.

La responsabilité comme instrument juridique est donc un facteur de perfectionnement des nouvelles formes de régulation, mais elle constitue parfois, à travers la prise en compte de sa dimension prospective, un nouvel instrument de régulation.

§2. La prééminence de la dimension prospective de la responsabilité dans la régulation

857. **Notion.** Le Professeur Bobbio définissait la dissuasion comme l'opération par laquelle A tente d'influencer le comportement non souhaité de B, lui créant des entraves ou obstacles, ou en lui attribuant des conséquences désagréables¹⁸⁶⁰. L'incitation, pour sa part, est

¹⁸⁵⁵ V. Nikolina Apostolova, *préc.* p. 18.

¹⁸⁵⁶ V. Cour de cassation du 18 mars 1997 et par la chambre commerciale de la Cour de cassation du 29 avril 1997.

¹⁸⁵⁷ Sur les spécificités de la mise en œuvre de la responsabilité contractuelle, de la part de la Cour de cassation, V. Régine Bonhomme, *préc.*

¹⁸⁵⁸ V. Régine Bonhomme, *préc.*

¹⁸⁵⁹ La question s'est posée dans le domaine de la fourniture de crédit, mais la solution est transposable à la prestation d'investissement. Cas. comm. 17 novembre 2009, 08-70.197 : *Bull. civ.* 2009, IV, n°144 ; confirmé le 2 mars 2010, n°09-12.828 (JurisData n°2010-001160).

¹⁸⁶⁰ Norberto Bobbio, *Contribución a la teoría del Derecho*. Ed. y trad. de A. Ruiz Miguel. Debate, Madrid, 1990, 406 pp. *spéc.*, p. 372.

l'opération par laquelle A tente d'influencer le comportement souhaité de B en le facilitant ou en lui attribuant des conséquences agréables¹⁸⁶¹.

La responsabilité, dans sa dimension prospective, est toujours dissuasive. En effet, elle veut dissuader l'opérateur sanctionné d'une éventuelle récidive, et elle veut aussi dissuader ceux qui peuvent se trouver dans une situation comparable¹⁸⁶².

Dans les paragraphes suivants, nous exposerons la mise en œuvre de cette facette de la responsabilité (A) en soulignant certaines mesures dernièrement prises qui cherchent à la renforcer (B).

A. Mise en œuvre de la facette prospective de la responsabilité

858. **Mode de gouvernance.** Dans son volet prospectif, la responsabilité permet au juge de peser sur les faits à venir, et elle permet aux opérateurs d'obtenir les informations pertinentes sur ce que le régulateur attend d'eux.

La responsabilité renforce ainsi le droit de la régulation et se transforme en un instrument utilisé pour réguler et pour dissuader des comportements sanctionnés, objectif qui va au-delà de la quête de celui qui doit répondre. Grâce à son pouvoir d'influence, elle devient un mode de gouvernance des marchés¹⁸⁶³.

859. **Consécration juridique.** La prise en compte de la dimension prospective de la responsabilité reçoit parfois une consécration juridique. Ainsi, l'article 51 de la loi colombienne 964 de 2005 établit, dans les principes qui doivent régir la faculté disciplinaire de la *Superintendencia Financiera de Colombia*, le principe de « l'effet dissuasif de la sanction » conformément auquel « la sanction cherchera à éviter que les participants au marché méconnaissent la norme à l'origine de la sanction ». L'article 208 de l'*Estatuto orgánico del sistema financiero* consacre, pour sa part, l'effet exemplaire de la sanction en tant que principe ; selon celui-ci, la sanction imposée doit chercher à dissuader les directeurs, administrateurs, représentants légaux, inspecteurs ou fonctionnaires de l'entité surveillée dans laquelle l'infraction a été commise et d'autres entités surveillées par le régulateur, de s'abstenir de méconnaître la norme qui a donné origine à la sanction.

Pour que la responsabilité puisse remplir une fonction dissuasive, il faut que le système

¹⁸⁶¹ *Idem.* p. 382.

¹⁸⁶² Aude Rouyère, « Responsabilité civile et régulation, Éléments d'une rencontre », in Marie-Anne Frison-Roche (dir.) *Responsabilité et régulation économique, préc.*, pp. 19-41, spéc. p. 23.

¹⁸⁶³ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc.*, spéc. p. 57.

d'engagement et de mise en œuvre de la responsabilité respecte certaines conditions:

860. **Condition N°1.** En premier lieu, il faut que la responsabilité soit subjective. En effet, lorsqu'on consacre la responsabilité sans faute, la seconde fonction de la dimension prospective de la responsabilité perd son efficacité, car le fait d'être diligent ou d'éviter d'agir fautivement ne sert pas à éviter l'engagement de la responsabilité ; les opérateurs perdent, donc, les incitations qui dérivent d'une responsabilité subjective¹⁸⁶⁴.

861. **Précision.** Cependant, la responsabilité objective ne doit pas être écartée. En effet, on constate aujourd'hui que les régulateurs n'ont pas à se préoccuper de l'intentionnalité de l'agent, car dans plusieurs cas, la constatation du manquement à la norme suffit pour engager la responsabilité. Par exemple, concernant l'obligation d'information du public, les dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse¹⁸⁶⁵, le dirigeant social ne pouvant pas invoquer la théorie de la faute détachable¹⁸⁶⁶ et ne pouvant échapper à sa responsabilité qu'en démontrant que des circonstances particulières « (...) l'ont privé de l'exercice total ou partiel de ses fonctions, justifiant qu'il ait légitimement ignoré le caractère fallacieux de l'information communiquée ».

L'approche de la régulation financière est donc différente de celle de la responsabilité du droit civil. Les dirigeants sont soumis à un risque supplémentaire concernant leur responsabilité personnelle, celle-ci pouvant être engagée en même temps que celle de la société, sans qu'il soit constaté que la faute ait été commise à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions et qu'elle n'en soit pas dissociable¹⁸⁶⁷.

En guise de conclusion : la responsabilité objective est justifiée uniquement lorsque la responsabilité civile ou pénale au sens classique n'est pas suffisante pour maintenir l'équilibre du marché, autrement dit, lorsque les sanctions ne sont pas suffisamment dissuasives. La responsabilité objective serait donc le dernier recours.

862. **Condition N°2.** La deuxième condition pour que la responsabilité puisse accomplir une fonction dissuasive est que la sanction ne soit pas supplantée ni compensée par le

¹⁸⁶⁴ Aude Rouyère, *préc., spéc.* p. 23.

¹⁸⁶⁵ Cass. com. 15 juin 2010, n°09-14968.

¹⁸⁶⁶ Hubert de Vauplane *et alli*, « Émetteur – Information permanente du marché – Communication d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses – Responsabilité de plein droit du dirigeant social. Cass. com., 15 juin 2010, n°09-14968 », *Banque & Droit*,

¹⁸⁶⁷ V. Sanct. AMF, 7 oct. 2010, à l'égard de la sté X, de M. A. et de M. B. – Sanct. AMF, 26 févr. 2009, à l'égard de la sté Edelweiss Gestion et de C. Pires et S. Plaquet ; CE 6e et 1re ss-sect. réunies, 28 mars 2011, n° 316521, Euroland Finance. Thierry Granier, « Placement des titres et responsabilité des dirigeants de sociétés de prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Sociétés*, 1 juillet 2011 n° 7, p. 575, 282.

bénéfice résultant de l'action fautive. Cela explique l'augmentation du montant des sanctions que peuvent appliquer l'AMF et l'ACP opérées par la loi de régulation bancaire et financière ; en effet, les montants antérieurs avaient un faible effet dissuasif à l'égard des profits que certaines pratiques illégales pouvaient engendrer¹⁸⁶⁸. En ce sens, la dissuasion morale apparaît faible¹⁸⁶⁹.

863. **Précisions.** À ce propos, il nous semble qu'une précision s'impose : une sanction morale peut avoir des effets économiques très puissants. Pensons à la situation d'un opérateur dont les agissements moralement répréhensibles auraient été rendus publics et qui verrait son image de marque sérieusement entachée. Il peut, à cause de cette publicité, perdre sa clientèle s'il s'agit d'une entreprise, ou perdre son poste s'il s'agit d'un dirigeant d'entreprise. Il faut considérer que dans les secteurs où ces techniques se sont développées, les « professions sont mondialement organisées. Elles fonctionnent en réseaux. Ceux qui sanctionnent et ceux qui sont sanctionnés sont très proches, l'opprobre immédiatement diffusé dans la profession étant efficace »¹⁸⁷⁰. Pour cette raison, nous considérons qu'il ne faut pas mépriser le pouvoir des sanctions qui semblent simplement morales, pour les fautes moins importantes et du moment que les mécanismes de transparence et de publicité ont pu accomplir leur fonction¹⁸⁷¹.

En effet, les nombreux crises et scandales ne font que controverser cette affirmation pour les fautes plus importantes. Deux possibilités sont soulevées à cet égard : soit les mécanismes de transparence et de publicité n'ont pas été mis en œuvre de façon correcte ou complète. Il n'existe donc pas de véritable publicité des fautes commises de manière que la communauté puisse les sanctionner. Soit l'argument économique est démenti par la réalité.

En ce qui concerne la dernière hypothèse, nous pouvons citer l'exemple des analystes financiers, des personnes qui risquent leur « capital réputation » à chaque analyse qu'ils réalisent¹⁸⁷². Les investisseurs peuvent faire confiance à l'analyste, précisément parce que celui-ci compromet son capital réputation. C'est un argument de nature clairement

¹⁸⁶⁸ Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *préc., spéc.*, p. 15. Ainsi, un auteur affirmait au sujet de la situation antérieure « Il n'est pas certain que les nouveaux plafonds issus de la loi du 8 août 2008 répondent totalement à l'exigence d'exemplarité des sanctions », Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *préc.*

¹⁸⁶⁹ Aude Rouyère, *préc., spéc.* p. 23.

¹⁸⁷⁰ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc.*, p. 63. Dans le même sens, Emmanuel Piwnica, *préc.*

¹⁸⁷¹ « (...) la société Andersen a perdu près du tiers de sa clientèle à la seule annonce des poursuites de la SEC une fois refusé le principe d'une transaction ». Pierre-Henri Conac, « La transaction : une pratique déjà éprouvée en matière financière aux États-Unis », *préc.* p. 2.

¹⁸⁷² John C. Coffe, *Gatekeepers the professions and corporate governance*, Oxford University Press, 2006, 389 pp.

économique. Cependant, Enron démontre que les *gatekeepers* sont disposés à risquer leur réputation dans certaines circonstances, notamment parce que le marché de l'analyse se trouve concentré dans les mains de quelques entreprises. Parfois, il suffit que le record de fautes soit inférieur au reste des entreprises¹⁸⁷³. Cela montre les limites de l'effet dissuasif de la transparence.

B. Mesures destinées à augmenter l'effet dissuasif de la responsabilité

864. **Renforcer.** Comme la responsabilité joue un rôle important dans la régulation, pour renforcer son caractère dissuasif de la responsabilité, plusieurs mesures ont été développées¹⁸⁷⁴.

865. **Augmentation du montant des sanctions.** L'augmentation du montant des sanctions peut aussi être envisagée comme un renforcement du droit dur, mais aussi comme une manifestation du recours aux effets dissuasifs et incitatifs de la responsabilité : la sanction ne se tournant plus vers le passé (comme c'est le cas pour la réparation) mais vers le futur, afin d'avoir une influence plus forte sur les comportements¹⁸⁷⁵. Cela aboutit en quelque sorte à se passer des sanctions pénales en les remplaçant par des sanctions civiles¹⁸⁷⁶.

En France, les plafonds de sanction avaient été augmentés en 2008. Mais avec la loi du 11 octobre 2010 sur la régulation bancaire et financière, ils ont été multipliés par dix. L'AMF peut donc prononcer, à l'encontre d'une personne morale, une sanction de 100 millions d'euros et infliger à une personne physique 15 millions d'euros d'amende¹⁸⁷⁷. L'objectif de la réforme est en premier lieu d'aligner le plafond sur le régime des sanctions qui peuvent être prononcées par la nouvelle autorité de contrôle prudentiel¹⁸⁷⁸ ; ensuite, pour aligner le montant des sanctions au niveau des sanctions pratiquées aux États-Unis et en Grande-

¹⁸⁷³ Adriana Combatt Fandiño, *préc.* n°3.1 « El producto de los analistas : la información ».

¹⁸⁷⁴ La tendance au renforcement admet parfois une nuance. Ainsi, le Comité économique et social européen (CESE) a rendu un avis sur le « Livre vert - Le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » (JOUE n° C 84, 17 mars 2011, p. 13) dans lequel il a soutenu, en se prononçant au sujet d'une mise en oeuvre plus efficace des principes du gouvernement d'entreprise, qu'il ne semble pas nécessaire de renforcer les responsabilités des membres du conseil d'administration. « Gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » *RD. banc. et fin.* n° 2, mars 2011, alerte 12.

¹⁸⁷⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *préc.*, p. 64.

¹⁸⁷⁶ Le « phénomène de substitution progressive des sanctions civiles aux sanctions pénales a d'ailleurs donné son nom à la « civilisation », tant il est vrai que le recul de la force est le signe majeur du progrès social », R. Merle, A. Vitu, cités in Michel Van de Kerchove, *Le droit sans peine. Aspects de la dépenalisation en Belgique et aux États-Unis*, Fu Saint-Louis, 1987, 557 pp.

¹⁸⁷⁷ Art. 6 du projet de loi modifiant l'article L. 621-15 CMF.

¹⁸⁷⁸ Pour celle-ci, le plafond a été fixé à 50 millions d'euros par l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010.

Bretagne¹⁸⁷⁹, dans le but d'éviter un arbitrage réglementaire.

Dans les pays latino-américains, les montants des sanctions sont beaucoup moins importants, ce qui est compréhensible eu égard à la taille de ces marchés. Cependant, il est étonnant de constater que les sanctions définies en fonction de l'opération soient si basses, et aussi, qu'on ne prenne pas toujours en compte le montant des bénéfices réalisés. Au Chili, le montant des sanctions varie de 15 000 UF¹⁸⁸⁰ par société (37 000 dollars) à 45 000 UF (111 000 dollars) en cas de récidive. L'autorité peut aussi imposer une sanction en établissant une amende équivalente à 30 % de l'émission ou de l'opération irrégulière. La loi établit que lorsque les montants des sanctions établis dans le DL 3538 sont supérieurs à ceux établis dans d'autres corps légaux, ce sont les premiers qui doivent prévaloir¹⁸⁸¹.

En Colombie, les sanctions peuvent aller jusqu'à 550 millions de pesos colombiens, c'est-à-dire 239 000 dollars¹⁸⁸². Au Mexique, les amendes s'élèvent jusqu'à 100 000 jours de salaire minimum, ce qui équivaut à 464 000 dollars.

Aux États-Unis, avec la loi Sarbanes-Oxley (*Corporate Accountability Act*), la SEC pouvait appliquer des amendes de 5 millions de dollars. La *Dodd-Frank Act* lui permet d'appliquer directement des amendes, dont le montant doit être fixé par le SEC, avant décembre 2012¹⁸⁸³. En Angleterre, les amendes sont, depuis mars 2010, liées plus étroitement aux revenus, pouvant aller jusqu'à 20 % du chiffre d'affaires relatif au produit ou à l'activité incriminée sur la période concernée, et jusqu'à 40 % de la rémunération (bonus compris) d'un collaborateur. Goldman Sachs a payé, dans ce pays, une amende de 17,5 millions de livres. Un minimum de 100 000 livres est exigé pour les cas graves d'abus de marché¹⁸⁸⁴.

866. **Notion de préjudice réparable.** La voie choisie par la jurisprudence française qui a adopté une conception très souple¹⁸⁸⁵ du préjudice réparable comme conséquence de

¹⁸⁷⁹ Nicolas Rontchevsky, Michel Storck, « Une tentative de réponse française à la crise financière : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *préc., spéc.* p. 142.

¹⁸⁸⁰ 1 UF est l'équivalent d'environ 27 euros. L'UF (unité de développement) est une unité de compte réajustée conformément à l'inflation.

¹⁸⁸¹ Art. 39 du DL 3538.

¹⁸⁸² Art. 3, Capítulo 1, Parte VII de l'Estatuto orgánico del sistema financiero.

¹⁸⁸³ §932. Implementing Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act — Upcoming Activity in <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/dfactivity-upcoming.shtml>

¹⁸⁸⁴ Policy Statement PS10/4. Téléchargeable in http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/Policy/2010/10_04.shtml

¹⁸⁸⁵ V. C.A. Versailles, 22e ch., sect. A, 21 septembre 1999, n°284/97 SA France Compensation Bourse c/ Mme Chevalier, *Bull. Joly Bourse* janvier- février, 2000, p.51, note L. Ruet. Dans le même sens : Tribunal correctionnel de Paris, 12 janvier 2004, Alain Couret, « Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts », *D.* 2004, n°5, p.335 ; Hubert de Vauplane *et alli*, *Banque & Droit* n° 93, janvier – février 2004, p. 31; Alain Pietrancosta, « L'affaire Morgan Stanley/ Banque d'investissement et analyse financière » *RDBF* n°2 mars- avril

l'infraction des normes touchant le secteur financier¹⁸⁸⁶ peut aussi être regardée comme cherchant à augmenter l'effet dissuasif de la responsabilité. À titre d'exemple, dans le jugement du tribunal de commerce de Paris LVMH c/Morgan Stanley, le tribunal non seulement accorde la réparation du préjudice moral de la personne morale, au surplus le montant du préjudice fut évalué à 30 millions d'euros. « Ce jugement semble rapprocher l'indemnisation à des dommages et intérêts punitifs »¹⁸⁸⁷.

867. **Composition administrative.** La mise en place des procédures de composition administrative a facilité cet accroissement du montant des sanctions, notamment aux États-Unis : en contractualisant la répression, on peut laisser de côté des principes qui alourdissent les procédures de sanction classiques, ce qui rend l'application de la sanction plus rapide et le quantum plus élevé¹⁸⁸⁸. Ainsi, l'effet dissuasif vient plutôt des transactions, par exemple, en juillet 2010, Goldman Sachs a accepté de payer 550 millions de dollars pour mettre fin aux accusations de fraude concernant la commercialisation d'un produit (Abacus)¹⁸⁸⁹. On remarque ici la conjugaison des deux piliers du droit jouant comme des instruments de régulation contrat/engagement et responsabilité. Cela ne semble pas avoir été pris en compte par le législateur français au moment de consacrer la composition administrative, puisque le montant de l'amende ne peut pas excéder le montant maximum de la sanction pécuniaire encourue.

La loi de régulation bancaire et financière semble suivre la même voie, lorsqu'elle introduit, pour l'application d'une sanction, la distinction entre les auteurs fautifs : professionnel, personne physique placée sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un professionnel (préposé, dirigeants sociaux) ou toute personne physique ou morale. Pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un professionnel contrôlé par l'AMF le plafond est fixé à 15 millions d'euros, alors que pour les personnes prestataires et professions réglementées et contrôlées par l'AMF qui ont manqué aux obligations professionnelles et toute autre personne physique ou morale qui s'est livrée ou a tenté de se livrer à un abus de marché, le plafond est à 100 millions d'euros¹⁸⁹⁰. Les auteurs remarquent

2004, p.131; *JCP* éd. E n°5, 29 janvier 2004, Pan. , p.151 ; Nicolas Rontchevsky, *RTD com.* n°2 avril- juin 2004, chronique Droit des marchés financiers, p. 338

¹⁸⁸⁶ Cf. Nikolina Apostolova, *préc.*, *spéc.* p. 25 et ss.

¹⁸⁸⁷ *Idem. spéc.* p. 26.

¹⁸⁸⁸ Nicolas Cellupica et Charles Joseph Oudin, *préc.*, p. 158.

¹⁸⁸⁹ http://lexpansion.lexpress.fr/economie/goldman-sachs-condamnee-a-une-amende-de-17-5-millions-de-livres_238657.html

¹⁸⁹⁰ V. Dominique Schmidt, « Les conditions d'imputation des manquements aux règles de l'Autorité des marchés financiers », *préc.*

l'incohérence du fait que le montant des sanctions administratives et disciplinaires soit très nettement supérieur au montant des amendes prévues pour les délits réprimés par le Code monétaire et financier¹⁸⁹¹, mais il faut considérer que le juge judiciaire peut, en outre, prononcer une peine d'emprisonnement (limitée à deux ans)¹⁸⁹².

868. **L'instauration des dommages et intérêts punitifs.** L'accroissement des dommages et intérêts punitifs accordés trouverait son origine dans la difficulté à évaluer un préjudice, notamment lorsqu'il s'agit de sanctionner les dommages causés à « l'économie ». Le dommage à l'économie est un dommage indéniable, mais « difficile à faire entrer dans la notion civiliste de "préjudice direct et certain" »¹⁸⁹³.

La mise en œuvre de ces dommages et intérêts punitifs, qui fait augmenter les montants des sanctions, a, par son effet dissuasif, favorisé la facette prospective de la responsabilité, entraînant « une véritable transformation de l'économie du système de responsabilité civile »¹⁸⁹⁴. Ainsi, bien que la fonction première des dommages et intérêts soit une fonction réparatrice, elle peut, dans sa mise en œuvre, avoir collatéralement un effet dissuasif. On peut donc affirmer que pour la régulation, l'existence des dommages et intérêts punitifs est utile à deux niveaux : elle sert, dans une certaine mesure, à réparer les dommages infligés au système économique, et elle a une fonction dissuasive à l'égard des comportements nocifs sur l'économie.

Même si le principe n'est pas admis en droit français, le juge judiciaire a pu l'incorporer en vertu du pouvoir souverain que la Cour de cassation confère aux juges dans l'évaluation des dommages et intérêts¹⁸⁹⁵.

869. **La publicité des sanctions.** La consécration du principe de la publicité des sanctions, composition administrative incluse, cherche aussi à renforcer l'effet dissuasif des sanctions. Nous voulons à ce propos souligner qu'à notre avis, le fait que certaines décisions soient anonymisées n'affecte pas forcément l'effet dissuasif de la sanction, car les marchés connaîtront quand même les faits et les sanctions appliquées. Par contre, l'effet dissuasif à

¹⁸⁹¹ V. art. L. 465-1 et L. 465-2 CMF : 1 500 000 €, montant qui peut être porté au-delà jusqu'au décuple du profit éventuellement réalisé, sans préjudice des dispositions propres aux personnes morales, précisant que le taux maximum de l'amende qui leur est applicable est égal au quintuple de celui prévu pour les personnes physiques par la loi qui réprime l'infraction. Art. 131-38 du Code pénal.

¹⁸⁹² Nicolas Rontchevsky, Michel Storck, « Une tentative de réponse française à la crise financière : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *préc. spéc.* p. 142.

¹⁸⁹³ Robert Saint-Esteben, « Pour ou contre les dommages et intérêts punitifs », *LPA*, 20 janvier 2005, n°14, p. 53 et ss. cité in Aude Rouyère, *préc.*, p. 30.

¹⁸⁹⁴ Aude Rouyère, *préc.*, p. 23.

¹⁸⁹⁵ Aude Rouyère, *préc.*, p. 30.

l'égard de l'infracteur est amoindri.

Les développements précédents montrent comment le contrat et la responsabilité, instruments propres au droit classique, peuvent jouer un rôle régulateur. Cela illustre le pouvoir de la régulation pour mobiliser tout genre de ressources. Il reste à attendre un peu de temps pour connaître le poids que les dernières réformes auront dans la dissuasion des conduites répréhensibles.

Conclusion de la seconde partie

870. **Potentiel des nouvelles formes de régulation.** La crise de *subprimes* remet en cause la régulation tel qu'elle a eu lieu. Étonnamment, elle met aussi en lumière le besoin d'exercer un recours encore plus poussé à son côté instrumental.

En effet, les crises ont démontré que les institutions juridiques sont toujours en retard sur les marchés. Les États n'ont pas réussi à ériger des institutions capables d'anticiper, prévenir et gérer les crises. Au surplus, dans un moment où apparaît évident le besoin de créer de nouvelles réponses juridiques, celles-ci n'arrivent pas à être mises en place. Le problème est toujours le même : « l'accouchement de nouvelles règles du jeu mondial, qui suppose *in fine* des abandons de souveraineté dans tous les domaines, est toujours très douloureux »¹⁸⁹⁶.

871. **Encadrement sans (trop) de nuisance.** Les nouvelles formes de régulation pourraient être un moyen de faciliter cet accouchement. Par exemple, un recours plus poussé aux *performances standards* pourrait être un moyen d'encadrer les marchés financiers, sans poser des règles rigides et sans pour autant nuire à l'innovation. La loi de régulation bancaire et financière semble aller dans ce sens, lorsqu'elle a créé un régime de responsabilité en cas d'erreur de notation, car cela correspond à l'usage de la responsabilité comme instrument de régulation.

872. **Encadrement global.** Les nouvelles formes de régulation peuvent aussi permettre d'échapper aux limites posées par le principe de la territorialité de la loi, dans un sens positif : elles ont le potentiel de permettre l'élaboration d'un droit global à travers la collaboration internationale des États. En l'absence d'un gouvernement mondial, l'instauration d'une véritable coordination entre les régulateurs pourrait être mise en place, à condition de respecter la logique de la régulation, notamment, la démocratisation. En effet, la prise en compte des intérêts d'autrui (autrui devrait englober les pays émergents, les populations et les

¹⁸⁹⁶<http://blogs.lesechos.fr/en-direct-de-davos/denis-kessler-nous-sommes-a-un-noeud-de-l-histoire-interview-a2465.html>

salariés) peut permettre une véritable démocratisation de l'élaboration des règles. Cette participation est indispensable si l'on veut légitimer et rendre efficaces les mesures destinées à éviter de nouvelles crises.

Dans ce sens, au moins au niveau du droit européen, un pas en avant a été fait grâce à la création du système européen de surveillance financière, même si on ne peut pas encore déterminer quels seront ses résultats, étant donné que les 27 États membres n'ont pas les mêmes attentes ni les mêmes ambitions¹⁸⁹⁷.

¹⁸⁹⁷ V. Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *préc., spéc.* n°17.

Conclusion

873. **Domaine d'application des nouvelles formes de régulation.** Nous avons pu constater que dans toutes les législations analysées, il est possible de trouver des autorités qui se démarquent de l'administration classique en se rapprochant de la figure du régulateur. Tant les régulateurs que les autorités étatiques en général ont recours, à des degrés variables, aux nouveaux instruments de la régulation. Il est ainsi démontré que ni l'éloignement géographique ni les différences existant entre les systèmes juridiques n'ont empêché l'usage des nouvelles formes de régulation. Le phénomène est donc global, même s'il n'est pas consolidé, car il subsiste de « vieilles habitudes de pensée et des modèles de comportement dépassés »¹⁸⁹⁸.

Nous avons néanmoins pu percevoir des divergences dans cette consécration. Les pays latino-américains semblent en effet résister à consacrer de véritables régulateurs indépendants des pouvoirs politiques. Concernant l'indépendance à l'égard des pouvoirs privés, on peut dire que la question ne se pose même pas dans ces pays, et c'est logique si on considère que la première problématique, l'indépendance des pouvoirs politiques, n'est pas résolue. Nous pouvons remarquer que, sauf dans le cas du Mexique, tous les régulateurs ont la personnalité morale, tous sont nommés avec l'intervention des autorités politiques, tous possèdent un cumul des pouvoirs, même s'il y a des différences dans l'ampleur des pouvoirs qui leur sont octroyés. Nous soulignons aussi que le mécanisme choisi par la France pour nommer les membres de l'AMF nous paraît être celui qui assure le mieux l'indépendance de son régulateur à l'égard des pouvoirs politiques, au moins du point de vue de sa composition¹⁸⁹⁹.

Du point de vue instrumental, les pays latino-américains ont pu nous étonner principalement parce que leur doctrine, leurs juristes n'ont pas encore pris conscience de phénomènes tels que la *soft law* ou l'autorégulation, même si ceux-ci sont effectivement utilisés, par exemple, par leurs régulateurs. La Colombie fait exception, c'est le seul pays latino-américain qui a repris le terme autorégulation dans sa législation. Reprenant les mots du Professeur Frison-Roche, « malgré le caractère structurel des hypothèses économiques de défaillances de marchés qui les rend universelles, les réponses ne le sont pas pour autant, les cultures

¹⁸⁹⁸ V. Giandomenico Majone, *op.cit. spéc.*, p. 23

¹⁸⁹⁹ V. *Supra* N°89 et 130.

juridiques et politiques nationales continuant de fixer aux régulations des contours et des ambitions diverses »¹⁹⁰⁰.

En ce qui concerne le droit classique, celui-ci continue à être le référentiel. C'est le système juridique au sens classique qui sert de modèle pour l'élaboration et la configuration, voire la dénomination de ces règles privées. L'existence des dénommés *codes ou codifications privés*¹⁹⁰¹ en est un exemple, la hiérarchie interne censée exister au sein de chaque corps de règles et dans les techniques d'élaboration des normes¹⁹⁰² en est un autre.

874. **Réactions aux crises.** L'analyse des mesures prises après les crises des dernières années nous permet d'observer des mouvements complémentaires : on renforce les outils de répression aux mains de l'AMF (par exemple, en octroyant à l'AMF le pouvoir de restreindre les conditions de négociation des instruments financiers, art. L. 421-16 CMF), en même temps qu'on accroît les garanties de la défense. Dans ce sens, peuvent être analysées les réformes introduites par la loi de régulation bancaire et financière. Comme cela arrive normalement après les crises, on constate une certaine tendance à réglementer davantage¹⁹⁰³. La nouvelle réglementation des agences de notation est l'exemple le plus remarquable, ce qui peut être analysé comme un retrait de l'autorégulation.

En matière de régulateurs, il y a des tendances opposées. On remarque la persistance des nouvelles formes de régulation dans l'augmentation du nombre d'AAI¹⁹⁰⁴. Ce que n'a pas empêché des critiques à leur égard. Toutefois, même si les régulateurs sont critiqués, le bilan est mitigé parce qu'ils ont vu leurs pouvoirs renforcés, par exemple, le pôle banque-assurance¹⁹⁰⁵ et pour l'AMF, grâce à la loi de séparation et de régulation des activités

¹⁹⁰⁰ Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.* n° 40.

¹⁹⁰¹ Gaël Chantepie, « Les codifications privées », in *Le droit souple*, Journées nationales ; Tome XIII, Boulogne-sur-Mer, Association Herni Capitant, Coll. Thèmes et commentaires, Dalloz- Sirey, 2009, pp. 39-57.

¹⁹⁰² V. Georges Jade Laktineh, *préc.*

¹⁹⁰³ V. à mode d'exemple le Règlement européen n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), publié au Journal Officiel de l'Union Européenne le 27 juillet 2012. En plus, on constate au moins le souhait de réglementer dans les propositions n° 19 et 21 des 57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial. Sénat, « 57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial », *préc.*

¹⁹⁰⁴ Une seule autorité, celle chargée du contrôle des concentrations dans la presse, créée en 1984 et supprimée en 1986, n'a pas été supprimée sans l'intégrer dans une autre AAI. V. Philippe Dautry, « Les autorités administratives indépendantes : un nouvel objet d'évaluation parlementaire », in *Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?*, *préc.* pp. 884-886. *spéc.* p. 885.

¹⁹⁰⁵ L'AMF a été dotée de pouvoirs en cas de crise, art. L. 421-16, II CMF, issu de l'article 2 de la loi de régulation bancaire et financière.

bancaires¹⁹⁰⁶.

En matière de régulateurs, on constate en Europe un rapprochement entre la figure du régulateur national et celle du régulateur européen grâce aux pouvoirs qui ont été conférés à ces derniers. Ainsi, les régulateurs européens ne sont plus seulement une nouvelle source de règles, ils ont acquis aussi un pouvoir pour agir en tant qu'administration, à travers par exemple le pouvoir d'agrément des agences de notation. Cela indique que dans un futur proche il faudra se demander comment on va assurer leur indépendance et leur professionnalité, telles qu'elles sont exigées des régulateurs nationaux. Nous pouvons aisément en conclure que c'est plutôt le côté instrumental des nouvelles formes de régulation qui a été le plus touché par les dernières crises, dans une sorte de *repossession* de la politique sur l'économie financière, alors que le côté institutionnel en sort renforcé.

À propos des régulateurs, nous pouvons relever le rôle qu'ils ont joué dans l'amélioration de la réglementation, comme l'affirme le Professeur Bonneau : « (...) les autorités administratives indépendantes ne sont en effet pas en reste. Il est vrai que les changements ne sont pas immédiats, car les juges et les autorités administratives indépendantes statuent uniquement à propos d'une affaire. Mais bien souvent, la portée de leur décision va au-delà »¹⁹⁰⁷. L'auteur cite ainsi la décision de la commission des sanctions rendue dans l'affaire EADS et ses conséquences sur la loi du 22 octobre 2010¹⁹⁰⁸, ainsi que la décision de l'Autorité de la concurrence rendue à propos de certaines commissions bancaires¹⁹⁰⁹, laquelle « ne va pas rester sans conséquence »¹⁹¹⁰.

D'un point de vue plus général, nous constatons des apports réalisés par les nouvelles formes de régulation à l'égard de la gouvernance étatique. À cet égard, nous pouvons évoquer le début de l'application des procédures qui démocratisent la gouvernance telles que la publicité ou les consultations publiques, lesquelles sont mises en œuvre par l'administration classique, et dont on peut souhaiter la généralisation.

875. Légitimité des nouvelles formes de régulation. Un des principaux problèmes

¹⁹⁰⁶ Sur le renforcement des pouvoirs de l'AMF en vertu de cette loi, V. Jérôme Lasserre Capdeville, « Le renforcement des pouvoirs de l'AMF dans le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *préc.*

¹⁹⁰⁷ Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *préc.*

¹⁹⁰⁸ Cf. Thierry Bonneau, « Commentaire de la loi n°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *préc., spéc.* n°12.

¹⁹⁰⁹ Aut. conc., déc. n°10-D-28, 20 sept. 2010 relative aux tarifs et aux conditions liées appliquées par les banques et les établissements financiers pour le traitement des chèques remis aux fins d'encaissement.

¹⁹¹⁰ Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *préc.*

affectant encore les nouvelles formes de régulation est la justification de leur légitimité. À cet effet, certains ont avancé que la légitimité démocratique n'est pas indispensable, ou qu'elle peut prendre d'autres figures¹⁹¹¹, argument qui pourrait être transposable aux régulateurs et aux instruments de la régulation. Cela explique la présentation des principes régissant l'activité régulatrice (transparence, impartialité¹⁹¹²) comme des sources de légitimité¹⁹¹³, comme une contrepartie tant à l'indépendance de l'autorité qu'au manque d'une source démocratique. Mais dans ce cas, il faut que les exigences d'impartialité, de motivation, de transparence et de proportionnalité à l'égard des régulateurs soient contrôlées par le juge, du seul contrôle de la légalité, ce qui n'est pas toujours le cas.

876. **Légitimité de marché.** L'efficacité reste ainsi la principale source de légitimité invoquée, mais il s'agit d'une légitimité de marché. Elle soulève, parmi d'autres questions, le besoin d'évaluer l'efficacité des AAI, notamment en comparaison avec les administrations qu'elles sont censées remplacer. Ainsi, le Comité d'évaluation et de contrôle des politiques publiques (CEC), dans le premier rapport prévu à cet effet, évoque les éléments suivants : termes des délais pour la procédure des sanctions, utilisation du barème prévu, coordination éventuelle avec les procédures pénales, résultat des contentieux, perception par leurs publics et partenaires, analyses de droit comparé¹⁹¹⁴. L'établissement d'un système de mesure de l'efficacité est donc une question devant être abordée par la doctrine juridique.

877. **Légitimité des instruments.** Concernant les instruments, on peut penser que leur légitimité se trouve dans les valeurs qu'ils expriment par le contenu de leur discours¹⁹¹⁵. Ou c'est peut-être l'efficacité qui lui donne sa valeur : « le droit n'a plus de valeur en soi, mais

¹⁹¹¹ « La légitimité politique fondée sur le critère de la majorité n'est que l'une des formes de légitimité possible de l'action administrative », Roberto Caranta, « Les conditions et modalités juridiques de l'indépendance du régulateur », in *Les régulations économiques légitimité et efficacité*, pp. 72-77, spéc. p. 73.

¹⁹¹² « L'autorité du système de régulation demeure dans l'extériorité du régulateur par rapport au système même, ce que l'on pourrait désigner comme l'impartialité du régulateur, mais aussi dans les contraintes qui limitent l'exercice de son pouvoir », J. Vascongelos, « L'autorité de la régulation à travers le rapport du régulateur et de l'État, Forum de la régulation du 24 juin 2002, Résumé » in *L'autorité de la régulation, Les Annonces de la Seine*, 11 juill. 2002, cité in Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », *préc.*, p. 157.

¹⁹¹³ « De cette façon on a soutenu qu'il faut « renforcer leur légitimité (des AAI) par plus de transparence (...) L'action des AAI doit être connue du citoyen mais également des parlementaires. À cet égard, toutes les AAI devraient rendre compte de leurs activités régulièrement dans des rapports annuels ainsi que pour les dossiers qu'elles ont à connaître. Un site Internet, un rapport d'activité, des communiqués, des auditions parlementaires sont autant d'outils permettant de mieux comprendre leur rôle et leurs arbitrages », in « Droit public, Les autorités administratives indépendantes », 9 pp. *spéc.* p. 5, *Recueil des meilleures et moyennes copies des concours d'entrée 2009*, téléchargé de www.en3s.fr/IMG/pdf/Droit_public-3.pdf

¹⁹¹⁴ Philippe Dautry, *préc. spéc.* p. 886.

¹⁹¹⁵ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers, Réflexions générales », *préc.*, p. 51.

dans la mesure où il réalise les objectifs politiques tracés »¹⁹¹⁶.

Dans ce cas, se pose le problème de déterminer le but auquel doit servir la norme : « En effet, selon une conception instrumentalisée de la norme juridique, telle qu'on 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 »¹⁹¹⁷. Ce but, à notre avis, pourrait être, parmi d'autres, la moralisation des activités financières¹⁹¹⁸. Cela exige un nouveau changement de paradigme, notamment l'écartement de l'idéologie de la concurrence comme paradigme unique d'efficacité, dont le fondement est la crise affectant les marchés financiers¹⁹¹⁹. Nous mettons ainsi en cause les nouvelles formes de régulation.

878. Remise en cause de la régulation. Nous considérons que la régulation en tant que façon de penser le rôle de l'État, nécessite une révision.

Les théoriciens du feu rouge avaient pu affirmer que l'État administratif est dangereux et qu'il doit être soumis au contrôle par le droit¹⁹²⁰. Cela a eu pour conséquence la création d'un quatrième pouvoir : les régulateurs sont finalement indépendants comme le sont les juges par rapport à la fonction juridictionnelle. On a retiré au pouvoir exécutif la faculté d'intervenir dans l'économie, dans un processus semblable à celui pour lequel on lui a ôté le pouvoir d'édicter la justice. De cette manière, l'économie n'est plus du ressort de la politique gouvernementale. Les citoyens ne peuvent plus décider qui va la diriger, car elle est devenue indépendante, plus indépendante que jamais.

¹⁹¹⁶ Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », *préc., spéc.* p. 626.

¹⁹¹⁷ Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *préc., spéc.* p. 46.

¹⁹¹⁸ Les impératifs moraux peuvent bel est bien faire partie de la régulation : « La régulation se justifie parce qu'il existe des impératifs que le simple fonctionnement concurrentiel (même flanqué du garde-fou du droit de la concurrence) ne parvient pas à produire. Ainsi, la régulation a toujours à voir avec le structurel : elle est spécifique à une situation (...) ou à un secteur, qu'il s'agisse alors de tirer conséquences de phénomènes techniques et économiques (transport aérien, énergie, télécommunications, assurance, finance, banque) ou de tirer conséquences de phénomènes autres que techniques ou économiques. Dans cette dernière perspective, il peut s'agir d'impératifs moraux ». Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *préc.*

¹⁹¹⁹ « En effet, les crises successives qui ont affectée la planète depuis l'année 2007 se traduisent en une crise intellectuelle qui remet en cause la doctrine libérale et toutes ses ramifications : les marchés ne sont pas capables de s'autoréguler, car en cas de grandes difficultés sont les États qui viennent à la rescousse des marchés, l'autorégulation donc, ne protège pas l'intérêt général, comme le pensait Smith. La concurrence pure et parfaite n'est plus qu'un mythe, notamment dans la finance du fait de l'existence des acteurs trop puissants ». Jean-Paul Fitoussi « La coordination des politiques nationales devient impérative », Entretien, Le Nouvel observateur, *in* <http://www.lenouveleconomiste.fr/jean-paul-fitoussi-la-coordination-des-politiques-nationales-devient-imperative-e-5774/>

¹⁹²⁰ Adam Tomkins, « In Defence of the Political Constitution », *Oxford Journal of Legal Studies* n°22 (1), 2002, pp.157-175, *spéc.* p. 157-159.

879. **Dangers de l'État régulateur.** Aujourd'hui, on peut affirmer que la logique de la régulation doit aussi être renouvelée et que l'État régulateur comporte, lui aussi, des dangers. Dans ce sens, la création du Conseil de régulation financière et risque systémique, regroupant des représentants des régulateurs sous l'égide du ministre chargé de l'Économie peut être envisagée comme un pas (retour en arrière selon le Professeur Frison-Roche¹⁹²¹) tendant à remettre la régulation sous l'empire de l'État, et réunissant régulation et politique. La création de cet organisme comme remède à la crise nous semble dans ce sens positive, car, comme le fait remarquer l'auteur cité, sans remplacer ni supprimer aucune autorité, on crée une autre autorité qui se superpose à toutes les autorités existantes, et avec, en plus, la touche politique qui leur manquait. Le point négatif réside dans l'absence de véritables pouvoirs, comme ceux dont les régulateurs ont été dotés.

880. **Retour à l'État providence ?** En 1982, lorsque les nouvelles formes de régulation commençaient à peine à se développer, le Professeur Paul Amserek décrivait l'État providence et ses effets sur les normes, affirmant que leurs objectifs ne sont plus limités à prévenir les conflits, mais « à encadrer, orienter, rationaliser l'ensemble de leurs activités, de leurs conduites ». Les normes en vigueur depuis un siècle indiquant « la voie à suivre, non plus pour que la population ait une vie paisible, "sans histoires", mais aussi pour qu'elle ait la vie la meilleure, le niveau de vie plus élevé, le mode de vie le plus satisfaisant »¹⁹²².

Les nouvelles formes de régulation ont signifié, à notre avis, l'abandon de ces objectifs, car la régulation a placé au centre de ses objectifs la protection soit du marché, soit de l'investisseur. Il est vrai que tant dans les pays développés que dans les pays du sud, une partie très importante de la population investit son argent dans les marchés, directement ou indirectement (dans les pays latino-américains, notamment au Chili, cela se fait à travers les systèmes de retraite). De ce point de vue, protéger l'investisseur revient à protéger *une partie* de l'intérêt général. Cependant, il y a une autre partie de l'intérêt général qui n'est pas protégée lorsqu'on restreint les objectifs de la régulation économique à la protection de l'investisseur. C'est le cas, par exemple, des salariés.

C'est pour cela qu'aujourd'hui, on remet en cause l'État régulateur et on pense qu'un retour aux normes qui caractérisaient l'État providence est une voie au moins partiellement envisageable. Leur limite ? C'est une question qui demeure ouverte.

¹⁹²¹ Marie-Anne Frison-Roche, « La nature hybride du Conseil de régulation financière et du risque systémique », *D.* 2010, Chron., p. 2712-2714, *spéc. p.* 2712

¹⁹²² Paul Amserek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *préc.*

881. **Le problème de la mission restreinte des régulateurs.** La mission des régulateurs est restreinte à la protection du secteur régulé. Les autorités de la régulation limitent ainsi leurs préoccupations à la sauvegarde des intérêts du marché. Si elles moralisent les activités professionnelles, c'est pour séduire les épargnants et les consommateurs des marchés (financiers dans ce cas). Elles ne sont pas là pour protéger l'intérêt de la collectivité sur les questions qui ne concernent pas le bon déroulement de l'économie de libre marché. C'est donc l'État qui doit sauvegarder les grands intérêts collectifs, ce qui n'a pas été fait.

Nous croyons qu'une confusion entre les missions des régulateurs et celles de l'État a engendré un questionnement trompeur sur l'activité des régulateurs, alors que c'est l'État qui est défaillant. Cela ne signifie pas qu'on devrait élargir les missions des régulateurs, bien au contraire. Nous avons ainsi souligné que les intérêts de la collectivité à l'égard des marchés ne sont aujourd'hui nullement protégés. De ce fait, si l'État est géré comme une entreprise, il faut que cette gouvernance soit assortie d'une responsabilité sociale à l'image d'une entreprise socialement responsable.

882. **Reprise des valeurs non marchandes.** Finalement, une tâche plus lourde doit être abordée par la réflexion juridique. Elle concerne la reprise des valeurs non marchandes. La régulation, en tant que linéament, a tendance à se restreindre au facteur économique. D'autres préoccupations d'ordre éthique ont été laissées à l'autorégulation, à la déontologie et aux codes de conduite. En général, ils ont été laissés à la morale comme ordre normalisateur de conduites. Le problème est que cette technique n'est pas exempte de failles, dues principalement aux conflits d'intérêts auxquels se voient confrontées les entités dont on a délégué le pouvoir de décider les règles. Il est désormais certain que la technique n'a pas fonctionné et que le droit doit prendre à sa charge la protection d'autres valeurs. La doctrine va dans ce sens quand elle parle du besoin de protéger certains biens que l'on a qualifiés de biens vitaux de l'homme. Ainsi, on demande aux pouvoirs politiques de prendre des décisions pour éviter des maux d'ordre social et d'ordre environnemental. Cependant, même si les nouvelles formes de régulation obéissent au culte de la croissance, nous considérons qu'en tant que techniques, elles peuvent aussi avoir un rôle à jouer dans ce nouvel environnement, dans ce sens des mesures telles que celles prises par la loi Grenelle 2, nous semblent un bon début.

BIBLIOGRAPHIE

I. OUVRAGES GENERAUX, TRAITES ET MANUELS

1. Georges Abi-Saab, « Cours Général de Droit International Public », *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international de la Haye*, tome 207 (VII), 1987.
2. Enrique Alcalde, *Los principios generales del derecho*, Santiago, Ed. Universidad Católica, 2003.
3. Norberto Bobbio, *Contribución a la teoría del Derecho*. Ed. y trad. de A. Ruiz Miguel. Debate, Madrid, 1990, 406 pp.
4. Reynaldo Bustamante Alarcón, 2001, *Derechos fundamentales y proceso justo*, Lima, ARA editores, 358 pp.
5. Remy Cabrillac, Marie-Anne Frison-Roche, et Thierry Revet (dir.), *Libertés et droits fondamentaux*, 15^{ième} éd., Dalloz, 2010, 908 pp.
6. Bernard Chantebout, *Droit Constitutionnel*, 24^e éd., éditions Sirey-Dalloz, Paris, 2007, 598 pp.
7. Jean Clam, Gilles Martin (dir) *Les transformations de la régulation juridique*, LGDJ, Coll. Droit et Société, 1998, 454 pp.
8. Claude Albert Colliard, Gérard Timsit (dir.), *Les autorités administratives indépendantes*, Paris, PUF, 1988, 320 pp.
9. Jean Carbonnier, *Droit civil*, 1, Paris, PUF, 2004, Collection Quadrige, 1496 pp.
10. Gérard Cornu, *Vocabulaire Juridique*, 8^e éd., Puf, 2009, Paris, 986 pp.
11. Georges Dupuis *et alli*, *Droit administratif*, 12^{ème} éd. 2011, Sirey, 727 pp.
12. Gabino Fraga, *Derecho administrativo*, 13^a ed., México, Porrúa, 1969.
13. Manuel Espinoza Barragán, *Lineamientos de Derecho Público Mexicano*, Cárdenas, Editor y Distribuidor, Tijuana, Baja California, 1^a. Ed, 1986.
14. Christian Larroumet, *Droit Civil*, Tome 3, Les Obligations, Le Contrat, 5^a éd. Paris, Economica, 1996, pp. 1017
15. Claude Leclercq, *Droit constitutionnel et institutions politiques*, Paris, Litec, 10^{ème} éd., 1999.
16. Bertrand du Marais, *Droit public de la régulation économique*, Presses de Sciences Po : Dalloz / DL 2004

17. Alejandro Silva Bascuñan, *Tratado de Derecho Constitucional. Gobierno*, 2^a edición, Santiago, Editorial Jurídica de Chile, Tomo V, 2000.
18. Enrique Silva Cimma, *Derecho administrativo chileno y comparado*, éd. jurídica de Chile, Santiago, 4^{ème} éd. 1996, pp, 250-251, et 175-177.
19. Boris Starck *et alli*, *Introduction au Droit*, Litec, 2000. 5^e éd.
20. Frédéric Sudre *et alii*, *Les grands arrêts de la Cour européenne des droits de l'homme*, PUF, coll. Thémis, 6^e éd., 2011, 902 pp.

II. THESES, OUVRAGES SPECIALISES ET MONOGRAPHIES

1. Pierre Aïdan, *Droit des marchés financiers. Réflexions sur les sources*, Banque éditeur, Paris, 2001.
2. John C. Coffe Jr., *Gatekeepers the professions and corporate governance*, Oxford. New York, Oxford University Press, 2006, 389 pp.
3. Nikolina Apostolova, « Codes de bonne conduite et responsabilité dans le droit des marchés financiers », *Mémoire*, Université de Strasbourg, 2003-2004, 70 pp. Disponible *in* <http://www-cde.u-strasbg.fr/da/da/AnnexesMemoires/Promo2004/Apostolava.pdf>
4. Association Henri Capitant, Collection de travaux de l'association : journées nationales, Tome III, année 1998 – Journée de Limoges : « La motivation », LGDJ 2000, 150 pp. Association Henri Capitant, *Le droit souple*, Dalloz, 2009, Collection Thèmes & commentaires, 179 pp.
5. Emiliós Avgouleas, *The mechanics and regulation of market abuse: a legal and economic analysis*, Oxford University Press, 2005, 517 pp.
6. Ian Ayres, John Braithwaite, *Responsive Regulation. Transcending de Deregulation Debate*, Oxford University Press, New York, 1995, 205 pp.
7. Robert Baldwin, *Rules and government*, Oxford, Clarendon Press, 1996, pp. 360.
8. James R. Barth, Gerard Caprio, Ross Levine, *Rethinking Bank Regulation*, Cambridge University Press, 2008, 440 pp.
9. Regis Bismuth, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, préf. Jean-Marc Sorel, Bruylant 2011, 798 pp.
10. Thierry Bonneau, France Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., 2010, Economica, 1202 pp
11. Thierry Bonneau, *Droit bancaire*, 9^{ème} éd., 2011, Montchrestien, 724 pp.

12. Thierry Bonneau (dir.), *La modernisation des activités financières*, Ed. GLN Joly, 1996, 314 pp.
13. Thierry Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 2013, Bruylant, 346 pp.
14. Henri Bourguinat, *Finance internationale*, PUF, Paris, IV^{ième} édition refondue en 1999, 780 pp.
15. Martine Bourry d'Antin, *et alli.*, *Art et techniques de la médiation*, Litec, Paris, 2004, 549 pp.
16. Robert Boyer, Yves Saillard (dir.) *Théorie de la régulation*, L'état de savoirs, Paris, La découverte (coll. Recherches), 2002, 588 pp.
17. Laurence Boy *et alli.*, *Sécurité juridique et droit économique*, Larcier, 2008, 586 pp.
18. Stephen G. Breyer, Rochard B. Stewart, Cass. R. Sunstein, et Matthew L. Spitzer, *Administrative law and regulatory Policy. Problems, text and case* (2^{ème} Ed.), New York, Aspen, 2002, 1224 pp.
19. Laurence Calandri, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2009, 752 pp.
20. Aoun Charbel, « L'indépendance de l'autorité de régulation des communications électroniques et des postes, Arcep », *Thèse*, Université de Cergy-Pontoise, 2006.
21. Pierre-Henri Conac, *La régulation des marchés boursiers, par la COB et la SEC*, thèse Paris I, 1999, N°96, LGDJ, 2002.
22. Philippe Coppens, Jacques Lenoble, *Démocratie et procéduralisation*, Bruxelles, Bruylant, 2000, 437 pp.
23. John Hart Ely 1997, *Democracy and Distrust, A Theory of Judicial Review*, Harvard University Press, 1980, 268 pp.
24. Jean-Jacques Daigre, *et alli.*, *Le contrôle démocratique des autorités administratives indépendantes à caractère économique*, Paris, Economica, 1^{re} éd. 2002, 64 pp.
25. Jean-Jacques Daigre, « L'éthique financière », *Que sais-je*, PUF 1991
26. Georges Daladier Abi-Rizk, « L'internet au service des opérations bancaires et financières », *Thèse*, Paris II, 2006, 487 pp.
27. Mireille Delmas-Marty, *Trois défis pour un droit mondial*, Paris, Editions du Seuil, 1998, 205 pp.
28. Mireille Delmas-Marty, *Pour un droit commun*, Seuil, 1994, 305 pp.

29. Hubert Delzangles, « L'indépendance des autorités de régulation sectorielles: Communications électroniques, Energie Postes », *Thèse*, Université Montesquieu Bordeaux, 2008, à paraître, éditions l'Harmattan, collection Logiques juridiques.
30. Hala Daoud-Rumeau Maillot, *Les Autorités de régulation dans le domaine des services financiers*, Thèse Lyon 3, décembre 2008, 565 pp
31. Nicole Decoopman, *La commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, Economica, 1980.
32. Christophe Fardet, « L'homologation en droit administratif », *thèse*, Univ. Paris II, 1996.
33. Gérard Farjat, *Pour un droit économique*, PUF, Paris, 2004, 224 pp.
34. Marie-Anne Frison-Roche, *Les leçons d'Enron*, Paris, Autrement, 2003
35. Marie-Anne Frison-Roche (dir), *Les régulations économiques : efficacité et légitimité*, Série Droit et Economie de la Régulation, Presses de Sciences Po / Dalloz, 2004, 198 pp.
36. Marie-Anne Frison-Roche (dir), *Règles et pouvoirs dans les système de régulation*, Dalloz-Presses de Sciences-Po, coll. « Règles et pouvoirs dans les systèmes de régulation », série « Droit et économie de la régulation », 2004, 192 pp.
37. Marie-Anne Frison-Roche, *Les 100 mots de la régulation*, Que sais-je ?, PUF, Paris, 2011, 126 pp.
38. Bruno Gizard, Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière : brèves leçons : des règles de bonne conduite à la lutte antiblanchiment », RB édition, Paris, 2005, Collection : Les essentiels de la banque, Broché, 127 pp.
39. Jean-Louis Halpérin, *Profils des mondialisations du droit*, Dalloz, 2009, 434 pp.
40. Natalino Irti, *La edad de la descodificación*, Barcelona 1992, trad. R. Rojo Boch.
41. Vincent Jamet, « De l'influence du principe de transparence sur la chaîne de régulation de l'information financière », *Thèse Nice Sophie-Antipolis*, 2007, 857 pp.
42. Georges Jade Laktineh, « Déontologie professionnelle et responsabilité civile dans les marchés boursiers (étude de droit comparé français et américain) ». *Thèse Aix-Marseille*, 2004, 502 pp.
43. Martine Lombard (dir) *Régulation et démocratie*, Dalloz Thèmes et commentaires, 2006.
44. Frédéric Lordon, *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Editions Raisons d'agir, Dijon, 2008, 220 pp.

45. Mariano Magide Guerrero, *Límites constitucionales de las administraciones independientes*, 2000, Madrid, Ministerio de Administraciones Públicas, 561 pp.
46. Giandomenico Majone, *La communauté européenne, un Etat régulateur*, Paris, Montchrestien, coll. Clef, 2000, 158 pp.
47. Gérard Marcou, Franck Moderne (dir.), *Droit de la régulation, service public et intégration régionale*, L'Harmattan, 2005, 457 pp.
48. Gilles J. Martin (dir.), *Après la déréglementation, les nouvelles formes de régulation*, LGDJ, 1998.
49. Jerry Mashaw, *Greed, Chaos & Governance. Using public choice to improve public law*, 1997, New Haven, Yale University Press, 231 pp.
50. Jacques Mestre (préface) *Le droit face à l'exigence contemporaine de sécurité*, Actes du colloque de la faculté de droit d'Aix-Marseille (11-12 mai 2000), P.U.A.M., 2000, 282 pp.
51. Charles Albert Morand, *Le droit néo-moderne de politiques publiques*, Paris, LJDG.
52. Franck Nicolaieff, *Responsabilités et régulation des marchés financiers: recherche sur les rôles respectifs de l'autorité judiciaire et de l'autorité des marchés financiers*, Thèse Aix Marseille III, 2008, 464 pp.
53. François Morin, *Le nouveau mur de l'argent, essai sur la finance globalisé*, éd. Seuil, 2006, 277 pp.
54. Anne-Catherine Muller, *Droit des marchés financiers et droit des contrats*, Economica, Paris, 2007, 644 pp.
55. Andrés Fernando Ospina-Garzón, « Les droits processuels des administrés devant l'AMF », *mémoire de master*, Paris II, 2007, 86 p.
56. Anne Penneau, *Règles d'art et normes techniques*, LGDJ, 1989, 295 pp.
57. Thomas Piazzon, *La sécurité juridique*, préf. L. Leveneur, coll. de Thèses, Defrénois, Lextenso, 2009, 638 pp.
58. Alain Pietrancosta, *Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers*, éd. Transactive, CD-ROM, 2000.
59. Stéphane Rials, *Le juge administratif français et la technique du standard (Essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité)*, coll. Bibliothèque de droit public, t. CXXXV, Paris, Librairie general de droit et de jurisprudence, 1980, 564 pp.
60. Damien Roets, « Impartialité et justice pénale », *Travaux de l'Institut de Sciences criminelles*, vol. XVIII, 1997, éditions Cujas.
61. Santi Romano, *L'ordre juridique*, Dalloz, Paris, 2^{ème} Ed., 2002, 174 pp.

62. Laurent Ruet, *La vérité sur l'effondrement de la bourse*. Essai, Ed. Mare & Martin, Paris, 2007.
63. María Salvador Martínez, *Autoridades independientes*, éd. Ariel Derecho, Barcelona, 2002. 404 pp.
64. Catherine Thibierge (dir), *La force normative, naissance d'un concept*, LGDJ, 2009, 912 pp.
65. Gérard Timsit, *Théorie de l'administration*, Paris, Economica, 1986, 375 pp.
66. Sylvie Thomasset-Pierre, *L'autorité de régulation boursière face aux garanties procédurales fondamentales*, coll. Bibliothèque de droit privé, N°247, LGDJ, 2003, 519 pp.
67. Martin Tomasi, *La concurrence sur les marchés financiers : aspects juridiques*, LGDJ, 2002, 448 pp.
68. Michel Van de Kerchove, *Le droit sans peine. Aspects de la dépenalisation en Belgique et aux Etats-Unis*, Fu Saint-Louis, 1987, 557 pp.
69. Hubert de Vauplane et J-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3ème éd. 1998.
70. Régis Vabres, « Comitologie et services financiers. Réflexions sur les sources européennes du droit bancaire et financier », *Dalloz-Sirey* 2009, préface de Thierry Bonneau, 584 pp.

III. ARTICLES ET COMMENTAIRES

A.

Germán Dario Abella A. Guillermo Quiroga B. « Sistemas de negociación y de registro de valores y de compensación y liquidación de la valores », *Revista de Derecho privado*, Universidad de Los Andes, N°39, 2008, 56 pp.

Karine Abderemane, « Confirmation des caractères supplétif et flexible du droit de la régulation », *RLC*, N°8, juillet – septembre 2006 p. 168.

Georges Abi-Saab, « Éloge du droit assourdi: quelques réflexions sur le rôle de la *soft law* en droit international contemporain », *Nouveaux itinéraires en droit. Hommage à François Rigaux*, Bruxelles, Bruylant, 1993, pp. 59-68.

Allen & Overy, *The Prudential Regulation Authority. An overview*, 10 December 2011, Disponible in <http://www.allenoverly.com/AOWeb/binaries/65311.PDF>

Accord institutionnel, *Mieux légiférer*, (2003/C 321/01) : JOUE N°C 321, 31 déc. 2003.

Bruce Ackerman, « The storrs lectures : dicovering the constitution », *Yale Law Journal*, 1984, v. 93, pp. 1013-1069

Miguel Acosta Romero, *Nuevo Derecho Bancario*, 8ta Ed. Editorial Porrúa. México, 2003. 1429 pp

Georges Affaki, Jean Stoufflet, « Chronique droit bancaire international », *Banque & Droit*, N°136, mars-avril 2011, pp. 28-32

Pierre Aidan, « La communautarisation du droit des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, 1 mars 2002 N°2, p. 79.

Eduardo Aldunate Lizana, « La distribución de potestades normativas en la constitución: potestades reglamentarias administrativas, autos acordados y facultades del fiscal nacional », *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, XXXIII, 2009, pp. 371-390.

Souley Amadou, « Bourses d'hier et de demain, brève réflexion sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de "marché" », *Mélanges AEDBF France*, 1997, p. 13-35.

AMF, « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF », document mis en ligne le 7 décembre 2010, in http://www.amf-france.org/documents/general/9747_1.pdf , pp. 3.

AMF, *La charte de l'enquête*, 34 pp., 13 décembre 2010.

AMF, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats. Lundi 18 octobre 2010. Téléchargé in http://www.amf-france.org/documents/general/9728_1.pdf

AMF, Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation, http://www.amf-france.org/documents/general/9521_1.pdf

AMF, Rapport annuel 2009, in http://www.amf-france.org/documents/general/9478_1.pdf

AMF, Rapport annuel 2008, Chapitre 2, in http://www.amf-rance.org/documents/general/8985_1.pdf

AMF, Communiqué de presse, 17 décembre 2009, « Réaction de l'Autorité des marchés financiers à la décision de sa commission des sanctions relative à l'affaire EADS »

AMF, Recommandation N°2010-13 du 2 décembre 2010 « Rapport sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », en ligne http://www.amf-france.org/documents/general/9734_1.pdf.

Paul Amserek, « Normes et Loi », *Archives de philosophie du droit*, XXV, 1980, p. 90 et ss.

Paul Amserek, « Une fausse idée claire : la hiérarchie des normes juridiques », *Revue de la recherche juridique, Droit Prospectif*, 2007-2, p. 557-581.

Paul Amselek, « L'évolution générale de la technique juridique dans les sociétés occidentales », *RDP*, 1982, pp. 275-294.

Anita Indira Anand, « An analysis of enabling vs. mandatory corporate governance : structures post- Sarbanes-Oxley », *Delaware Journal of Corporate Law*, N°31, 2006, p. 229-252

Jonas V. Anderson, « Regulating Corporations the American Way: Why Exhaustive Rules and Just Deserts are the Mainstay of U.S. Corporate Governance », *Duke Law Journal*, Vol. 57, N°. 4, 2008. Téléchargé in <http://ssrn.com/abstract=1157893>.

Karine Angel, Eric Dezeuse, « Le décret N°2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RD. banc. et fin.*, Janvier-février 2008, pp. 10-26

Peter H. Aranson, Ernest Gellhorn, Glen O. Robinson, « A theory of legislative delegation », *Cornell Law Review*, 1982, v. 68, pp. 1-56

Philippe Arestan, « Le renforcement du rôle des associations agréées par la loi de régulation bancaire et financière », *Banque & Droit*, janvier-février 2011, N°135, pp. 26-27.

Michel Armand-Prévost, « La médiation, Trop connue, mal connue, méconnue », *GP.*, 10 janvier 2006, N°10, pp. 2 et ss. (première partie), et 12 janvier 2006 N°12, pp. 11 et ss., (deuxième partie).

Iván Aróstica Maldonado, « Los dictámenes y la interpretación de la ley en sede administrativa », *Actualidad Jurídica*, n° 14, 2006, pp. 149-160.

Charles Arsouze, *Procédures boursières: sanctions et contentieux des sanctions*, Thèse Paris I, 2007, éd. Joly, 2009, 657 p.

Charles Arsouze, « Application du principe d'impartialité au rapporteur de la Commission des sanctions de l'AMF », *RTDF*, N°3, 2007, pp. 78-87

Hervé Ascensio, « L'interrégulation et les relations internationales entre États », in Marie-Anne. Frison-Roche (dir) *Les risques de régulation*, vol. 3, Presses de Sciences-Po/Dalloz, Paris, 2005, pp. 93-114.

Anthony Astaix, « Comités d'audit: publication des travaux de l'AMF », *Recueil Dalloz*, 17 juin 2010, N°24, p. 1482.

Hélène Aubry et Natacha Sauphanor-Bruillaud, « La protection de l'investisseur par les législations spéciales : quels critères ? », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2010, étude 33.

Hélène Aubry, « Réflexions sur l'évolution récente de la déontologie en droit des affaires », *Recueil Dalloz*, N°37, 2009, pp. 2504-2507.

Jean-Bernard Auby, « Toute régulation, par essence, comporte une part d'autorégulation », Entretien à M. le Professeur Jean-Bernard Auby, *RLC*, N°6, 2006, p. 104-105.

Jean-Louis Autin, « Du juge administratif aux autorités administratives indépendantes : un autre mode de régulation », *RDP*, 1988, N°5, pp. 1213-1227.

Laurent Aynès, « L'appréhension du risque financier par le Droit : propos conclusifs », *RD. banc. et fin.* N°6, Novembre 2010, étude 37.

Jihad B Azour, « Marchés boursiers dans les pays émergents : une grande diversité dans le développement », *Revue Banque* N°582, juin, 1997, pp. 54-57.

B.

Bank of England, FSA, *The Bank of England, Prudential Regulation Authority. Our approach to insurance supervision*, 21 pp. Disponible in http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/financialstability/uk_reg_framework/pr_a_approach2.pdf

Jeanne Balcom, « Autoregulación en Estados Unidos : El caso de la Autoridad Reguladora de la Industria Financiera », in www.svs.cl/

Aurélie Ballot-Léna, « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand le "droit mou", s'endurcit » pp. 17, in www.glose.org/CEDCACE1.pdf (Date de consultation: 2 janvier 2011)

Ségolène Barbou des Places, « Contribution(s) du modèle de concurrence régulatrice à l'analyse des modes et niveaux de régulation », in *La régulation, Nouveaux modes ? Nouveaux territoires ? Revue française d'administration publique*, N°109, 2004, pp. 37 - 48.

Elodie Basalo, *A propos du principe de primauté du droit communautaire sur les droits internes des Etats Membres : la question est-elle résolue aujourd'hui ?*. in <http://m2bde.u-paris10.fr/>

Carl J. Bauer, « Derecho y economía en la Constitución de 1980 », *Perspectivas en Política, Economía y Gestión*, N°1, vol. 2, 1998, p. 23-47

Olivier Beatrix et alli, Table ronde : « L'indépendance des agences européennes de régulation » in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison institutionnelle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque, 4e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

Gary Becker, « A theory of competition among pressure groups for political influence », *Quarterly journal of economics*, N°98, 1983, pp. 371-400.

Jean-Michel Belorgey, « Les principes directeurs », *LPA*, N°9, 2006, p. 3.

Aïda Bennini, « La procéduralisation du droit des sociétés », *RTD com.*, N°3, 2010, pp. 499-512

François-Régis Benois, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : parangon ou repoussoir ? », *RD. banc. et fin.*, N°6, Novembre 2010, étude 26.

Jean Bergougnoux , « Services publics en réseau : perspectives de concurrence et nouvelles régulations in *Rapport du groupe présidé par Jean Bergougnoux, La documentation française*, (Ed.), 2000, 347 pp.

Julia Black, « Constitutionalising Self-Regulation », *59 Modern Law Review*, 1996, p. 24-55

Julia Black, « Talking about Regulation », *Public Law*, 1998, 77-98

Julia Black, « Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a post Regulatory World », *54 Current Legal Problems*, 2001, p. 103-147.

Julia Black, « Restructuring Global and EU Financial Regulation: Capacities, Coordination and Learning », *LSE Law, Society and Economy Working Paper Series*, WPS 18-2010.

Julia Black, « Constructing and contesting legitimacy and accountability in polycentric regulatory regimes », *Regulation & Governance* (2008) 2, 137-164.

Julia Black, « The Rise (and Fall?) of Principles Based Regulation » in K. Alexander and N. Moloney (dir) *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham: Edward Elgar, 2011.

Raúl Bercovitz Alvarez, « La responsabilidad de los analistas de inversiones ». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. N°86. 7-54, 2002.

Richard K. Berg, « Reexamining Policy Procedures: The Choice Between Rulemaking and Adjudication », *Admin. L. Rev.*, 2006, vol. 38, p. 149-180

Jean-François Biard, « Comment améliorer l'action des agences de notation ? », *RD. banc. et fin.* N°5, Septembre 2010, comm. 194.

Jean-Marie Bockel, « La mise en concurrence des systèmes juridictionnels », Entretien, *Recueil Dalloz*, 2009, p. 2848.

Corinne Boismain, « Ce qu'il faut savoir afin de contracter avec des américains ou des anglais (éléments essentiels du droit des contrats américain et anglais) », *LPA*, N°23, 2008, pp. 6-15.

Christian de Boissieu, « Comparabilité économique entre système concurrentiel des biens et système boursier et financier » in *Droit boursier et droit de la concurrence*, N°spécial, *LPA*, 1999.

Laurence Boisson de Chazournes, « Standards et normes techniques dans l'ordre juridique contemporain : quelques réflexions » in *Le droit international et la quête de sa mise en œuvre, Liber amicorum Vera Gowlland-Debbas*, Leiden 2010, p. 351-376.

Dominique Bompont, « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2011, N°4, pp. 231 et ss, 113.

Régine Bonhomme, « Responsabilité et gestion du risque financier », *RD. banc. et fin.* N°6, Novembre 2010, étude 31.

Thierry Bonneau, « Monopole bancaire et monopole des prestataires de services d'investissement », *Mélanges AEDBF France*, 1997, p. 37 et ss.

Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD com.* N°52, 1999, pp. 257-271.

Thierry Bonneau, « Des nouveautés bancaires et financières issues de la loi N°2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière », *JCP E* N°38, 2003, p. 1470 – 1480.

Thierry Bonneau, « Les positions de l'AMF », *Dr. Sociétés*, mars 2006, Repère 3.

Thierry Bonneau, « Législation financière et droit communautaire » in *Le Code commerce 1807-2007, Livre du bicentenaire*, Université Panthéon-Assas (Paris II), Dalloz, 2007.

Thierry Bonneau, « Médiateur », *RD. banc. et fin.*, N°1, Janvier 2007, comm. 35.

Thierry Bonneau, « Codes de bonne conduite », *RD. banc. et fin.*, N°1, janvier 2007, comm. 38.

Thierry Bonneau, « Codes de bonne conduite », *RD. banc. et fin.*, N°1, janvier 2007, 43 Codes de bonne conduite, comm. 43.

Thierry Bonneau, « Principe du contradictoire et audition des témoins », *RD. banc. et fin.*, N°2, mars 2007, comm. 83.

Thierry Bonneau, « Le principe de la contradiction est sans application aux enquêtes préalables à la notification des griefs », *Dr. des sociétés*, N°6, juin 2007, comm. 120.

Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.*, N°4, juillet 2007, comm. 167.

Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.*, N°4, juillet 2007, 167.

Thierry Bonneau et Gunther Capelle Blancard, « Origines et solution à la crise financière », *Bull. Joly Bourse*, 2008, p. 446.

Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* N°1, janvier 2008, comm. 25.

Thierry Bonneau, « Changement de banquiers – Principes communs EBIC. EBIC Common Principles on Bank Account Switching », *Banque & Droit*, N°123, 2008, p. 21-22

Thierry Bonneau, « Incidence de la réforme MIF », *RD. banc. et fin.*, N°1, janvier 2008, comm. 28.

Thierry Bonneau, « Portée : Inscription en compte », *RD. banc. et fin.* N°3, mai 2008, comm. 94.

Thierry Bonneau, « Crise financière : l'AMF hors la loi ... pour la bonne cause », *RD. banc. et fin.*, N°5, 2008, repère 12.

Thierry Bonneau, « Comptes bancaires-Droit au compte-Charte professionnelle-Règles de bonne conduite », *Banque & Droit*, N°124, mars-avril 2009, p. 30.

Thierry Bonneau, « Le Committee of european regulators (CESR) renforcé », *RD. banc. et fin.* mai 2009, comm. 110.

Thierry Bonneau, « Comitologie, Le *Committee of european regulators* (CESR) renforcé », *RD. banc. et fin.*, mai-juin 2009, p. 81-82.

Thierry Bonneau, « Le projet de réforme de la supervision financière européenne » *RTDF* N°4/2009

Thierry Bonneau, « Services financiers », *RD. banc. et fin.* , juillet 2009, N°4, comm. 146.

Thierry Bonneau, « Commentaire de l'ordonnance numéro 2010-76 du 21 j anvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », *JCP E* 2010, N°6, p. 16,

Thierry Bonneau « Notion d'utilisation de l'information privilégiée », *RD. banc. et fin.* N°2, mars 2010, comm 80.

Thierry Bonneau, « Rapport Fleuriot », *RD. banc. et fin.* N°3, mai 2010, comm. 117

Thierry Bonneau, « L'EIWG fait également des propositions en matière de vente à découvert », *RD. banc. et fin.* N°4, juillet 2010, comm. 165.

Thierry Bonneau, « Contrôle du groupe Euronext », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2010, comm. 236.

Thierry Bonneau, « Efficacité et avenir de la régulation financière », *RD. banc. et fin.* , N°6, novembre 2010, étude 35.

Thierry Bonneau, « OPA : la légalité est restaurée », *RD. banc. et fin.* , N°5, septembre 2010, focus 20.

Thierry Bonneau, « Commentaire de la loi N°2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière », *JCP E* 2010. 195

Thierry Bonneau, « Recommandations AMF et RSE », *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 69, Éditorial.

Thierry Bonneau, « La réforme de la supervision financière européenne », *Rev. Lamy dr. aff.*, N°56, janvier 2011, p. 31.

Thierry Bonneau, « Bilan et perspectives 2010/2011 », *RD. banc. et fin.* ». N°1, janvier 2011, repère 1.

Thierry Bonneau, « Quotas d'émission de gaz à effet de serre », *RD. banc. et fin.* , N°2, mars 2011, comm. 76.

Thierry Bonneau, « Adaptation et renforcement », *RD. banc. et fin.* N°4, juillet 2011, comm. 152.

Thierry Bonneau, « Enregistrement et sanction », *RD. banc. et fin.* N°5, septembre 2011, comm. 181.

Thierry Bonneau, « Les projets européens relatifs à la lutte contre les abus de marché », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2011, étude 34.

Thierry Bonneau, « Coup de projecteur sur les agences de notation », *RD. banc. et fin.* , N°6, novembre 2011, alerte 31.

Thierry Bonneau, « High frequency trading », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2011, comm. 213.

Thierry Bonneau, « HFT, DMA et SA », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2011, comm. 214.

Thierry Bonneau, « De la crise bancaire à la crise de la dette souveraine », *RD. banc. et fin.* N°1, janvier 2012, repère 1.

Thierry Bonneau, « La réforme de la MIF dans les projets du 20 octobre 2011 », *RTDF* N°1-2012

Thierry Bonneau, « Remède ou cancer ? », *RD. banc. et fin.* N° 3, Mai 2013, repère 3.

Christian de Boissieu, « Comparabilité économique entre système concurrentiel de biens et services et système boursier et financier », in *Droit boursier et droit de la concurrence*, *LPA*, N°144, 21 juillet 1999.

Sabri Boubaker, Florence Labégorre, « L'autorité de régulation des marchés financiers : entre État et marché » *Revue d'Économie Financière*, N°89, 2007, p.163-181.

Hugues Bouchetemple, « La réforme de la gestion alternative, esquisse d'une nouvelle méthode de réglementation financière ? Du passage des treize critères aux quatre principes ». *Banque & Droit*, 2008, N°121, p. 19-24.

Hugues Bouchetemple, « L'alerte éthique dans les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, étude comparé franco-américaine ». *Banque & Droit*, N°107, mai-juin 2006.

Emmanuelle Bouretz et Jean-Louis Emery, « Autorité des marchés financiers et Commission bancaire : pouvoirs de sanctions et recours », *Revue Banque Edition*, juin 2008, pp. 19-115.

Emmanuelle Bouretz, « La défaillance de la régulation financière », *RD. banc. et fin.* , N°5, Septembre 2009, dossier 26, N°7.

Laurence Boy, *Normes*, in <http://www.reds.msh-paris.fr/communication/textes/boy1.html>.

Laurence Boy, « Réflexions sur "le droit de la régulation" (à propos du texte de M.-A Frison-Roche) », *D. N°37*, 2001, pp. 3031-3038.

Alan E. Boyle, « Some Reflections on the Relationship of Treaties and Soft law », *International and Comparative Law Quarterly*, 1999, vol. 48, N°4, p. 901-913

Marie Brac, *Codes de bonne conduite : quand les sociétés jouent à l'apprenti législateur...*, pp. 18, in www.glose.org/CEDCACE3.pdf

Stephen Brey « Inspiration réciproque et mondialisation des flux économiques », *LPA*, N°112, 2008, p. 5-6.

Pierre Bringuier, « De la recommandation en droit interne et international (Considérations sur la recommandation internationale et le plan incitatif) », in *La terre, la famille et le juge, Etudes offertes à Herni Cosnard*, Paris, Economica, 1990, pp. 443-452

Jean-François Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'art. 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme. A propos d'une divergence entre le Conseil d'État et la Cour de cassation », *AJDA*, novembre 1999, pp. 847-859.

Eric Brosseau, « Les marchés peuvent-ils s'autoréguler ?, Concurrence et régulation des marchés », *Cah. Fr. Doc. Fr.*, 2003, p. 64-70.

883. Judith Marion Braun, « Services financiers: le processus Lamfalussy, genèse et mise en application pratique », Juillet 2008, in <http://www.europarl.europa.eu/parliament/expert/>
Fabrice Bussière, « Position AMF du 15 octobre 2010 relative à la commercialisation des instruments financiers complexes », *Banque & Droit*, N°145, 2011, pp. 45-46.

C

Fabrizio Cafaggi, « Le rôle des acteurs privés dans les processus de régulation: participation, autorégulation et régulation privée », in *La régulation, Nouveaux modes ? nouveaux territoires ?*, *Revue française d'administration publique*, N°109, 2004, p. 23-36.

Fabrizio Cafaggi, « Gouvernance et responsabilité des régulateurs privés », *RIDE*, 2005/2 (t. XIX, 2)

Gladys Camacho Cepeda, « La legitimidad de la potestad administrativa sancionadora », *Revista de Derecho Público*, Chile, 2007, Volumen 69, Tomo II, pp. 9-23.

Guy Canivet, *La motivation brève en question*, Téléchargé in <http://www.ahjucaf.org/spip.php?article33>

Roberto Caranta, « Les conditions et modalités juridiques de l'indépendance du régulateur », in *Les régulations économiques légitimité et efficacité*, coll. « Droit et Economie de la Régulation », vol. 1 Presses de Sciences Po / Dalloz, 2004, 198 pp, *spéc.* pp. 72-77.

Jean Carbonnier « L'inflation des lois » in *Essais sur les lois*, Paris, *Répertoire du Notariat Defrénois*, 1979, p. 1207 et ss.

Carlos Carmona Santander, *Una aproximación general sobre las superintendencias desde la perspectiva del derecho*, apuntes de clases.

Emilie Carrasco, *Les autorités administratives indépendantes* in <http://dpa.u-paris2.fr/IMG/pdf/AAI.pdf>

Juan Antonio Carrillo Salcedo, « Droit international et souveraineté des États. Cours Général de droit international public. Académie droit international », *Recueil des Cours de l'Académie de Droit international de la Haye*, 1996, pp. 35-221.

Jesús María Casal, « Derechos humanos, equidad y acceso a la justicia », *Derechos humanos, equidad y acceso a la justicia*, Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, novembre 2005, Caracas, pp. 11-45

Paul Cassia, « La sécurité juridique, un nouveau principe général du droit à multiples facettes », *D.*, 2006, p. 1190.

Hervé Causse, Jean Stoufflet, Serge Durox, « Après la crise financière, quelle rénovation du droit bancaire et financier ? », *RD. banc. et fin.*, Novembre- Décembre, 2008, pp. 5-7.

Rodrigo Céspedes Proto, « La fuerza vinculante de la jurisprudencia administrativa », *Rev. Chilena de Derecho*, vol. 28, N°1, pp. 149-159.

Nicolas Cellupica et Charles Joseph Oudin, « Le pouvoir de composition de l'Autorité des marchés financiers, Vers une contractualisation de la répression en matière boursière », in Marie-Anne, Frison-Roche (dir), *Responsabilité et régulation économique*, Droit et économie de la régulation, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz – Sciences-Po., Paris, 2007, pp. 157-169.

Cary Coglianese. « Citizen Participation in Rulemaking, Past, Present and Future », in Duke L. J., 2006, vol. 55, pp. 943-968.

Muriel Chagny, « Risques, finance et droit », *RD. banc. et fin.*, N°6, Novembre 2010, étude 29

Yves Chaput, « La transparence : clair obscur juridique d'un concept économique », *RJ com.* 2005, hors série, Entreprise : information et rumeur.

René Chapus, « Qu'est-ce qu'une juridiction ? in *Mélanges Eisenmann*, Cujas, 1975, p. 265-297

Christian Chavagneux et Laurence Tubian, « Quel avenir pour les institutions de Bretton Woods ? Les transformations de la conditionnalité » in François Bourguignon *et alli* Développement, Les Rapports du Conseil d'analyse économique N°25, Paris, *La Documentation française*.

Jean-Yves Chérot, « Le Premier ministre (...) exerce le pouvoir réglementaire », observations sur quelques mots de l'article 21 alinéa 1^{er} de la Constitution », *RRJ, Droit prospectif*, N°spécial 2001, Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, pp. 2191-2201.

Norman Chester, « Fringe Bodies, Quangos and all that », *Public Administration*, 57-1, 1979, p. 51

Jacques Chevalier « Vers un droit post-moderne ? », *RDP*, N°3, 1998, pp. 659.

Jacques Chevallier, « Réflexions sur l'institution des autorités administratives » *JCP G* 1986, 3254

Jacques Chevallier, « COB, CNIL, CNCL et Cie : la philosophie des autorités administratives indépendantes », *Regards sur l'actualité*, 1988, N°146, pp. 13-18

Jacques Chevalier, « La régulation juridique en question », *Droit & société*, 2001, N°49, p. 827-846.

Jacques Chevalier, « Régulation et polycentrisme dans l'administration française », *Revue administrative*, N°301, janvier-février, 1998, pp. 43-53.

Laure Closie, « Le pouvoir de transaction ne transformera pas l'AMF en SEC », in <http://www.agefi.fr/articles/Le-pouvoir-transaction-transformera-lAMF-SEC-1150750.html>.

Martin Collet, « De la consécration à la légitimation, Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation », in Marie-Anne Frison-Roche (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », pp. 41-56.

Conseil d'Etat, Rapport 2001, « Les autorités administratives indépendantes », Etudes et documents N°52, *La Documentation française*, 2001.

Conseil d'État, *Les autorités administratives indépendantes*, Rapport public 2001, téléchargé in <http://www.conseil-etat.fr/cde/node.php?articleid=432>

Daniel Cohen, « Contentieux d'affaires et abus de *forum shopping* », *D.* 2010, p. 975 et ss

Marielle Cohen-Branche, « La problématique de la répartition du contentieux entre les deux ordres au travers de l'exemple de l'Autorité des marchés financiers », in *Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?*, *RFDA*, N°5, Septembre-Octobre 2010, pp. 912-914

Marielle Cohen-Branche, « La Cour de cassation, la finalité de la loi et la nouvelle protection de l'investisseur », *Bull. Joly Bourse*, 2011, p. 55.

Adriana Combatt Fandiño, « La responsabilidad del analista financiero como tercero de confianza », *Vniversitas* [online], 2010, n.120 [citado 2011-04-07], pp. 202-236, in en: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0041-90602010000100009&lng=es&nrm=iso

Jean-Denis Combrexelle, « Le principe d'impartialité et les autorités de régulation ; Le cas de la Commission nationale informatique et libertés. Conclusions sur CE, Ass. 3 déc. 1999, *Caisse du crédit mutuel de Bain-Tresboeuf* », *RFDA.*, mai-juin 2000, pp. 574-583.

Commission des communautés européennes, « Promouvoir un cadre européen pour la responsabilité sociale des entreprises », *Livre vert*, COM, 2001, 366 final, p. 7. Téléchargé in http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/com/2001/com2001_0366fr01.pdf

Commission européenne, *Livre blanc Politique des services financiers 2005-2010*, in http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_fr.htm#Financial_Services_Policy_2005-2010

Pierre-Henri Conac, « L'influence de la loi Sarbanes-Oxley en France », *Sociétés*, N°4, Octobre-Décembre 2003, pp. 835-858.

Pierre-Henri Conac, « La transaction : une pratique déjà éprouvée en matière financière aux Etats-Unis », in *Faut-il accorder à l'amf le pouvoir de transiger ?*, compte rendu du Colloque organisé par l'AEDBF, 8 février 2005.

Pierre-Henri Conac, « L'Autorité de régulation du marché financier américain : La *Securities and Exchange Commission* (SEC) », in *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9, Paris, LGDJ, 2006, pp. 177-197

Pierre-Henri Conac et Vincent Caillat, « Du CESR à l'ESMA : le Rubicon est franchi », *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 500.

Alexis Constantin, « Les outils contractuels de gestion des risques financiers », *RD. banc. et fin.* N°6, novembre 2010, étude 30.

Marie-Laure Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue, la création de l'AMF », *LPA*, N°228, 2003, p. 10.

Marie-Laure Coquelet, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », in *Melanges AEDBF-IV*, Banque éd., 2004, p. 119

Luis Cordero, José García « Elementos de Discusión sobre Agencias Independientes: el Caso de las Superintendencias », http://www.lyd.com/wp-content/files_mf/sil33elementosdediscusionobreagenciasindependienteselcasodelassuperintendenciaslcorderoyjfgarciafebrero2012.pdf

Jean-Paul Costa, « Le droit au juge indépendant et impartial en matière administrative. Le principe vu par la Cour européenne des droit de l'homme », *AJDA*, 20 juin 2001, p. 514-518

Alain Couret, « Les dispositions de la loi de sécurité financière intéressant le droit des sociétés », *JCP E* 2003, p. 1290.

Paul Craig, « Public Law and Control over Private Power », in M. Taggart (dir), *The Province of Administrative Law*, Hart, 1997, p. 196-216.

Jacques Crémer, « Le retour à la régulation ordinaire au sortir de la crise », in *Les risques de régulation*, vol. 3, Presses de Sciences-Po/Dalloz, Paris, 2005, p.59-65.

Franck B. Cross, Robert. A. Prentice, « The Economic Value of Securities Regulation », *28 Cardozo Law Review* 333, October, 2006 ;

Dominique Custos, « The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies », *Am. J. Comp. L.*, 2006, vol. 54, p. 615-639.

D.

Jean-Jacques Daigre « Une nouvelle source du droit, le communiqué? (à propos d'un communiqué de la COB du 4 mai 1999) », *JCP G*, 1999, p. 1277.

Jean-Jacques Daigre, « AMF : la transaction par la petite porte... », *Bull. Joly Bourse*, 01 septembre 2010 N°5, p. 367.

Jean-Jacques Daigre, « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire », *RD. banc. et fin.*, N°4, juillet-août, 2003. p. 197.

Jean-Jacques Daigre, « L'inversion des sources formelles en droit des marchés financiers », *RTDF* N°2, 2006, p. 105.

Philippe Dautry, « Les autorités administratives indépendantes : un nouvel objet d'évaluation parlementaire », in *Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?*, *RFDA*, N°5, Septembre-Octobre 2010, pp. 884-886.

Isabelle Debarats, « Vers un droit français de la responsabilité sociétale de l'entreprise », *Semaine Sociale Lamy*, N°1391, 2009, p. 6

Nicole Decoopman, « Le contrôle juridictionnel des autorités administratives indépendantes » in *Le droit administratif en mutation*, PUF, 1993, pp. 211-230

Nicole Decoopman, « Droit et déontologie, contribution à l'étude des modes de régulation », in *Les usages sociaux du droit*, CURAPP, 1989, pp. 87-105.

Nicole Decoopman, « La COB », in Thierry Bonneau (dir.), *La modernisation des activités financières*, Ed. GLN Joly, 1996, N°236.

Nicole Decoopman, « A propos des autorités administratives indépendantes et de la réglementation », in Jean Clam, Gilles Martin (dir) *Les transformations de la régulation juridique*, LGDJ, Coll. Droit et Société, 1998, p. 249-257.

Nicole Decoopman, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Editions du Juris-Classeur*, novembre 2004, Banque - Crédit - Bourse, fascicule N°1511, p. 1-22

André Delion, « La Financial services authority britannique », in *Annales de la régulation*, v. 1, Bibliothèque de l'institut André Tunc, Tome 9, Paris, LGDJ, 2006, pp. 219-226

Fabrice Demarigny, « Régulateurs et régulés dans la construction des normes financières européennes » in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004.

Laurent Depussay, « Hiérarchie des normes et hiérarchie des pouvoirs », *RDP*, N°2, 2007, pp. 421-441

Isabelle Desbarats, « Codes de conduite et chartes éthiques des entreprises privées. Regard sur une pratique en expansion », *JCP G* 2003, I, 112.

Isabelle Desbarats, « Alertes, codes et chartes éthiques à l'épreuve du droit français », *Recueil Dalloz*, N°9, 2010, pp. 548-552.

Neal Devins, David E. Lewis, « Not so Independent Agencies, Party Polarization and the Limits of Institutional Design », *Boston University Law Review*, 2008, vol. 88, pp. 459-498.

Neal Devins, « Political Will and the Unitary Executive : What Makes an Independent Agency Independent ? », *Cardozo Law Review*, octobre 1993, vol. 15, pp. 273-304.

Pascal Deumier, Philippe Jacques, « Chartes et codes de conduite des entreprises : les degrés de normativité des engagements éthiques (Circ. DGT 2008/22 du nov. 2008 relative aux chartes éthiques, dispositifs d'alerte professionnelle et au règlement intérieur) », *RTD civ.* Janvier-Mars 2009, N°1, pp. 77-81.

José Manuel Díaz de Valdés, « Anomalías constitucionales de las superintendencia: un diagnóstico », *Estudios Constitucionales*, n° 1, 2010, pp. 249 – 282.

Serge Diebolt, « Règles, Droit et complexité », Denys de Béchillon, Synthèse et commentaire par Serge Diebolt, www.reds.msh-paris.fr/communication/textes/cplx02.htm

Xavier Dieux, « Questions relatives à la responsabilité civile des autorités de contrôle ou de surveillance en matière économique et financière », 29 pp. Téléchargé in <http://www.ulb.ac.be/facs/droit/horaires/attach/autoritesdecontrole.pdf>

Marie-Noëlle Dompé, « Les règles de bonne conduite », in *La modernisation des activités financières*, N°531-553

Bruno Dondero, « Les conseillers en investissements financiers », *LPA*. 14 novembre 2003, N°228, p. 58 et ss.

Jean Douvreur, Olivier Douvreur. « Le principe d'indépendance : de l'autorité judiciaire aux autorités administratives indépendantes », in *Mélanges Jacques Robert*, Montchrestien, 1998, Libertés, pp. 323-343.

Olivier Douvreur, « La *soft law* en matière financière : le point de vue de l'Autorité des marchés financiers », *RD. banc. et fin.* N°1, janvier 2012, dossier 5.

Guillaume Drago, « La "guerre des juges" n'aura pas lieu », *JCP A*, N°14, 2 avril 2007, 2081, comm.

France Drummond, « Le manquement d'initié: données récentes », Table ronde N°2, 3^e Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, p. 13. Disponible in http://www.amf-france.org/documents/general/9729_1.pdf

Pascal Diener, « Ethique et droit des affaires », *D.*, 1993, chron., p.17-19.

Matthieu Dubertret, « Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge ? », *RD. banc. et fin.* N°4, Juillet 2010, étude 17.

Claude Ducouloux-Favard, « La Commission des opérations de bourse et les droits de l'homme », *LPA*, N°29, 1999, pp. 14-16.

Claude Ducouloux-Favard, « Infractions boursières, Délits et manquements et fautes disciplinaires », *Dictionnaire Joly Bourse*, N°357.

Olivia Dufour, « Et si le gendarme boursier transigeait ? », *LPA*, N°39, 2005, pp. 3 et ss.

Olivia Dufour, « La polémique autour de l'avenir de l'AMF », *LPA*, N°82, 2008, pp. 3-7

Olivia Dufour, « L'AMF à un tournant de son histoire », *LPA*, N°128, 2008, pp. 4-5.

Olivia Dufour, « Régulation des marchés financiers : une obligation de résultat ! », *LPA*, 1 décembre 2011 N°239, p. 4

Olivia Dufour, « La loi de régulation bancaire et financière conforte le pouvoir de sanction de l'AMF », *LPA*, N°215, 2010, pp. 3-4.

Olivia Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *LPA*, N°258, 2010, pp. 4-5.

Hervé Dumez et Alain Jeunemaître, « Montée en puissance passée et impasses actuelles de la régulation économique européenne des industries de réseaux », extrait de www.regulation.sciences-po.fr/fr/documentation/DER_2/Dumez.pdf

Pierre-Emmanuel Dupont, « La directive AIFM sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *RD. banc. et fin.* , N°5, Septembre 2011, étude 29.

René-Jean Dupuy, « Droit déclaratoire et droit programmatoire: de la coutume sauvage à la "soft law" », in *L'élaboration du droit international public. Société française pour le Droit international, Colloque de Toulouse (1975)*, Leiden, Sijthof, 1975, pp. 132-148

E.

Gabriel Eckert, « La responsabilité administrative des autorités de régulation », *RD. banc. et fin.*, mars-avril 2009, 13, pp. 18-24.

Gabriel Eckert, « Les autorités de régulation et l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme : quelle cohérence ? », *RD. banc. et fin.*, N°3, 2010, Dossier 18.

Gabriel Eckert, « L'indépendance des autorités de régulation économique à l'égard du pouvoir politique », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et*

financière : une approche comparée, Colloque, 4^e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

Eugenio Evans Espiñeira, « Control de Constitucionalidad de la normatividad regulatoria de las actividades económicas », *Revista de Derecho Administrativo Económico*, n° 16, pp. 111-128

F.

Bertrand Fages, « Rôle, valeur et bon usage des codes de gouvernement d'entreprise », *Bull. Joly Sociétés*, avril 2009, §84, pp. 429-433.

Christophe Fardet, « La notion d'homologation », *Droits*, N°28, 1998, p. 181

Gérard Farjat, « Réflexions sur les codes de conduite privés » in *Le droit des relations économiques internationales, Etudes offertes à Berthold Goldman*, Paris, Litec, 1987, pp. 47-66.

Gérard Farjat, « Les pouvoirs privés économiques », in *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XX^e siècle*, À propos de 30 ans de recherche du C REDIMI, Mélanges dans l'honneur de Philippe Khan, 2000, pp. 613-661.

Björn FASTERLING, Jean-Christophe Duhamel, « Le Comply or explain : la transparence conformiste en droit des sociétés », *RIDE*, N°2, 2009, p. 129-157.

Jean-Philippe Feldam, « L'AMF respecte-t-elle les droits de la défense? », *Recueil Dalloz*, 2009, N°41, pp. 2756-2757.

Romain Felli, « Développement durable et démocratie : la participation comme problème », Urbia, *Les cahiers du développement durable* 3, pp. 11-28, 2006

Pablo Fernandez Castro, *Descentralización y Desconcentración administrativas*, <http://www.monografias.com/trabajos4/descent/descent.shtml>

Benoît Feron, Béatrice Taevernier, « Principes généraux du droit des marchés financiers », éd. Larcier, 1997.

Juan Carlos Ferrada Bórquez, « Los órganos reguladores de actividades económicas relevantes en Chile : una visión panorámica », *Revista chilena de Derecho*, v. 30, N°2, 2003, pp. 271-286

Financial Reporting Council, « The Combined Code on Corporate Governance », version de juin 2006, Préambule § (7).

Juan Carlos Flores Rivas, « Límites constitucionales de las facultades interpretativas de los organismos de la Administración », *Revista de Derecho Público*, 2007, v. 69, Tomo II, 22 pp. Téléchargé de www.derecho.uchile.cl

Thierry Francq, secrétaire générale de l'AMF, Intervention *in* « Régulation bancaire et financière : une nouvelle donne post-crise ? », 29 d' octobre de 2010. Disponible *in* [http://www.aedbf.eu/index.php?id=details&L=0&tx_ttnews\[tt_news\]=47&tx_ttnews\[backPid\]=22&cHash=99f0931b858e95887139f4d4aab8bf3f](http://www.aedbf.eu/index.php?id=details&L=0&tx_ttnews[tt_news]=47&tx_ttnews[backPid]=22&cHash=99f0931b858e95887139f4d4aab8bf3f)

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, *et alli*, « Law and regulation for global financial markets: enforcing the new regime - incentive or deterrence? » *L. & F.M.R.* 2010, 4(4)346-359.

Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation et droit des sociétés. De l'article 1832 du code civil à la protection du marché de l'investissement », *in Mélanges Dominique Schmidt*, Joly éd., 2005, pp.255-271.

Marie-Anne Frison-Roche, « Les contours de l'Autorité des marchés financiers », *Mélanges AEDBF-France IV*, p. 165 et ss.

Marie-Anne Frison-Roche, « Responsabilité, indépendance et reddition des comptes dans les systèmes de régulation économique », *in* Marie-Anne Frison-Roche (dir) *Responsabilité et régulation économique...*

Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque et droit*, mai-juin 1995, p. 46-51.

Marie-Anne Frison-Roche, « Consentement, pouvoir et régulation économique », *RTD Civ.*, 1998, 43.

Marie-Anne Frison-Roche, « Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ? », *in* « Droit boursier et droit de la concurrence », *LPA*, N°144, 1999, p. 9.

Marie-Anne Frison-Roche, « L'impartialité du juge », *Dalloz*, 1999, chr., p. 53-57.

Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit de la régulation », *D.*, 2001, chron., pp.610-616

Marie-Anne Frison-Roche, « Le besoin conjoint d'une régulation analogue des relations sociales et des marchés globalisés », *in L'avenir du travail, de l'emploi et de la protection sociale. Les dynamiques de changement et la protection des travailleurs*, Institut International d'Etudes Sociales, 2002, pp.175-189 ; repris à la *RIDE*, 2002, N°1, pp. 67-82. Téléchargé *in* http://www.cairn.info/resume_p.php?ID_ARTICLE=RIDE_161_0067

Marie-Anne Frison-Roche, « La régulation, objet d'une branche du droit », *in* Droit de la régulation, questions d'actualité, *LPA*, N°110, 2002, N°spécial. pp. 3-7.

Marie-Anne Frison-Roche, « Valeurs marchandes et ordre concurrentiel » *in L'ordre concurrentiel, Mélanges A. Pirovano*, éd. Frison-Roche, 2003, pp. 223-233.

Marie-Anne Frison-Roche, « Le nouvel art législatif requis par les systèmes de régulation économique », *in* Marie-Anne Frison-Roche, *Règles et pouvoirs dans les système de régulation*, Dalloz-Presses de Sciences-Po, coll. « Règles et pouvoirs dans les systèmes de régulation », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 154-170.

Marie-Anne Frison-Roche, « Les contours de l'Autorité des marchés financiers », *in* H. de Vauplane et J.-J. Daigre (dir.), *Droit bancaire et financier. Mélanges AEBDF*, vol. IV, Revue Banque Edition, 2004, pp.165-180.

Marie-Anne Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », *Dalloz*, 2004, p. 126-129.

Marie-Anne Frison-Roche, « Contrat, concurrence, régulation », *RTD civ.*, juillet- septembre 2004, p. 451-469.

Marie-Anne Frisson Roche, « La dualité de juridictions appliqué à la régulation », *RLC*, 2005,

Marie-Anne Frison-Roche « Les nouveaux champs de la régulation » *in* La régulation, Nouveaux modes ? nouveaux territoires ? *RFAP*, N°109, 2004.

« La maturation de la régulation énergétique par la loi du 9 août 2004 », *RLC*, N°1 novembre 2004/janvier 2005, pp. 131-135.

Marie-Anne Frison-Roche, « Étude pour l'Office Parlementaire d'évaluation législative », *Étude pour un bi lan des Autorités administratives indépendantes en France*, parution en annexe du rapport du Sénateur Gélard, 15 juin 2006.

Marie-Anne Frison-Roche, « Régulateurs indépendants versus LOLF », *RLC*, N°7 avril-juin 2006, pp. 69-73

Marie-Anne, Frison-Roche, *Droit et économie de là régulation* (sous la dir.), coll. Thèmes et commentaires, Dalloz – Sciences-Po., Paris, 2007, pp. 55-70

Marie-Anne Frisson Roche, « Actualité du droit de la régulation. Dialectique entre concurrence et régulation », *RLC*, 2007, N°11, pp. 168-174.

Marie-Anne Frison-Roche, « Régulation bancaire, régulations financière », *Études offertes à P. Didier*, 2008, pp. 173-187, *spéc. N°1* et 23.

Marie-Anne Frison-Roche, « Une "politique de sanction" peut-elle exister dans la régulation financière et être commune aux régulateurs et aux juges ? », *Bull. Joly Bourse*, 01 décembre 2009 N°spécial, p. 445-447.

Marie-Anne Frison-Roche, « Le droit à un tribunal impartial », *in* R. Cabrillac, et Th. Revet (dir.), *Libertés et droits fondamentaux*, 15ième éd., Dalloz, 2009, pp. 499-508

Marie-Anne Frison-Roche, « Economic Regulation and Financial Regulation », *The Journal of Regulation*, 2010, I-1.11.

Marie-Anne Frison-Roche, « La nature hybride du C onseil de régulation financière et du risque systémique », *D.* 2010, chron., pp. 2712-2714.

Marie-Anne Frison-Roche, « Ambition et efficacité de la régulation économique », *RD. banc. et fin.* N°6, Novembre 2010, étude 34

Marie-Anne Frison-Roche, « Regulation versus Competition », *The Journal of Regulation*, N°7, March/April 2011, I-1.30, p.550-559.

Marie-Anne Frison-Roche, *La distinction entre la régulation économique et la régulation financière*, in http://www.mafr.fr/IMG/pdf/132Distinction_reg_financiere_et_economi que.pdf

FSA, *The Financial Conduct Authority, Approach to regulation*, Juin 2011. Disponible in http://www.fsa.gov.uk/pubs/events/fca_approach.pdf

Andréane Fulconis-Tielens, « Les Fonds Souverains, Nouveaux chevaliers blancs ? », *Revue Banque*, N°699, février 2008, pp. 26-43.

G.

Alexander Galetovic y Ricardo Sanhueza, “Regulación de servicios públicos: Hacia donde debemos ir?”, *Estudios Públicos*, N°85 (Veranos 2002), p. 101-137

Emmanuel Gaillard, « États-Unis : coup d’arrêt aux class actions extraterritoriales – À propos de l’arrêt de la Cour Suprême des États-Unis du 24 juin 2010 », *JCP G*, 2010, N°27, pp. 1381-1382

Emmanuel Gaillard « Les leçons de l’affaire Morrison. Réflexions sur l’arrêt rendu par la Cour Suprême des États-Unis le 24 juin 2010 », *Bull. Joly Bourse*, N°4, 2010, pp. 308-314

Matthieu Galey et Charlotte Girard, *Le procès équitable dans l’espace normatif anglais : l’éclairage du droit public*, Téléchargé in http://halshs.archives-ouvertes.fr/docs/00/41/90/87/PDF/Le_proces_equitable_dans_l_espace_normatif_anglais_-_l_eclairage_du_droit_public_-_GALEY_Matthieu_et_GIRARD_Charlotte.pdf

Angeles Galiana Saura, « La actividad legislativa en el Estado Social de Derecho », *Cuadernos electrónicos de filosofía del derecho*, N°2, 1999. Téléchargeable in <http://www.uv.es/CEFD/2/galiana.html> (8 avril 2011)

Alvaros Gallegos, « Hacia una reforma continua de los mercados financieros », in <http://www.chile21.cl/chile21/archivos/revistas/gallegos.pdf>

Jérôme Gallot, « Qu’est-ce que la régulation ? Contribution pour une définition », *Revue de la concurrence et de la consommation*, N°119, p. 5.

Heriberto García, *et alli*, « Las nuevas regulaciones en México en el mercado financiero: ¿La ética en transición a normatividad y ley? », *International Journal of Good Conscience*, 2(1) :17-25. Octubre 2006 – Marzo 2007.

José Francisco García García, Sebastián Soto Velasco, “Una mirada constitucional al diseño constitucional chileno : impacto sobre el proceso legislativo y la acción de los grupos de interés”, *Rev. Ius et Praxis*, v. 15, N°1, Talca 2009, pp. 353-372

José Francisco García J, "Inflación de superintendencias ? Un diagnóstico crítico desde el derecho regulatorio ?", *Actualidad Jurídica*, 2009, N°19 T. I, pp. 327-372.

José Francisco García G. et Sergio Verdugo R., "De las Superintendencias a las agencias regulatorias independientes en Chile : Aspectos constitucionales y de diseño regulatorio", *Actualidad Jurídica*, 2010, N°22, pp. 263-305.

Yves Gaudemet « La concurrence des modes et des niveaux de régulation », Introduction, *in* La régulation nouveaux modes, nouveaux territoires ?, *RFAP*, N°109, 2004, pp. 5-12

Yves Gaudemet, « Les actions administratives informelles », *RIDC*, N°2, 2004, pp. 645-654.

Anne Gazier, Les pouvoirs des autorités administratives indépendantes (AAI), [http://www.francejus.ru/upload/fiches_fr/Les%20pouvoirs%20des%20autorites%20administratives%20ind%C3%A9pendantes%20\(AAI\).pdf](http://www.francejus.ru/upload/fiches_fr/Les%20pouvoirs%20des%20autorites%20administratives%20ind%C3%A9pendantes%20(AAI).pdf)

Michel Germain, « Transparence et information », *LPA*, N°139, 1997, pp. 16.

Laurent Gimalac, "L'imagination est-elle une source du droit ?", *RRJ, Droit Prospectif*, 2007-2, p. 590-614.

Bruno Gizard et Jean-Pierre Deschanel, « Déontologie financière et pouvoir disciplinaire », p. 157-182, *in* Hubert de Vauplane et Jean Jacques Daigre, (dir.) *Mélanges AEDBF France*, III, 2001

Olivier Gohin, « Qu'est-ce qu'une juridiction pour le juge français ? », *Droits*, 1989, N°9, p. 93-105

Philippe Goutay, « Le devoir de loyauté devant la commission des sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 1 janvier 2012 N°1, p. 6, note 12.

Thierry Granier, « Placement des titres et responsabilité des dirigeants de sociétés de prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Sociétés*, 1 juillet 2011 N°7, p. 575, 282.

Michèle Grégoire, « Libres marchés et droit masqué. Pourquoi des instruments juridiques non contraignants en matière bancaire et financière ? », *RD. banc. et fin.* N°1, Janvier 2012, dossier 2.

Florence G'ssell-Macrez, « Vers la justice participative ? Pour une négociation "à l'ombre du droit" », *Recueil Dalloz*, 28 octobre 2010, N°37, pp. 2450-2459

Jean Louis Guillot et Pierre-Yves Bérard, « Les obligations en matière de conseil d'investissement », *Revue Banque*, N°704, 2008, p. 81-83.

Mathias Guyomar, « Le droit au juge indépendant et impartial en matière administrative. Le principe vu par le Conseil d'Etat », *AJDA*, 20 juin 2001, p. 518-525.

H.

Arnaud Haquet, « Le pouvoir réglementaire des autorités administratives indépendantes. Réflexions sur son objet et sa légitimité ». *RDP*, N°2-2008, p. 393-419.

Victor Haïm, « Le commissaire du gouvernement et le respect du contradictoire », *Dalloz*, 1999, N°19, chr., pp. 201-204.

Marianne Haschke-Durnaue, « Les sanctions dans la loi de sécurité financière », *LPA*, 14 novembre 2003, N°228, p.110

Leonardo Hernández y Fernando Parro, « Sistema financiero y crecimiento económico en Chile », *Estudios Públicos*, N°99 (invierno 2005), p. 97-134

José Luis Huape Rodríguez, *Jerarquía normativa en el orden constitucional mexicano y argentino*, <http://colegioabogadosmexicali.com/>

Jean-Michel Hubert, « Le bon usage des résultats d'évaluation » in *Droit et économie de la régulation, Les régulations économiques légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 106-109.

Ma. Guadalupe Huerta Moreno, « La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial » in <http://www.azc.uam.mx/publicaciones/gestion/num6/art7.html>

Benjamin Huglo, « Une nouvelle obligation : celle de bien réguler ? », *AJDA*, N°1/2009, p. 20-27

Sébastien Huyghe et Jean-Luc Warsmann, « Rapport d'information sur les défaillances de la régulation bancaire et financière », *Doc. AN* N°2208.

I.

Ryuichi Ida, « Formation des normes internationales dans un monde en mutation critique de la notion de *soft law* », in *Le droit international au service de la paix, de la justice et du développement. Mélanges Michel Virally*, Paris, Ed. A. Pedone, 1991, pp. 333-340

Laurence Idot, « Opérations d'initiés », *Europe* N°2, Février 2010, comm. 75.

Pascale Idoux, « Autorités administratives indépendantes et garanties procédurales », *RFDA*, septembre-octobre 2010, pp. 920-930.

J.

Bertrand Jacquillat, « Europe – Etats-Unis : fonctionnement et régulation des marchés financiers », Téléchargé www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/Jacquillat.pdf

Antoine Jeammaud « Des concepts en jeu » in *Les transformations de la régulation juridique* (dir. G. Martin), LGDJ (Coll. Droit et Société), 1998, p. 47-72.

Antoine Jeammaud « L'interdisciplinarité, épreuve et stimulant pour une théorie des règles juridiques », in T. Kirat et É. Serverin (dir) *Le droit dans l'action économique*, Editions du CNRS, 2000, p. 219.

Alexia Jenecourt, « L'adaptation du système administratif aux enjeux de la régulation », *Banque & Droit*, N°110, 2006, pp. 10-21.

Philippe Jestaz, « La sanction ou l'inconnue du droit », *D.*, Chron. XXXII, 1986, pp. 197.

Philippe Jestaz, « Les sources du droit : le déplacement d'un pôle à un autre », *RTD civ.* (2), avril-juin, 1996, pp. 299-312.

K.

Catherine Kessedjian, « La norme juridique est-elle apte à lutter contre la corruption ? », in *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XX^e siècle*, À propos de 30 ans de recherche du CREDIMI, Mélanges dans l'honneur de Philippe Khan, 2000, p. 601-611.

Renée Koering-Joulin, « Le juge impartial », *Justices*, 1998, N°10, pp. 1-16

Jean-Philippe Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, N°250, 2010, pp. 18-21.

Jean-Philippe Kovar, « La responsabilité des autorités de régulation face au dualisme juridictionnel », *RD. banc. et fin.*, N°2, 2009, 12, pp. 16-17.

Jean-Philippe Kovar, « La soumission des autorités de régulation aux garanties du procès équitable », *RD. banc. et fin.* N°3, 2010, dossier 18.

884. Jean-Philippe Kovar, Jérôme Lasserre Capdeville, « Les autorités de régulation et l'article de la CEDH », *RD. banc. et fin.* N°3, 2010, dossier 17.

885.

886. Harold J. Krent, « From a Unitary to a Unilateral Presidency », *B.U. L. Rev.*, 2008, vol. 83,

887. p. 523.

L.

Frédéric Lacroix, « Le renforcement du contrôle de la commercialisation de produits d'investissement : l'initiative PRIPs », *RD. banc. et fin.* N°1, Janvier 2011, étude 9.

Jean-Jacques Laffont et Marie-Anne Frison-Roche, « Contrôle et évaluation des autorités de régulation », *Rapport d'expertise* pour la Cour des Comptes, décembre 2001.

Dominique de La Garanderie, « Le contrôle des « parachutes dorés », Entretien à Dominique de La Garanderie, *Recueil Dalloz*, 2008, N°36, p. 2584

Williams Landes, Richard Posner, « The independent judiciary in an Interest group perspective », *Journal of law and economics*, N°18, 1975, pp. 875-914.

Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Law and Finance », *Journal of Political Economy* 1998, N°106, 1998, p. 1113 et s.

Frank Martin Laprade, « L'AMF peut désormais compter sur les gros traders et les grandes sociétés cotées pour renflouer ses caisses », *Bull. Joly Bourse*, 1 mars 2011 N°3, pp. 166, Commentaire, 94.

Jérôme Lasserre Capdeville, « Délit de manipulation de cours et engagement de la responsabilité d'une personne morale », *Bull. Joly Bourse*, 1 mai 2009 N°3, pp. 170 et ss.

Jérôme Lasserre Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'autorité des marchés financiers », *LPA*, N°250, 2010, pp. 15-17.

Jérôme Lasserre Capdeville, « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, N°211, 2010, pp. 3-7.

Jérôme Lasserre Capdeville, « Le renforcement des pouvoirs de l'AMF dans le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2013 n° 4, p. 164.

Jérôme Lasserre Capdeville, « L'indépendance des autorités de régulation financière à l'égard des opérateurs régulés », in *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison sectorielle, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, Colloque, 4^e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

Benoit Le Bars, « Réforme de l'appel public à l'épargne : entrée pragmatique du droit français dans l'ère de l'offre au public des titres financiers », *Recueil Dalloz*, 2009, N°22, pp. 1500-1503.

Anne-Valérie Le Fur, « La protection de l'investisseur par le droit des biens. La notion de bien financier », *RD. banc. et fin.* N°6, Novembre 2010, étude 32.

Hervé Le Nabasque, « La règle "non bis in idem" et les abus de marché. (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) », *RD. banc. et fin.* N°6, Novembre 2010, repère 6.

Hervé Le Nabasque, « Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 intéressant le droit des sociétés et le droit financier », *Rev. Sociétés*, 2010. 547.

Pierre Lascoumes, « Normes juridiques et mise en œuvre des politiques publiques », *L'année sociologique*, 1990, pp. 43-71.

Christian Larrain, « Supervisión financiera: Lecciones del caso Inverlink », *Estudios Públicos*, N°92, 2003, pp. 111-142

Matías Larrain, « Notas al último intento de reforma del sistema de supervisión financiera », *Anuario de derecho público*, Universidad Diego Portales, 2012, pp. 392 y ss.

Xavier Laureote, *Le procès équitable devant le juge administratif français*, p. 3, Téléchargé in http://halshs.archivesouvertes.fr/docs/00/41/90/87/PDF/Le_proces_equitable_devant_le_juge_administratif_francais_-_LAUREOTE_Xavier.pdf

LCH.Clearnet SA, « Règles de la Compensation », 30 mars 2007. Téléchargeable in http://www.lchclearnet.com/images/draft_rulebook_30march2007_fr_tcm6-31897.pdf

Céline Le Barzic et Eva Menguina, « Règlement et recommandations sur l'information financière en ligne : quelle articulation ? » Téléchargé de www.glose.org/CEDCACE6.pdf

Philippe Leboulanger, « L'arbitrage des litiges relatifs aux opérations sur les marchés financiers », in *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XX^e siècle*, À propos de 30 ans de recherche du CREDIMI, Mélanges dans l'honneur de Philippe Khan, 2000, p. 545-558.

Jean-François Lepetit, « Etat, juge et régulateur », *LPA*, N°17, 2003, p. 9-14, aussi in Marie-Anne Frison-Roche (dir), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Droit et économie de la régulation, hors coll., Paris, Presses de Sciences Po, 2004, 208 pp..

Jean François Lepetit, *La régulation des marchés financiers*, Intervention dans l'Institut d'économie publique, 23 janvier 2003, 16 pp. Téléchargé in <http://www.idep-fr.org/spip.php?article102>

Anne Levade, « QPC et directive "retour" : retour en arrière jurisprudentiel ?, Décision n° 2011-217 QPC du Conseil constitutionnel du 3 février 2012 », *JCP*, N°8, 2012, pp. 350-353.

Noemí Levy, « Innovación financiera y crecimiento económico », *Revista Electrónica olafinanciera.unam.mx*, N°5, pp. 69-98, Téléchargé in http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/05/pdfs/Levy5.pdf

Diego Lopez Medina, « El sueño weberiano : Claves para una comprensión constitucional de la estructura administrativa del Estado Colombiano », *Rev. de Derecho Público*, N°19, 2007, 42 pp.

Monique Luby, « À quelles conditions un État membre peut-il prévoir des dispositions plus rigoureuses que celles de la directive N°89/592 du Conseil, du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 septembre 2001 N°5, pp. 459 et ss., note 76.

M.

Donato Masciandaro, Rosaria Vega Pansini, Marc Quintyn, *The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?*, Working Paper, PW/11/261 (Fondo monetario internacional) 2011.

Callum Mac Carthy, « Why independent regulators? », in *Les régulations économiques légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 57-64

Gonzalo Maestro Buelga, « Negociación y participación en el proceso legislativo », *Revista de Derecho Político*, N°32, 1991, pág. 78.

Hala Rumeau-Maillot, « L'Europe et la régulation des services financiers : entre principes et réalité », *RD. banc. et fin.*, N°4, Juillet 2011, dossier 22.

Hala Daoud-Rumeau Maillot, « Les mesures prises par l'Union européenne en réponse à la crise : inventaire, présentation et commentaire », *Euredia/REDBF* 2010/4, p. 495 à 539.

Véronique Magnier, « Le principe se conformer ou s'expliquer, une consécration en trompe l'œil? », *JCP E* N°23, 5 juin 2008, pp. 3-5.

Véronique Magnier, Yann Paclot, « Les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées », *Recueil Dalloz*, 2009, N°15, pp. 1027-1028.

Philippe Malaurie, « Le grand maléfice : L'instabilité du droit français », *LPA*, N°3, 2008, p. 3.

Philippe Malaurie, « Transparence financière et réforme institutionnelle », *LPA*, N°169, 2008, p. 3-5

Catherine Malecki, « Les recommandations de l'AMF sur l'information publiée par les sociétés cotées en matière de responsabilité sociale et environnementale », *JCP E* N°51, décembre 2010, 2140.

Jorge Marabotto, « Un derecho humano esencial: el acceso a la justicia », *Anuario de Derecho Constitucional Mexicano*, 2003, pp. 291-301

Bertrand du Marais, « L'idée de régulation est encore soutenable ? », *LPA*, N°53, 2001, pp. 13-18

Bertrand du Marais (dir.), « Agence de notation, immobilier et contrats publics, contributions sur l'attractivité économique du droit », *Documentation française*, sept. 2007

Bertrand du Marais, « L'attractivité économique du droit : le droit français peut-il survivre dans la compétition internationale? », *Droit et Patrimoine*, N°170, mai 2008, pp. 38-45.

Louis Marquis, « Le Droit uniforme et le possible juridique », *RRJ juridique, Droit Prospectif*, 2007-2, p. 583-588.

Arlette Martin-Serf, « La modélisation des instruments juridiques », in *La mondialisation du droit*, Travaux du Credimi, vol. 19, Paris, Litec, 2000, p. 179-205.

Francesco Martucci, *et alli*, « Le système européen de surveillance financière », *Europe* N°6, Juin 2011, étude 6

Angeles Mazuelos Bellido, « Soft law : mucho ruido y pocas nueces ? », *Revista electrónica de estudios internacionales*, 2004, pp. 1 -40. Téléchargé in <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1004415>

Mustapha Mekki, « Les doctrines sur l'efficacité du contrat en période de crise », *RDC*, N°10, 2010, pp. 383-406.

Anne-Dominique Merville, « La responsabilité civile, pénale et administrative des agences de notation », *RD. banc. et fin.* N°3, Mai 2013, étude 9.

Jean-Paul Mingansson, « La responsabilité sociale des entreprises concept et place dans l'agenda européen », *LPA*, N°41, 2004, p. 7

Jacques Mistral, Christian De Boissieu, Jean Hervé Lorenzi, « Les normes comptables et le monde post-Enron », Rapport N°42 du Conseil d'analyse économique, in *La Documentation française*, 2003.

Santiago Montt Oyarzún, « Autonomía y responsividad: Dos expresiones de la vocación jurificadora del Derecho Administrativo y sus principios fundamentales », *Documento de trabajo* N°4, Centro de Regulación y Competencia, Facultad de Derecho, Universidad de Chile, pp. 23. Disponible in <http://www.regcom.uchile.cl/inicio/trabajos/documentos-de-trabajo/documento-de-trabajo-4>

Charles-Albert Morand, « Régulation, complexité et pluralisme juridiques », in *Mélanges Paul Amseleck*, Paris, Bruylant 2005, pp. 614- 630.

Charles Albert Morand, « L'obligation d'évaluer les effets des lois », in Charles Albert Morand (dir), *Evaluation législative et lois expérimentales*, Aix-en-Provence, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 1993, 242 pp.

Charles Albert Morand, « Eléments de légistique formelle et matérielle » in *Légistique formelle et matérielle*, Aix-en-Provence, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, 1999, 334 pp.

Joël Moret-Bailly, « Règles déontologiques et fautes civiles », *D.* 2002, Chron. 2820-2824

Renaud Mortier, « L'objectivation de la notion d'utilisation d'une information privilégiée », *Droit des sociétés*, N°5, Mai 2010, comm. 96.

Anne-Marie Moulin, « Le renouvellement des instruments juridiques en matière bancaire. La politique de transparence de l'Autorité de contrôle prudentiel », *RD. banc. et fin.* , N°1, Janvier 2012, dossier 3.

Jean-Pierre Moussy, Rapport présenté au nom de la section des finances, II – 1, in <http://www.conseil-economique-et-social.fr/rapport/docton/03052810.PDF>

Anne-Catherine Muller, « Autorités de régulation. Comités. Rapport Larosière », *RD. banc. et fin.* juillet-août 2009, p. 77-78, comm. 145.

Anne-Catherine Muller, « La réforme du système européen de surveillance financière : organisation et fonctionnement des autorités européennes de surveillance », *RD. banc. et fin.* mars 2011, étude 11.

Anne-Catherine Muller, « Présentation des principales dispositions du Dodd Frank Act », *RD. banc. et fin.* N°3, mai 2011, comm. 119.

N.

Philippe Neau-Leduc, *Débat juridique sur les sanctions prononcées par Euronext dans le cadre des règles de marché*, pp. 15. Téléchargé de www.aedbf.asso.fr/COLLOQUES/Intervention_PNL.doc

Philippe Neau-Leduc, « À propos de la réglementation des marchés financiers », in *Mélanges M. Cabrillac*, éd. Dalloz 1999, pp. 499-516.

Nicolas Nitsch, « L'inflation juridique et ses conséquences », *Archives de Philosophie du droit*, vol. XXVII, 1982, pp. 161-179.

Frédéric Nizard, « Le transfert de propriété des valeurs mobilières : une réforme inachevée », *Sociétés* 2004, p. 619.

E. Nowak, R. Rott, T. G. Mahr, « Does self-regulation work in a civil law country ? An empirical analysis of the declaration of conformity to the German Corporate Governance Code », *ECG*, 2004.

Maurice Nussembaum, « Les sources du risques sur les marchés financiers des produits dérivés », *LPA*, N°56, 1996, pp. 5

O.

OCDE, « Culture financière et protection des consommateurs : les oubliés de la crise », juin 2009, pp. 24.

OCDE, *Designing Independent and Accountable Regulatory Authorities for High Quality Regulation*, 2005, 236 pp. Téléchargé in <http://www.oecd.org/site/govgfg/39609070.pdf>

Giorgio Oppo, « Sui principi generali del diritto privato », *Riv. dir. civ.*, 1991, I, pp. 475 et ss.

Jean-Claude Oderzo, « Les autorités administratives indépendantes et la Constitution », *thèse*, Aix-Marseille, 2000.

José Luis Oreiro, *Acumulação de Capital, Sistema Financeiro e Regulação Governamental. Uma análise comparativa das contribuições de Keynes, Stiglitz e Dymski*, http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/acumulacao_de_capital_mercado_financeiro_e_regulacao.pdf

Filali Osman, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. : réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », *RTD civ.*, N°3, 1995, pp. 509-531

François Ost, Michel Van de Kerchove : « Le jeu : un paradigme féconds pour la théorie du droit » in « Le jeu : un paradigme pour le droit » *Droit et société*, LGDJ, 1992, 300 pp, spéc. pp. 239-276.

P.

Yann Paclot, « L'article L. 621-15 toujours recommencé... » Focus, *RD. banc. et fin.*, N°6, novembre 2010.

Jean Paillusseau, « Respect des équilibres, choix de société et gestion du risque financier systémique », *RD. banc. et fin.*, N°6, novembre 2010, étude 36

Hugo Palacios Mejía, « Notas acerca de la facultad para regular la economía en la Constitución de 1991 », *Revista de Derecho Público*, N°1.

Georges Pauget, « Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ? », *Revue de la stabilité financière*, 2009, N°13, pp. 125-130

Alain Pellet, « Le "bon droit" et l'ivraie-plaidoyer pour l'ivraie, (Remarques sur quelques problèmes de méthode en droit international », *Mélanges Charles Chaumont*, Pedone, 1984, pp. 465-493.

Anne Perrot, « Le modèle du contrat dans les nouvelles conceptions des régulations économiques », in Marie-Anne Frison-Roche (dir.), *Les engagements dans les systèmes de régulation*, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2006, pp. 151-160

Frédéric Peltier, « Vers une cohérence des sanctions administratives ou pénales des abus de marché », *JCP E*, N°50, 15 Décembre 2011, pp. 1905.

Sam Pelzman, « Towards a more general theory of régulation », *Journal of law and economics*, N°16, 1976, pp. 211-240

Thomas Perroud, L'indépendance des autorités de régulation économique et financière au Royaume-Uni, in L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : comparaison nationale, *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparé*, Colloque, 4^e édition des Journées Européennes de la Régulation, Strasbourg, 3-4 février, 2012.

Alain Pietrancosta, « En quête d'une meilleure régulation », *RTDF*, 2006/2, p. 1

Alain Pietrancosta, « Concurrence et marchés financiers : croisons les droits ! », *Propos introductifs*, *Concurrences*, N°1, 2008, pp. 2-9.

Alain Pietrancosta, Jean-Baptiste Poulle, « Le principe "appliquer ou s'expliquer" » in Erik Le Dolley (dir.) *Les concepts émergents en droit des affaires*, LGDJ, 2010, 488 pp., spéc. p. 377-394.

Alain Pietrancosta, « Enforcement of corporate governance codes : A legal perspective », *RTDF*, N°1-2, 2011, pp. 27-39.

Evelyne Pisier, « Vous avez dit indépendantes ? Réflexions sur les AAI », *Pouvoirs*, 46, 1988, pp. 73-83

Emmanuel Piwnica, « La dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives indépendantes », *in* Les autorités administratives indépendantes : une rationalisation impossible ?, *RFDA*, N°5, Septembre-Octobre 2010, pp. 915-919.

Michel Prada, « Sécurité et régulation financière », *Revue d'économie financière*, 2001.

Michel Prada, « Une nouvelle organisation des marchés : les enjeux de la directive MIF », *Revue d'économie financière*, N°82, pp. 1-7.

André Prüm, « La directive AIFM : nouveau paradigme pour la responsabilité des dépositaires ? », *RD. banc. et fin.* N°1, Janvier 2011, alerte 1, pp....

Marta Podzun de Buraschi, « Es posible la integración MERCOSUR Unión Europea ? », *Actualidad Económica*, año XIII, N°55, enero-diciembre 2004

Rafael Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, « What Works in Securities Laws ? », *Journal of Finance*, American Finance Association, 2006, vol. 61, (1), pages 1-32, 02

Norman S. Poser, « Why the SEC Failed: Regulators Against Regulation », *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 3, Spring 2009 ; Brooklyn Law School, Legal Studies Paper N°132, *in* SSRN : <http://ssrn.com/abstract=1348612>

Jean-Baptiste Poulle, « La régulation par l'information en droit des marchés financiers », *LPA*, N°5, 2009, pp. 6-15

Jean-Baptiste Poulle, « L'apparition du principe "se conformer ou expliquer" en droit français », *RTDF*, N°1, 2008, p. 41-....

Jean-Baptiste Poulle, « La mise à l'épreuve du principe "se conformer ou expliquer" au Royaume-Uni », *JCPE* 2009, N°1123

Joëlle Pralus-Dupuy, « Réflexions sur le pouvoir de sanction disciplinaire reconnu à certaines autorités administratives indépendantes », *RFDA*, may-juin 2003, pp. 554-567

Olivier Prost, Hugues Parmentier, Cyrille Hugon, « Fonds Souverains, Quelle réglementation européenne ? », *Revue Banque*, janvier 2009, N°709, p. 54-57.

André Prüm, « La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance » *RD. banc. et fin.*, N°3, mai-juin, p. 1-3.

Matthias Pujos, « Impartialité ou partialité de la procédure disciplinaire, Le Conseil d'État change de camp ! », *Banque & Droit*, N°136, 2011, p. 3-6.

R.

Gérard Rameix, « L'expérience française du contrôle du régulateur » *in* *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004.

Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours, 2008, p. 418. Téléchargé in http://www.amf-france.org/documents/general/9646_1.pdf

Jean-Pierre Remy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD. com.* Janvier-Mars 2010, pp. 29-59.

Sébastien Renaud, « Les autorités de régulation et le démembrement du pouvoir central », *RRJ, Droit prospectif*, numéro spécial 2001, Pouvoir réglementaire et délégation de compétence normative, pp. 2203-2224.

Hubert Reynier, « Le cas de l'autorité de régulation des marchés financiers », *Revue française d'administration publique* 1/2004 (n°109), p. 93-97.

Hubert Reynier « Le rôle du CESR au niveau 3 du processus Lamfalussy », *RTDE*, N°1, 2006, p. 38.

Isabelle Riassetto, Michel Storck, « Les codes de bonne conduite en droit des marchés financiers : d'un code à l'autre », *Mélanges G. Wiederkehr*, Dalloz 2009, p. 669.

Isabelle Riassetto, « Politiques de rémunération au sein des sociétés de gestion », *Rev. Droit ban. et fin.* N°1, Janvier 2011, comm. 32.

Isabelle Riassetto, « OPCVM monétaires et crise des "subprimes" : responsabilité civile des acteurs », *RD. banc. et fin.* N°4, Juillet 2011, comm. 150.

Philippe Richard, « L'évaluation de la régulation. L'expérience de l'Organisation internationale des commissions de valeurs » in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Dalloz-Presses de Sciences-Po., coll. « Thèmes et commentaires », série « Droit et économie de la régulation », 2004, pp. 94-98.

Laurent Richer, Alain Viander, « Le rescrit financier (Commentaire du règl. N°90-07 de la Cob », *JCP E*, 1991, I 10.

Jacqueline Riffault-Silk, « Droit des contrats et régulation économique », *RLC*, N°3, 2005, pp. 132 et s.

Augustin Robert, « Informations comptables et financières : quelles responsabilités ? », *Bull. Joly Sociétés*, novembre 2009, 207, pp. 1028-1034

Karine Rodriguez, « Création du Conseil de régulation bancaire et financière et du risque systémique », *LPA*, N°250, 2010, pp. 12-14.

Cristián Romero Cordero, « Los principios del derecho administrativo sancionador », *Revista de Derecho Público*, Chile, 2007, Volumen 69, Tomo II, pp. 24-35.

Nicolas Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *Bull. Joly Bourse*, N°1, Janvier-Février 2004, p. 1-10

Nicolas Rontchevsky, « Nouvelles précisions sur la preuve et la sanction du manquement d'initié », *RTD com.* 2011, p. 385.

Nicolas Rontchevsky, « L'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, 1 novembre 2011 N°11, p. 582, 305.

Nicolas Rontchevsky, Michel Storck, « Une tentative de réponse française à la crise financière : la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *RTD. com.*, N°1, 2011, pp. 138-162.

Dominique Rousseau, « La montée en puissance du juge dans le constitutionnalisme contemporain : un phénomène à l'échelle mondiale » (internet)

Stéphane Rousseau, « L'analyse économique du droit », Entretien, *Recueil Dalloz*, 2009, N°5, p. 352.

Florence Roussel, « Les autorités de marché », in *Le droit boursier en mouvement*, Colloque Chantilly, RJC, nov. 2003, N°spécial.

Florence Roussel, « Organisation et missions de l'autorité de marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, Mars-Avril 2004, p. 139 §32.

Rouyère, « Responsabilité civile et régulation. Éléments d'une rencontre », in *Responsabilité et régulation économique* Marie-Anne Frison-Roche (dir.), Droit et économie de la régulation, coll. Thèmes et commentaires, Dalloz – Sciences-Po., Paris, 2007, pp. 19-41

Laurent Ruet, « Liquidation intempestive : Consécration de la responsabilité du prestataire sur le fondement des stipulations contractuelles (Théorie de la contractualisation des règles de marché) », *LPA*, N°9, 2008, pp. 4-13.

André Rousset et Charles-Henry Taufflieb, « Code de bonne conduite AFTB-AFTE », *Banque et droit* 1999, N°64, p. 20

Vincent Ruol, « Création de l'ACP: premières leçons entre continuité et contrastes », *Banque Magazine*, juin 2010, p. 63.

S.

Paul Sabourin, « Les autorités administratives indépendantes, une catégorie nouvelle », *AJDA.*, mai 1983, p. 275

Nicolas de Sadeleer, « Le statut du principe de précaution en droit français », in <http://www.desadeleer.eu/>

Stéphanie Saint-Pé, Jérôme Herbet, Refonte du placement privé à la française et modification de la notion d'investisseur qualifié : des zones floues pour les investisseurs comme pour les gérants, *Bull. Joly Bourse*, 1 Mars, 2013, N°3.

Pascal Salin, Mathieu Laine « Le mythe de la transparence imposé », *JCP E*, 6-13 novembre 2003, N°45-46.

Thierry Samin, « La Commission bancaire sanctionnée par le Conseil constitutionnel », *RD. ban. et fin.*, N°1, janvier 2012, alerte1.

Jean Marc Sauvé, «Les sanctions administratives en droit public français», in «Les sanctions administratives », *AJDA.*, octobre 2001, numéro spécial, p. 16.

René Savatier, « L'inflation législative et l'indigestion du corps social », *Dalloz, Chron.*, p. 43 et ss.

David Schoenbrod, « Politics and the principle that elected legislators should make the laws », *Harvard Journal of law and Public Policy*, 2003, v. 26, pp. 239-280

Alain Seban, « Le principe d'impartialité et les autorités de régulation ; Le cas du Conseil des marchés financiers. Conclusions sur CE, Ass., 3 déc. 1999, *Didier* », *RFDA.*, Mai-Juin 2000, pp. 584 s.

Arnaud See, « Le visa de la Commission des opérations de bourse, Essai sur le régime juridique de la régulation financière », in http://cde.alsace.cnrs.fr/IMG/pdf/s_E9e.pdf

Sénat, « 57 propositions pour un nouvel ordre financier mondial », Proposition N°9, *Rapport d'information N°59* fait au nom du groupe de travail de la commission des finances sur la crise financière et la régulation des marchés, 21 de octobre de 2009.

Konstantinos Sergaki, « Règlement (UE) N°513/2011 : l'avancée de l'Esma vers la "maturité régulatrice" face aux agences de notation », *Bull. Joly Bourse*, N°9, 2011, pp. 491-495.

Jean-Louis Seurin, « Les origines historiques de la séparation des pouvoirs », in *Etudes offertes à Jean-Marie Auby*, Dalloz, 1992, p. 651-663.

Martin Shapiro : « The problem of independant agencies in the U.S. and the E.U. », *Journal of European Public Policy*, 1997, N°4, p. 276

David Skeel, « The Dodd-Drank Dilemma » in <http://www.law.upenn.edu/blogs/regblog/2011/04/the-dodd-frank-dilemma.html>

Dominique Schmidt, « A propos de la jurisprudence, source du droit des affaires », *Dalloz Affaires*, 2004, p. 2130.

Dominique Schmidt, « Les conditions d'imputation des manquements aux règles de l'Autorité des marchés financiers », *RJEP* mars 2009, N°662, Etude 5.

Spiro Simitis « Crisis de la información en el Derecho y sistemas automatizados de documentación jurídica ». Trad. de A.E. Pérez Luño, en VV.AA., *Problemas actuales de la documentación y la informática jurídica*, Madrid, 1987, pág. 54.

Eduardo Soto Kloss, « El derecho fundamental de acceso a la justicia (a propósito de requisitos de admisibilidad) », *Revista Chilena de Derecho*, 1998, número especial, pp. 273-278

Jean-Marc Sorel, « Les États face aux marchés financiers », in *Souveraineté étatique et marchés internationaux à la fin du XX^e siècle*, À propos de 30 ans de recherche du CREDIMI, Mélanges dans l'honneur de Philippe Khan, 2000, p. 507-543.

Jean-Marc Sorel, « L'évolution des institutions financière internationales : entre redéploiement et fragilité, une restructuration systémique en chantier », *Annuaire français de droit international*, N°52, 2006, pp. 481-504.

Jean-Marc Sorel, « La notion de bien public mondial vue du droit international », in R. Mehdli/ S. Maljean-Dubois (dir) *Les Nations Unies et les grandes pandémies*, Pedone, Paris, 2007, pp. 161-167.

Bernard Spitz, « La composition du Comité européen du risque systémique est une aberration » in www.EurActiv.fr, 26 octobre 2009.

Michel Storck et Jérôme Lasserre Capdeville, « Panorama général de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, N°250, 2010, pp. 3-11

Michel Storck, « Codes de bonne conduite. Organisation professionnelle », *RD. banc. et fin.*, Juillet-Août 2009, comm. 140, pp. 61-63.

Jean-Jacques Alexandre Souyris, « Le pouvoir réglementaire des institutions en matière bancaire et financière », *RRJ, Droit prospectif*, N°spécial 2001, Pouvoir règlementaire et délégation de compétence normative, pp. 2221-2224.

Frédéric Stasiak, « Le Délit d'initié mi en scène », *LPA*, N°122, p. 40-45

George Stigler, « The theory of economics regulation », *Bell journal of economics and management science*, vol. 2, N°1, 1971, pp. 1-21

Christian Stoffaës, « Les nouvelles régulations à l'essai », extrait du *Rapport Services publics, question d'avenir*, pages 176-216, in www.viepublique.fr/dossier_polpublic/regulation_sp/stofregu.shtml. (Date de consultation : 10 mai 2007).

Superintendencia de Valores y seguros, Chile, *Comision de valores y seguros*, 38 pp. Téléchargé in www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/doc/cvs_final.pdf

Cass R. Sustein, « Non delegation canons », *John Olin Law and Economics Working*, paper N°82, Téléchargeable in <http://www.law.uchicago.edu/Publications/Working/index.html>

T.

Emmanuel Tchameni, « Les marchés émergents », *Encyclopédie des marchés financiers*, 197, p. 913 et ss

Ivan Tchotourian, « Éthique, responsabilité sociale, audit social et développement durable... quel bilan et quelles perspectives d'avenir? », in <http://ias2005.free.fr/Actes/Pdf/tchotourian.pdf>, 16 pp.

Ivan Tchotourian, « Devoirs et responsabilités des administrateurs d'entreprises d'investissements : les récentes précisions de la *Securities and Exchange Commission* », *RD. banc. et fin.*, novembre – décembre 2008, étude 26.

Ivan Tchotourian, « H.R. 3269 : la réaction des parlementaires américain en matière de rémunérations des dirigeants », *Bull. Joly Sociétés*, Novembre 2009, pp. 950-952

Ivan Tchotourian, « Les bonus entre encadrement et taxation », *Recueil Dalloz*, 2010, N°1, pp. 4-5

Ivan Tchotourian, « L'ISR imposé aux gérants de portefeuille : big bang ou coup d'épée dans l'eau de la loi Grenelle II ? », *RD. banc. et fin.* N°3, mai 2011, étude 21.

Cécile Thépot, « L'encadrement légal de l'activité des agences de notation par la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, N°250, 2010, pp. 26-31.

Catherine Thibierge, « Le droit souple, Réflexion sur les textures du droit », *RTD. civ.* octobre-décembre 2003, pp. 599-628.

Sylvie Thomasset-Pierre, « L'autorité des marchés financiers, une autorité publique ambivalente », *Mélanges AEDBF-France IV*, Rev. Banque éd., p. 417-437.

Gérard Timsit, « La régulation, naissance d'une notion », in *Archipel de la norme*, Paris, PUF, 1997.

Gérard Timsit, « Les deux corps du droit. Essai sur la notion de régulation », *RFPA*, 1996, N°78, pp. 375-394.

Jean-Guillaume de Tocqueville, « Le renouvellement des instruments juridiques en matière bancaire : le point de vue du praticien », *RD. banc. et fin.* ° 1, janvier 2012, dossier 4.

Adam Tomkins, « In Defence of the Political Constitution », *Oxford Journal of Legal Studies* N°22 (1), 2002, pp.157-175

François Guy Trébulle, « L'environnement en droit des affaires », *Mélanges Y. Guyon*, Dalloz, 2003, p.1035.

François-Guy Trébulle, « Incidence du développement durable en matière bancaire et financière (mai 2010 – juin 2011) », *RD. ban. et financier*, N°1, Janvier 2012, étude 3.

U.

Francky Urrego et Manuel Quinche-Ramírez, « Los decretos en el sistema normativo colombiano. Una política estatal de invención normativa », *Universitas*, supl. 116, junio 2008, pp. 53-83.

V.

Régis Vabres, « Le système européen de supervision : état de lieux et perspectives », *RD. bancaire. et fin.* janvier-février 2010, *spéc.* N°122 et ss.

Jean-Paul Valette, « La régulation des marchés financiers », *RDP*, N°1-2005, pp. 183-210.

J. Vascongelos, « L'autorité de la régulation à travers le rapport du régulateur et de l'Etat », in *L'autorité de la régulation, les annonces de la Seine*, Forum de la régulation du 24 juin 2002, 11 juillet 2002.

Hubert de Vauplane, « Code de bonne conduite AFTB/AFTE relatif aux opérations sur instruments financiers de taux et de change conclues sur les marchés de gré à gré », *Banque et droit*, N°62, Novembre 1998, p. 27

Hubert de Vauplane, « Plan d'action CESR niveau 3 », *Banque magazine*, N°664, Décembre 2004, 74.

Hubert de Vauplane, « Compétitivité de la place de Paris: n'oubliez pas le droit! », *Revue Banque*, N°700, Mars 2008, pp. 76-77.

Hubert de Vauplane, « Crise du "subprime": quelle responsabilité pour les juristes ? », *Revue Banque*, N°699, Février 2008, pp. 67-68.

Hubert de Vauplane, « Vers un marché financiers transatlantique ? », *Revue Banque*, N°698, Janvier 2008, pp. 84-86.

Hubert de Vauplane, « Le rôle du juriste : gardien du temple ou facilitateur de *business* ? », *Revue Banque*, N°704, juillet-août 2008, pp. 84-86.

Hubert de Vauplane, « Le droit américain à l'épreuve de la crise des CDO sur "subprimes", *Revue Banque*, N°703, Juin 2008, pp. 82-84

Hubert de Vauplane, *et all.* « Chronique droit financier et boursier », *Banque et droit* 2008, N°122, Novembre-Décembre 2008, p. 32.

Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, « Limiter les effets de la spéculation sur les "bien vitaux de l'Homme", *Revue Banque*, N°711, Mars 2009, pp. 84-86.

Hubert de Vauplane, « Les proposition du G20 en matière de sécurité sur produits dérivés », *Revue Banque*, N°709, janvier 2009, pp. 83-85.

Hubert de Vauplane, *et alli.*, « Commentaire de l'ordonnance 2010-76 », *Banque & Droit*, N°129, Janvier-Février 2010, p. 31.

Hubert de Vauplane *et alli.* « Chronique de droit financier et boursier », *Banque & Droit* N°132, Juillet-Août 2010, p. 23.

Hubert de Vauplane, Mathieu Dubertret, « La responsabilité des intermédiaires en matière de produits subprimes : la fin du début ou le début de la fin ? *Recueil Dalloz*, 28 octobre 2010, N°37, pp. 2447-2449

Hubert de Vauplane *et alli.* « Chronique de droit bancaire et financier », *Rev. Banque & Droit* N°134, Novembre-Décembre 2010, p. 39.

Hubert de Vauplane, *et all.*, « Chronique droit financier et boursier », *Banque & Droit*, 2011, N°136, pp. 40-43.

Hubert de Vauplane *et alli.*, « AMF-Indemnisation des épargnants et des investisseurs-Conseultation », *Banque & Droit*, N°136, mars-avril 2011.

Hubert de Vauplane *et alli.*, « Autorité européenne des marchés financiers – CESR. Actualités réglementaires », *Banque & Droit*, N°137, Mai-Juin 2011, pp. 36-39.

Hubert de Vauplane, « Responsabilité des agences de notation : état des lieux en Europe et aux États-Unis », *Revue Banque*, n°746, 2012.

Nicolas Véron, « Le modèle de gouvernance d'entreprise sera-t-il américain ?, Document préparatoire de la séance du 7 janvier 2003 », *En temps réel, séminaire Gouvernance du capitalisme*, Téléchargé in <http://en.temps.reel.free.fr/ETR%20Gouvernance.doc>, 4 pp.

François Veverka, « Faut-il une réglementation stricte des agences de rating ? », *JCP E* 2009, 1578

Alain Viandier, « La crise de la technique législative », *Droits, Revue française de théorie juridique*, N°4, 1896, pp. 75-80.

Michel Virally, « À propos de la *lex ferenda* », in *Le droit international, unité et diversité, Mélanges offerts à Paul Reuter*, Pedone, Paris, pp. 519-533.

Michel Virally, « La distinction entre textes internationaux ayant une portée juridique entre leurs acteurs et textes qui en sont dépourvus », *Annuaire de l'Institut de droit international*, vol. 60-I, II, 1983, p. 221-223.

Michel Virally, « La valeur juridique des recommandations des organisations internationales », PUF, 1990, pp. 169-194

W.

Paul Woodward : Reforming the regulatory systems for America's Financial markets, Regulation vs. Dérégulation, <http://warincontext.org/2008/09/19/campaign-08-reforming-the-regulatory-system-for-americas-financial-markets/>

X.

Beinan Xue-Bacquet, « Une régulation complexe dans l'intégration financière », *Droit et Société*, N°46, 2000, 457-473

Y.

Stephan Yvon, *et alli.*, « Panorama de la loi de régulation bancaire et financière », *Bull. Joly Bourse* 2010. 492, § 63

Z.

Karl Zemanek, « Is the Term « Soft law » convenient? », en G. Hafner, *et alli* (dir.), *Liber Amicorum Professor Ignaz Seidl-Hohenveldern in Honour of his 80th Birthday*, The Hague, 1998, pp. 843-862,

Salvador Zurita y Luis Gómez, « Normativa de los mercados de derivados en Chile », *Estudios Públicos*, Chile, N°89, 2003, p. 63-89.

IV. JURISPRUDENCE ET NOTES DE JURISPRUDENCE

FRANCE.

Conseil constitutionnel

Cons. const., décision N°7670-DC, 2 décembre, 1976, *Prévention des accidents du travail*.

Conseil const., décision N°80-115-DC, 1 Juillet 1980, *Loi d'orientation agricole*.

Cons. const. décision N°80-127-DC des 19 et 20 janvier 1981, *Loi renforçant la sécurité et protégeant la liberté des personnes*.

Cons. const. décision N°84-181-DC, 10 octobre 1984, *Loi visant à limiter la concentration et à assurer la transparence financière et le pluralisme des entreprises de presse*

Cons. const. décision N°86-217, 18 septembre 1986, *CNCL*.

Cons. const., décision N°237-DC, 30 décembre 1987, *loi de finances pour 1988*.

Cons. const., décision N°8-24-DC du 17 janvier 1989, (consid. 15) (borrarla de la tesis).

Cons. const. décision N°88-248, 17 j anvier 1989, *Loi modifiant la loi N°86-1067, 30 septembre, 1986 relative à la liberté de communication*.

Cons. const., décision N°89-260-DC, 28 j uillet 1989, *Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier*.

Cons. const., decisión N°96-378-DC, 23 j uillet 1996, *Loi relative à la loi portant réglementation des télécommunications*.

Cons. const., décision N°98-399-DC, 5 mai de 1998, *Loi relative à l'entrée et au séjour des étrangers en France et au droit d'asile*.

Cons. const., décision N°99-411-DC, 16 juin 1999, *Loi portant diverses mesures relatives à la sécurité routière et aux infractions sur les agents des exploitants de réseau de transport public de voyageurs*.

Cons. Const., décision N°99-421- DC, 16 d écembre 1999, *Loi portant habilitation du Gouvernement à procéder, par ordonnances, à l'adoption de la partie législative de certains codes*.

Cons. const. décision N°2000-433-DC, 27 juillet 2000, *Loi modifiant la loi N°86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communications, décision HADOPI*.

Cons. const., décision N°2003-484-DC, 20 novembre 2003, *Loi relative à la maîtrise de l'immigration, au séjour des étrangers en France et à la nationalité*.

Cons. const., 10 juin 2004, *Loi pour la confiance dans l'économie numérique* : *Rec. Cons. const.* 2004, p. 101, § 7 ; *JCP A* 2004, 1620, note O. Gohin: *AJDA*, 2004, p. 1535 note J. Arrighi de Casanova, p. 1537 note M. Gautier et F. Melleray, p. 1937 note D. Chamussy.

Cons. const., décision N°2004-496-DC, 10 juin 2004, *Loi pour la confiance dans l'économie numérique*, *Rec. Cons. const.* 2004, p. 101, § 7 ; *JCP A* 2004, 1620, note O. Gohin : *AJDA*, 2004, p. 1535 note J. Arrighi de Casanova, p. 1537 note M. Gautier et F. Melleray, p. 1937 note D. Chamussy.

Cons. const., décision N°2004-505-DC, 19 novembre 2004, *Traité établissant une Constitution pour l'Europe* : *AJDA*, 2005, p. 211 note O. Dord et p. 219 note D. Chamussy.

Cons. const., décision N°2006-540-DC, 27 juillet 2006, *Loi relative au droit d'auteur et aux droits voisins dans la société de l'information*, § 17 à 20 : *Journal Officiel* 3 Aout 2006 ; *JCP A* 2006, act. 711.

Cons. const., décision N°2006-543-DC, 30 novembre 2006, *Loi relative au secteur de l'énergie* : *AJDA*, 2007, p. 473 note G. Marcou et *JCP.A*, 2007, 2014 note G. Drago.

Cons. const. décision N°2009-580-DC, 10 juin 2009, *Loi favorisant la diffusion et la protection de la création sur internet*, consid. 12-16 (HADOPI).

Cons. const., décision N°2010-40 QPC, 29 septembre 2010, *M. Thierry B. [Annulation du permis de conduire]*, *Journal officiel* du 30 septembre 2010, p. 17782.

Cons. const., décision N°2011-200 QPC, 2 décembre 2011, *Banque Populaire Côte d'Azur* : *JurisData* N°2011-027132 ; *Journal Officiel* 3 Décembre 2011, p. 20496.

Cons. const., décision N°2011-160 QPC, 9 septembre 2011, *Inconstitutionnalité de l'article 175, alinéa 2 du Code de procédure pénale*.

Cons. const., décision N°2011-217 QPC, 3 février 2012, *JCP G*, N°8, 20 février 2012, 198.

Conseil d'État

CE. Sect., 28 janv. 1938, *Ville de Moulins*, *Rec.*, p. 96.

CE. Ass., 23 janv. 1948, *Bech*, *Rec.*, p. 33.

CE, 25 juin 1948, *Brillaud*, *Rec.*, p. 292.

CE, 12 janvier 1951, *Union com. De Bourdeau – Bassens*, *D.*1951, p. 335, concl. Guionin.

CE., 14 nov. 1962, *Wettel, Rec.*, p. 1072.

CE, 21 octobre 1966, *Société française des mines de Sentein, Rec.*, p. 564.

CE., 2 dec. 1977, *Comité de défense des contribuables de Saint-André, Rec.*, p. 476.

CE., 7 juillet 1989, *Ordonneau*.

CE, 27 septembre 1989, *JCP G*, 1990, II, 21525, note J. Frayssinet.

CE., 8 juin 1994, *Lecomte, D.* 1994, *IR*, p. 191.

CE. Ass., 14 février 1996, *Maubleu, Rec.*, p. 34

CE, 9 octobre 1996, *Société Prigest*.

CE, 29 juillet 1998, *Mme Esclatine, Rec.*, p. 320.

CE 12 mars 1999, *SA Jacqueline du Roure, Leb.* p. 60

CE, *Didier* 3 décembre 1999, *Leb.* p. 399 ; *AJDA*, 2000, p. 126, *chron.* Mattias Guyomar, Pierre Collin.

CE, *Leriche*, 3 décembre 1999, req. N°207434, *RTD com.*, 2000, 405, obs. N. Rontchevsky ; *JCP 2000*, II. 10267, note F. Sudre.

CE, 22 de novembre 2000, *Société Crédit Agricole-Indosuez-Chevreux*, req. N°207697 (Conseil des marchés financiers).

CE., ass., 30 novembre 2001, N°219562, *Kechichian* : *JurisData* N°2001-063085 ; *Rec. CE* 2001, p. 588, concl. A. Seban ; *RTDA*, 2002, p. 742, concl. A. Seban ; *CJEG*, 2002, p. 380, concl. ; *LPA*, N°224, 2002, pp. 11, note A. Bourrel.

CE. Ass., 28 juin 2002, *Garde des sceaux, ministre de la justice c. Magiera*, *AJDA.*, Juillet-Août 2002, *Chron.*, p. 596 et s.

CE., 30 juillet 2003, req. N°240884, *Société Dubus S.A.* : M. Guyomar, « Respect du principe d'impartialité et fonctionnement de la Commission bancaire », *LPA*, N°37, 2004, Thierry Bonneau, *Banque et Droit*, 2009, N°126, p. 16.

CE., 6^e et 1^{re} ss-sect., 4 févr. 2005, N°269001, *Sté GSD Gestions* : *Dr. sociétés* 2005, comm. 197, note Thierry Bonneau ; *Revue AMF* 2005, N°14, p. 77 ; *Banque et droit* 2005, N°101, p. 44, obs. Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre ; *LPA*, N°82, 2005. p. 5, concl. Mathias Guyomar ; *Bull. Joly Bourse* 2005, § 76, p. 227, note Nicole Decoopman ; *RTD com.* 2005, p. 384, obs. Nicolas Rontchevsky.

CE., 14 mars 2005, req. N°278435.

CE., 14 avril 2005, req. N°279473.

CE., 10 mai 2005, *Etna Finances*, req. N°247130 (Conseil de discipline et gestion financière)

CE, 6^e et 1^{re} ss-sect., 4 févr. 2005, N°269001, *Sté Gestions* : Juris-Data N°2005-068135 ; *Dr. sociétés* 2005, comm. 197, note Th. Bonneau ; *Rev. AMF* 2005, N°14, p. 77 ; *Banque & Droit* 2005, N°101, p. 44, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; *LPA* 26 avr. 2005, N°82, p. 5, concl. M. Guyomar ; *Bull. Joly Bourse* 2005, § 76, p. 227, note N. Decoopman ; *RTD com.* 2005, p. 384, obs. N. Rontchevsky.

CE., 6^e ss-sect., 27 oct. 2006, N°276069, N°277198, N°277460 : Juris-Data N°2006-070936 ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note Th. Bonneau ; *JCP G* 2007, 1218, obs. B. Dondero.

CE., 24 mars 2006, N°288460, *KPMG et autres* : Concl. Y. Aguila, *RFDA* 2006, p. 463 ; *JCP G* 2006, II, 10113, Paul Cassia, « La sécurité juridique, un nouveau principe général du droit à multiples facettes », *Dalloz*, 2006, p. 1190.

CE., 22 juin 2006, req. N°293625.

CE., 6^e ss-sect., 27 oct. 2006, N°276069, 277198, 277460, *Parent c/AMF* : *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note Th. Bonneau ; *JCP G* 2007, 1218, obs. B. Dondero ; *RTD com.* 2007, 406, note N. Rontchevsky ; *D.* 2006, AJ 2792 ; *D.* 2007, Pan. 2418, spéc. 2425, obs. B. Le Bars et S. Thomaset-Pierre ; *AJDA* 2007, p. 80, note M. Collet ; *RTDF* 2007/1, p. 117, obs. N. Rontchevsky ; *RD. banc. et fin.* Mars-Avril 2007, N°86, p. 42, note D. Bompoin ; *Banque et Droit* janvier-février 2007, N°11, p. 32, obs. H. de Vauplane, *et alii.* ; *LPA* 28 novembre 2006, N°237, p. 18, note J.-M. Glatt ; *LPA* 20 décembre 2006, p. 4 ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 80 §6, conclu. M. Guyomer ; G. Dolidon, *RLDA*, janvier 2007, N°12, p. 31.

CE., 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 7 févr. 2007, n° 288373 : Juris-Data n° 2007-071442 ; Juris-Data N°2007-071442 ; *RD. banc. et fin.* 2007, comm. 167, note Thierry Bonneau ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 250, concl. Y. Aguila ; Thierry Bonneau, « Publication des décisions de sanction », *RD. banc. et fin.* N°4, juillet 2007, 167.

CE., 12 mars 2007, *Société Europe Finance et Industrie*.

CE., 30 mai 2007, *Sté SA*, req. N°283888.

CE., 30 mai 2007, req. N°288538 et N°293408, *Société Europe, Finance et Industrie*, *D.* 2007, AJ 1796 ; *AJDA* 2007, 1670 ; *RD. banc. et fin.* 2007, Comm. 238, note D. Bompoin ; *Banque et Droit* juillet-août 2007, N°114, p. 23, obs. H. de Vauplane *et alii.* ; *RTDF* 2007/2, p. 133, note E. Dezeuze. *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2007, p. 371, §71, concl. M. Guyomar ; *Dr. sociétés*, 2008, Comm. 16, note Th. Bonneau.

CE 30 mai 2007, *Société Tradition Securities and Futures*, req. N°293423 (AMF)

CE, 26 juillet 2007, *Gilles Boyer* (arrêt N°50).

CE, 26 juillet 2007, *Patrick Piard* (arrêt N°51).

CE, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 26 juillet 2007, N°293624, 293626, 293627, 293908, *Société Global Equities*, (arrêt N°48) : *RTD com.* p. 803, note N. Rontchevsky, *JCP E* 2007, 2224, note Y. Paclot ; *Bull. Joly Bourse*, septembre 2007, p. 645 et ss., concl. Guyomar ; *JCP E*

2007, 2224, not e Y. Paclot ; *Banque & Droit*, Septembre-Octobre 2007. 32, obs . H. de Vauplane, *et alii* ; *RTDF*, N°20073, p. 78, note C. Arsouze.

CE, 26 juillet 2007, *Global Gestion* (arrêt N°49)

Ordonnance du C onseil d'État, 6 juin 2008, *ODDO & CIE* (arrêt N°58) ». *Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours*, 2008, p. 418.

CE., 6 juin 2008, société Tradition Securities and Futures (arrêt N°56)

CE., 17 décembre 2008, *Société Oddo* , Lebon, p. 548

CE., 6^e et 1^{re} ss-sect réunies, 16 juillet 2010, N°32-1056 : *RTDF* N°3, 2010, p. 152, 1^{re} et 3^e espèces, obs. É. Dezeuze; *Banque & Droit* N°135, janvier-février 2011, p. 39 ; *AJDA* 2011. 375, *chron.* A. Lallet et X. Domino ; *Rev. science crim.* 2011. 116, obs. F. Stasiak ; *ibid.* 118, obs. F. Stasiak ; *ibid.* 123, obs. F. Stasiak ; Jérôme Lasserre Capdeville, « Pas de QPC pour les cumuls de sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 01 septembre 2010, N°5, pp. 418, Note 54,

CE., 9^e et 10^e ss-sect. Réunies, 8 novembre 2010, N°329384 et 330042, *Caisse nationale des caisses d'épargne et de prévoyance*, *JurisData* N°2010-020877 : *D.* 2010, Actualités, p. 2764 ; *Bull. Joly Bourse* 2011; Francis J. Crédot et Thierry Samin « Procédure disciplinaire - Méconnaissance du principe d'impartialité », *RD. banc. et fin.* , N°1, 2011, Thierry Samin, Francis Crédot, « Comme cela était prévisible, la Commission bancaire a été sanctionnée par le Conseil d'État pour manque d'impartialité structurelle », *Bull. Joly Bourse*, 1 février 2011 N°2, note 52, p. 76 ; *Banque et droit* 2009, N°126, p. 16, obs. Thierry Bonneau ; *D.* 2009, act. jurispr. p. 1889 ; *D.* 2009, p. 2247, not e A. Couret ; *AJ Pénal* 2009, p. 3 54, obs. J. Lasserre Capdeville, B. Brom, « Impartialité de la Commission bancaire : les juges de Strasbourg se prononcent », *Rev. Lamy dr. aff.*, N°86, juill. 2009, pp. 1-4 ; *Bull. Joly Bourse*, 2009, β 55, p. 388, note L. Ruet. – *Adde.*, M. Guyomar, « La procédure disciplinaire de la Commission bancaire remise en cause », *Banque & Droit* 2009, N°127, p. 3 s..

CE., 1^{re} et 6^e ss-sect., 11 février 2011, *Société Générale*, N°316508, Hubert de Vauplane, *et alii*, « Chronique droit financier et boursier », *Banque & Droit*, 2011, N°136, p. 40.

CE., 1^{re} et 6^e ss-sect., réunies, 28 Mars 2011, N°319327, Inédit, *Caisse d'épargne de Normandie*.

CE., 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 28 mars 2011, N°316521, *Euroland Finance*.

Commission des sanctions

Commission des sanctions, 27 novembre 2009, *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 107, not e J.-J. Daigre.

Décision AMF, 3 nov. 2004.

Cour de Cassation.

Cass. civ., 1^{ère} 7 juillet 1993 N°91-18.242, *Bull. Civ.* , N°249, p.172

Cass. civ., 1^{ère} 26 mai 1994, N°92-18.506.

Cass. crim., 27 mars 1995, *Bull. crim.*, N°125 ; 29 octobre 1991, *Bull. crim.*, N°386).

Cass. ass. plén., 6 novembre 1998, *Bull. civ. AP*, N°5 ; *JCP* 1998. II. 10198, rapp. P. Sargos.

Cass. Ass. plén., 5 févr. 1999, Commission des opérations de la bourse c/ Oury, D. 1999, Somm. p. 249, obs. J. Bon-Garcin ; *JCP* 1999, II, N°10060, note H. Matsopoulou.

Cass. com., 15 juin 1999, *Bull. Com.* 127 ; *Rev. sociétés* 1999. 844, note D. Vatel ; *RSC* 2000, 629, obs. J. Riffaut ; *RDT com.* 1999. 914, obs. N. Rontchevsky.

Cass. Com., 5 octobre 1999, *SNC Campenon Bernard SGE*.

Cass. ass. plén. 23 février 2001, E velyne Collomp, « Responsabilité de la puissance publique », GP, 28 juillet 2001 N°209, p. 28.

Cass. crim., 1^{er} mars 2000 : *Bull. crim.* N°98 ; *D.* 2000, *AJ*, 229, obs. A. Lienhard ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 443, note Nicolas Rontchevsky.

Cass. civ., 1^{er} novembre 1991, *Bull. Civ. I.* , N°297, p.195.

Cass. civ., 1^{er} 18 mars 1997, *JCP* éd. G 1997, II, N°22829, note P. Sargos; G. Viney, *JCP* éd.G 1997, Chronique responsabilité civile N°4068.

Cass. civ 1^{ère} 7 juillet 1993 N°91-18.242, *Bull. Civ.*, N°249, p.172.

Cass. civ 1^{ère} 26 mai 1994, N°92-18.506.

Cass. ass. plén., 30 juin 1995, N°94-20302 : *Bull. civ.* 1995.

Cass. com., 18 juin 1996, *Affaire Conso*, *RJDA* 10/96, N°1206; *Banque & Droit*, juillet-août 1996, p. 34, *Obs.* F. Peltier et H. de Vauplane.

Cass. com., 29 avril 1997 : *D.* 1997, p. 459, note Y. Serra; *JCP* éd.G, 1997, Chronique responsabilité civile N°4068, G. Viney ; *Bull. civ.* IV, N°11.

Cass. com., 1^{er} décembre 1998, *Oury c/ Agent du Trésor*.

Cass. com., 15 juin 1999, *Bull. com.*, N°127 (COB).

Cass. com., du 5 octobre 1999, *SNC Campenon Bernard SGE*.

Cass. crim., 1^{er} mars 2000 : *Bull. crim.* N°98 ; *D.* 2000, *AJ*, 229, obs. A. Lienhard ; *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 443, note Nicolas Rontchevsky.

Cass. com., 31 mars 2004, *D.* 2004, *Jur.* p. 1961, note D. Caramalli.

Cass. com., 19 décembre 2006, *Vivendi Universal c/AMF* : *D*, 2007, p. 232, *AJ*. 232 obs., A. Lienhard ; *Bull. Joly Bourse* 2007, §27, p. 15, note A. Déprez-Graff ; *RTDF* 2007, p. 122, obs. B. Guarrigues, Jean-Pierre Remy.

Cass. com., 6 févr. 2007, N°05-20.811, F-P+B, *Becquards c/ AMF*. Cf. Thierry Bonneau, « Le principe de la contradiction est sans application aux enquêtes préalables à la notification des griefs », *Dr. des sociétés*, N°6, Juin 2007, comm. 120.

Cass. com., 7 a vril 2009, *Foch investissements c/AMF*, pourvois N°08-13.077 et N°08-13.079, inédits : *Banque & Droit*, Juillet-Août, 2009, N°129, p. 24 et ss, obs. H. de Vauplane, *et alii*.

Cass. com., 23 juin 2009, *Altran technologies c/AMF*, pourvois N°08-17.723, N°08-16.973 et N°08-16.644, inédits.

Cass. com., 23 mars 2010, pourvoi N°09-11.366, arrêt N°333 *F-P+B* : *D*. 2010. *AJ* 890, obs. A. Lienhard ; *Rev. sociétés* 2010. 320, note E. Dezeuze, *RTD com* N°2, 2010 p. 395 Rontchevsky.

Cass., 16 avril 2010, n° 10-40002, *GP.*, 25-27 avril 2010.

Cass. Ass. plén. 8 juillet 2010, N°09-71252 et 10-10965 : *Banque & Droit* N°135, janvier-février 2011, p. 39 ; *AJDA* 2011. 375, *chron.* A. Lallet et X. Domino ; *Rev. science crim.* 2011. 116, obs. F. Stasiak ; *ibid.* 118, obs. F. Stasiak ; *ibid.* 123, obs. F. Stasiak ; *RTDF*, 2010, N°3, p. 152, 1^{re} et 3^e espèces, obs. E. Dezeuze. V. aussi Jérôme Lasserre Capdeville, « Pas de QPC pour les cumuls de sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 01 septembre 2010, N°5, pp. 418, Note 54

Cass. Ass. plén., 8 juillet 2010, N°10-10965 : *Banque & Droit* N°135, janvier-février 2011, p. 39 ; *RTDF* N°3, 2010, p. 152, 1^{re} esp., obs. É. Dezeuze

Cass. ass. plén., 8 juill. 2010, Arrêt N°12137.

Cass. com., 15 juin 2010 N°09-14968, Hubert de Vauplane *et alli*, « Émetteur – Information permanente du marché – Communication d’informations inexactes, imprécises ou trompeuses – Responsabilité de plein droit du dirigeant social », *Banque & Droit*.

Cass. com., 8 février 2011, N°10-10965, Marionnaud, Nicolas Rontchevsky, *RTD Com.* 2011 p. 385

Cass. com., 8 févr. 2011, N°10-10.965, N°114 *FS-P+B*, Hubert de Vauplane *et alli*, *Banque et Droit* mars-avril 2011. 41, p. 42

Cass. 1^{er} mars 2011, N°09-71252, *Banque & Droit* N°139, sept-oct 2011, p. 22 ; *Bull. Joly Bourse*, juill. 2011, p. 428, N°215, note F. Martin Laprade

Cass. com, 24 mai 2011, N°10-18267 : *BJB* sept. 2011, p. 474, N°243, note J. Lasserre Capdeville.

Cass. com., 27 avril 2011.

Cass. com., , 12 j uill. 2011, N°10-28375 QPC (N°FPB), X c/ AMF; Nicolas Rontchevsky, « L'application du principe des droits de la défense aux enquêtes de l'Autorité des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, 1 novembre 2011 N°11, p. 582, 305.

Cass. com., 6 sept. 2011, N°10-11564 (F-D).

Cass. com., 20 sept. 2011, N°10-13911. Philippe Goutay, « Le devoir de loyauté devant la commission des sanctions », *Bull. Joly Bourse*, 1 janvier 2012 N°1, p. 6, note 12.

Cours d'appel, France.

C.A., Paris 28 juin 1985.

C.A., Paris, 15 janvier 1993, *Deverloy*, *JCP* 1993 ed. E II, 414 note Dobkine ; Frison-Roche, *RD. banc. et fin.* 1993, 93 ; *RJDA* 6/93, N°520; *D.* 1993, p. 273, note C. Ducouloux-Favard.

C.A., Paris, 15 janvier 1993, *Deverloy*, *JCP* 1993 ed. E II, 414 note Dobkine ; Frison-Roche, *RD. banc. et fin.* 1993, 93 ; *RJDA* 6/93, N°520 ; *D.* 1993, p. 273, note C. Ducouloux-Favard ; Jean-Marc Desache, *Bull. Joly Bourse*, 1 mai 1994 N°3, p. 259, note 42.

C.A., Paris, 2 juillet 1997, *LPA*, N°206, 1999, p. 5, note C. Ducouloux-Favard.

C.A., Versailles, 22e ch., sect. A, 21 septembre 1999, N°284/97 SA France Compensation Bourse c/ Mme Chevalier, *Bull. Joly Bourse* janvier- février, 2000, p.51, note L. Rue.t

CA., Paris, 26 janvier 1999, SA Cauval Industries c/Agent judiciaire du Trésor, *RTD com.* 1999, p. 464, note Rontchevsky.

CA., Paris, 26 janvier 1999, S A Cauval Industries c/Agent judiciaire du Trésor, *Bull. Joly Bourse* 1999, p. 475, obs. A. Couret.

CA., Paris, *Deverloy*, 15 janvier 1993 : *JCP* 1993 ed. E II, 414 note Dobkine ; Frison-Roche, *RD. banc. et fin.* 1993, 93 ; *RJDA* 6/93, N°520; *D.* 1993, p. 273, note C. Ducouloux-Favard.

CA., Paris, *Mizon*, 6 avril 1994.

CA., Paris, 2 juillet 1997, *LPA*, N°206, 15 octobre 1999, p. 5, note C. Ducouloux-Favard ; A. Charvériat, « La présomtion d'innocence s'impose même à la COB », *Option Finance*, N°574, 6 décembre. 1999, p. 25.

CA., Paris, 28 juin 2005, N°2005/02333, Vivendi c/ Messier ; *D.* 2005, p. 1940, confirmée par la Cour de cassation (Cass com., 19 déc. 2006, N°05-18919)

CA., Paris, 25 juin 2008, *Bull. Joly Bourse* 2008, p. 484, §60, N°13, note J. Lasserre Capdeville.

CA., Paris, 17 décembre 2008, N°06PA02968, M^{me}. X.

C.A., Paris, pôle 5, c.h. 4, 18 mai 2011, N°RG 08/02503 : Isabelle Riassetto, « OPCVM monétaires et crise des "subprimes" : responsabilité civile des acteurs », *RD. banc. et fin.*, N°4, Juillet 2011, comm. 150.

CA., Paris P. 5, ch. 7, 9 sept. 2010, N°2010/00128, Sté ITS SA c/ AMF ; *Rev. sociétés* 2011, p. 176 ; Dominique Bompoin, « Les droits de la défense sont-ils plus flexibles que les règles d'information du marché ? », *Bull. Joly Bourse*, 1 avril 2011, N°4, pp. 231 et ss, 113.

Tribunal de commerce de Paris

T. C., Paris 12 janvier 2004, Alain Couret, « Banques d'affaires, analystes financiers et conflits d'intérêts », *D.* 2004, N°5, p.335 ; Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, *Banque & Droit* N°93, janvier – février 2004, p. 31 ; Alain Pietracosta, « L'affaire Morgan Stanley/ Banque d'investissement et analyse financière » *RD. banc. et fin.*, N°2, Mars- Avril 2004, p.131 ; *JCP éd. E* N°5, 29 janvier 2004, Pan. , p.151 ; Nicolas Rontchevsky, *RTD com.* N°2 avril- juin 2004, chronique Droit des marchés financiers, p.338

CEDH

CEDH., 23 juin 1981, *Le Compte, Van Leuven et de Meyere*.

CEDH., 21 février 1984, *Öztürk c/ RFA*.

CEDH., 29 avril 1988, *Belilos c. Suisse*, req, 10328/83, pt. 55.

CEDH., 24 octobre 1989, *H c. France*, A162-A.

CEDH., 27 août 1991, *Demicoli c/ Malte*.

CEDH., 26 mars 1992, *Ed. Périscope c. France*, A243-B.

CEDH., 31 mars 1992 *X.c. France*, A234-C.

CEDH., 24 février 1994, Aff. 12547/86, *Bendenoun c/France*.

CEDH., 28 avril 1994, *Vallée c. France*, A289-A.

CEDH., 26 août 1994, *Karakaya c. France*, A289-B.

CEDH., 24 novembre 1994, *Beaumartin c. France*, A296-B.

CEDH., 10 février 1995, *Alenet de Ribemont*, §36 ; CEDH 26 mars 2002, *Butkevicius c. Lituanie*, §52.

CEDH., 23 oct. 1995, N°15963/90, *RFDA* 1997. 1, étude Franck Moderne ; *Rev. science crim.* 1996. 479, obs. R. Koering-Joulin ; *ibid.* 487, obs. R. Koering-Joulin.

CEDH., 21 février 1997, *Guillemin .c. France*, *Rec.* 1997-I.

CEDH., 29 juillet 1998, *Le Calvez c. France*, *Rec.* 1998-V.

CEDH., 23 septembre 1998, Aff. 27812/95, *Malige c/France*.

CEDH., 3 octobre 2000, Eisenstecken c. Autriche, req, 29477/95, pts 23 s.

CEDH., 27 juin 2000, *Frydlender c. France*, Rec. 2000-VII.

CEDH., 7 juin 2001, *Kress c. France*, AJDA., 2001, p. 675.

CEDH., 29 mars 2006, *Achour c. France*, req. N°67335/01, §41.

CEDH., 10 févr. 2009, N°14939/03, *Zolotouchinec/ Russie*, AJDA 2009. 872, chron. J.-F. Flauss ; *D.* 2009. 2014, note J. Pradel ; *Rev. science crim.* 2009. 675, obs. D. Roets ; *JCP* 2009. 143, N°31, obs. F. Sudre.

CEDH., 11 juin 2009 *Dubus SA c. France*.

CJCE devenue CJUE

CJCE., *Van Gend en Loos*, 5 février 1963.

CJCE., *Costa c. ENEL*, 15 juillet 1964.

CJCE., *Handelsgesellschaft*, 17 décembre 1970.

CJCE., *Simmenthal*, 9 mars 1978.

CJCE., *Kadi*, 3 sept. 2008, aff. C-402/05 P et C-415/05 P, Rec. CJCE 2008, I, p. 6351 : D. Simon et A. Rigaux, *Europe*, 2008, étude 9.

CJCE., 3 mai 2001, n° C-28/99, Verdonck et autres.

CJUE., 23 décembre 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group NV Chris Van Raemdonck c/ Commissie voor het Bank, Financie en Assurantiewezen (CBFA)*, RD. banc. et fin. 2010, comm. 80, note Thierry Bonneau ; *Banque & Droit* 2010, N°129, p. 27, obs. Hubert de Vauplane, et alli ; *Bull. Joly Bourse* 2010, § 12, p. 92, note S. Torck ; *JCP G* 2010, 485, note B. Zabala ; *Revue Banque* N°723, avr. 2010, p. 78, obs. J.-L. Guillot et P.-Y. Bérard ; *Bull. Joly sociétés* avr. 2010, § 73, p. 346, note Dominique Schmidt ; *RTDF* N°1, 2010 p. 126 note de Rontchevsky ; *RTD com* N°2, 2010 p. 395 Rontchevsky ; *Bull joly bourse* 2010 mars-avril p. 92 Torck, RD. banc. et fin., N°2, 2010 comm 80, Th. Bonneau, D. des soc. 5/2010, comm 96, p. 31 note Mortier, *Banque & Droit* N°129 p. 27.

Colombie

Corte constitucional, Sentencia C-1161, 6 septembre 2000.

Corte constitucional, Sentencia T-081 de 1994.

Corte constitucional, Sentencia C-415 de 2002.

Corte constitucional, Sentencia 13216, 26 février 2004.

Consejo de Estado, 8 septembre 2005, IFI LEASING S.A. Compañía de Financiamiento Comercial *contra* Superintendencia Bancaria.

Sentencia C-692/07, 5 septembre 2007.

Chili

Tribunal Constitucional (1990) rol N° 92.

Tribunal Constitucional, (2003) rol N°389

Tribunal Constitucional, (2003), rol N°376.

Tribunal Constitucional (2008), rol n° 1032

Tribunal Constitucional (1990) rol N° 92.

Tribunal Constitucional (2008) rol N°1032.

Tribunal Constitucional (2008) °1.051.

Corte de Apelaciones de Santiago, (2008) *Bco. de Santiago con SII, RDJ*, t. 78, N°1, 2.2, 1981. Protección.

CGR, n° 49090 de 2001.

CGR, n° 10555 de 2000.

CGR, n° 7828 de 2001.

CGR, n° 1075 2001.

CGR, n° 40684 de 1995.

CGR, n° 23443 1993.

CGR, n° 31090 de 1990.

CGR, n° 34683 de 1989.

CGR, n° 21771 de 1987.

CGR, n° 15105 de 1985.

États-Unis

EEOC v. Arabian American Oil Co. (Aramco), 499 U.S. 244, 248

Morrison v. Australia Bank Ltd. 561 U.S. (2010)

In re Alstom, S.A. Securities Litigation, N°03 Civ. 6596, 2010 W L 3718863, (S.D.N.Y. 16 septembre 2010)

Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, 467 US 837, 865-866 (1984)
Hudson v. Unites States, 118 S. Ct. 488 (1997).

V. ÉDITORIAUX, RAPPORTS, DOSSIERS SPÉCIAUX, COMMENTAIRES ET COMMUNICATIONS

Dossier, « Les enjeux de la dérégulation : de l'économie réglementée au droit de l'économie », *Revue des deux mondes*, Septembre 1996, pp. 68 et ss.

Dossier, *La documentation française*, « Tutelles et régulations comparées, « Services publics comparés en Europe, exception française, exigence européenne », travaux de la promotion Marc Bloch, ENA, t. II, p. 486-561, , 1997.

Dossier, « Comparabilité économique entre système concurrentiel de biens et services et système boursier et financier », *in Droit boursier et droit de la concurrence*, 21 juillet 1999 p. 5 et ss.

Dossier, *LPA*, « La puissance publique, l'organisation et le contrôle du marché », 17 septembre 2001.

Dossier, « Les opérations boursières en Europe, vers un droit commun ? » *Cahiers AEDBF-Europe*, Bruylant, Bruxelles, 2002.

Dossier, « L'évolution du droit boursier », *Revue de la jurisprudence commerciale*, N°spécial, 2003.

Dossier, « L'évolution du droit boursier », *Revue de la jurisprudence commerciale*, 2003.

Dossier, « La gouvernance des risques », mars 2004, pp.85-89.

Dossier, « Gouvernance et responsabilité des régulateurs privés » ; R.I.D.E. 2005, N°2, pp. 111 et ss.

Dossier, «La autorregulación : alcances, evidencia y reflexiones para el caso colombiano», *La semana económica*, N°519, 19 de agosto de 2005

Dossier, «Mercados regulados y Libre competencia», 2008, *in* http://www.fne.cl/descargas/dia_competencia/data/2006/dis_ddlc_2006_nnz.pdf

Dossier, « Fonds Souverains, Vrai menace ou chasse aux sorcières ? », *Revue Banque*, N°702, Mai 2008.

Dossier, « Est-ce la fin du capitalisme financier de type anglo-saxon ? Six économistes répondent » *in* http://www.lemonde.fr/economie/article/2008/09/30/est-ce-la-fin-du-capitalisme-financier-de-type-anglo-saxon-six-economistes-repondent_1101231_3234.html

Dossier, « Superintendencias en tiempos de cambio », Libertad y Desarrollo, Temas públicos, N°948, décembre 2009, p. 1, in http://www.lyd.com/lyd/bajar.aspx?archivo=/LYD/Controls/Neochannels/Neo_CH3757/deploy/TP948RedisenodeSUPER.pdf

Dossier, La documentation française, « Les AAI, un nouveau mode d'exercice du pouvoir dans l'État », 2010, in <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/autorites-administratives-ndependantes/aai-nouveau-pouvoir.shtml>

Dossier, « Gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération » *RD. banc. et fin.*, N°2, Mars 2011, alerte 12.

Dossier, “Choque constitución-derecho tradicional frente a nuevas regulaciones”, Notimex, http://www.cidac.org/redcompetencia/index.php?_module=Prensa&prensa_id=47

Dossier, « *Risk management*, D'une surveillance d'urgence à une vigilance organisée », *Revue Banque*, N°711.

Rapport, The Center for Regulatory Effectiveness, *A blueprint for OMB review of independent agency regulations*, 2002, in <http://www.thecre.com/pdf/blueprint.pdf>

Rapport d'information, « Gouvernement d'entreprise : liberté, transparence, responsabilité. De l'autorégulation à la loi », AN N°1270, décembre, 2003.

Rapport d'office parlementaire, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », 2005, in <http://www.senat.fr/rap/r05-404-1/r05-404-1.html>

Rapport, Institut de stabilité financière de la banque des Règlements Internationaux (BRI), « Occasional Paper N°7 – Institutional arrangements for financial sector supervision », septembre 2007, <http://www.bis.org/fsi/fsipapers07>

Rapport, « Restructuring U.S. Federal Financial regulation », *Contemporary Economic Policy*, Vol. 25, N°3, pp. 325-340, July 2007.

Rapport, “Los retos para los gobiernos: La regulación”, BID, agosto, 2007, in <http://www.iadb.org>

Rapport Deletré, « Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France », *La documentation française*, janvier 2009.

Rapport Jacques de Larosière, « The High-Level group on Financial supervision in the EU », Brussels, 25 February 2009, N°153.

Rapport Philippe Marini, « Rapport d'information sur la crise financière et la régulation des marchés », *Doc. Sénat* N°59, octobre, 2009.

Rapport, OICV, « Objectives and principles of securities régulation », in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

Rapport, “Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, in <http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf>

Commentaire, « Ordonnance du 5 décembre 2008, Commercialisation d’OPCVM- Relations société de gestion/distributeur – Codes de bonne conduite », *Banque & Droit*, N°123.

Commentaire « Instruments financiers - Produits d’épargne, Produits d’assurance sur la vie – Commercialisation – Codes de conduite – Conventions régissant les rapports entre les producteurs et les distributeurs », *Banque & Droit* N°123.

Commentaire « Commercialisation d’instruments financiers de produits d’épargne et d’assurance – Codes de conduite – Conventions de distribution. Ordonnance N°2008 – 1271 du 5 décembre 2008, JO du 6 décembre 2008, p. 18612 », *Banque & Droit*, N°123.

Commentaire, « Comités d’audit: publication des travaux de l’AMF », *Recueil Dalloz*, 24 juin 2010, N°24, p. 1482.

Commentaire « ACAM – Commission bancaire, Projet de fusion », *Banque & Droit*, N°123.

Commentaire, « ACP-Politique de transparence- Bonnes pratiques – Codes de bonne conduite », *Banque & Droit*, N°136.

Communication de M. Pierre Fauchon sur le projet de décision-cadre relative à l’application du principe « non bis in idem » Texte E 2236, in <http://www.senat.fr/ue/pac/E2236.html>

Éditorial, « Dodd Frank Act », *La Lettre de l’Association Française de la Gestion Financière*, N°17 Mars 2011, pp. 6-7.

JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d’action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d’action, A. - Actes à caractère général, N°71, Instructions.

JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d’action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d’action, A. - Actes à caractère général, N°72, Recommandations.

JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 1512 : AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS. – Attributions. Moyens d’action. Contrôle juridictionnel, II. - Moyens d’action, A. - Actes à caractère général, N°73, Avis.

VI. ARTICLE JOURNAUX, COMMUNIQUES DE PRESSE, SITES INTERNET

Jacques Cheminade, « Rapport Angelides : une arme pour un sursaut politique », *Les Échos* 17 février 2010, in <http://lecercle.lesechos.fr/node/33421>

Florence Guédas, « L’AMF en quête de crédibilité », 21 janvier 2010, in <http://www.agefi.fr/articles/AMF-En-quete-credibilite-1121802.html>

Jean-Paul Fitoussi, « La coordination des politiques nationales devient impérative », Entretien, *Le Nouvel observateur*, in <http://www.lenouveleconomiste.fr/jean-paul-fitoussi-la-coordination-des-politiques-nationales-devient-imperative-5774/>

Thierry Gontard « L'impartialité est une exigence fondamentale », Entretien, *LPA*, N°258, 2010, pp. 5-6.

Jean-Pierre Jouyet, Président de l'AMF, Entretien, *Les Échos*, 12 mars 2009.

Communiqué de presse, MEDEF, 30 d'avril de 2009.

“Régulación financiera en Estados Unidos”, in <http://derechoydesastre.wordpress.com/2008/09/27/regulacion-financiera-en-estados-unidos/>

David Skeel, « The Dodd-Frank Dilemma », in <http://www.law.upenn.edu/blogs/regblog/2011/04/the-dodd-frank-dilemma.html>

Projet de loi sur “Probidad en la función pública”, in <http://www.probidadytransparencia.gov.cl/assets/files/documentos/iniciativa.pdf>

José Roa, « Probidad pública », in <http://elpost.cl/content/probidad-p%C3%BAblica>

Antonio Bascuñan, « ¿Quién es la ciudadanía ? » in <http://elpost.cl/content/%C2%BFqui%C3%A9n-es-la-ciudadan%C3%AD>

« Royaume-Uni : des banquiers bientôt compétents dans le domaine de l'éthique » in <http://www.ethiquedesorganisations.com/>

Francisco Martínez, « Podría haber colusión entre bancos de México: CEPAL », *El Sol de México*, http://www.cidac.org/redcompetencia/index.php?_module=Prensa&prensa_id=194

<http://www.biobiochile.cl/2011/03/31/superintendente-de-bancos-nuevamente-es-citado-a-la-camara-de-diputados-por-ventas-atadas.shtml>

<http://blog.labrador.fr/2010/10/la-route-des-class-action-americaines-definitivement-barree-aux-etrangers.html>

<http://www.20minutes.fr/economie/646060-economie-l-ue-dote-nouvelles-autorites-supervision-financiere>

<http://www.news-banques.com/les-revenus-de-lautorite-des-marches-financiers-amf-revus-a-la-hausse/012158872/>

<http://www.code-afep-medef.com/>

http://www.camara.cl/prensa/noticias_detalle.aspx?prmid=40812

http://www.crdp-montpellier.fr/ressources/dda/finances/dda4_lexique2.html

http://www.amf-france.org/documents/general/9762_1.pdf

<https://www.iosco.org/about/>

<http://www.amf-france.org/>

<http://www.cnbv.gob.mx>

<http://www.sec.gov>

<http://www.superfinanciera.gov.co>

<http://www.svs.cl>

<http://www.fsa.gov.uk>

<http://www.arcep.fr/index.php?id=8437>

<http://www.careersatfsa.com>

<http://fsahandbook.info/FSA>

<http://www.fca.org.uk>

[http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_\(fr\)](http://fr.jurispedia.org/index.php/Circulaire_(fr))

<http://cms.unige.ch/droit/cdbf/spip.php?article686>

http://www.lexfori.net/soft_law_fr.htm

<http://www.afg.asso.fr>

<http://www.afecei.asso.fr/>

<http://www.bolsadesantiago.com/index.aspx>

<http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/default.aspx>

<http://www.bankofengland.co.uk/pru/Pages/default.aspx>

http://www.nasaa.org/investor_education/Financial_Education_Resources/

http://www.nasaa.org/investor_education/Investor_Alerts_Tips/

<http://www.cvm.gov.br/port/relinter/espanhol/cosra/bylaw-s.asp>

www.iimv.org

<http://www.investorwords.com/>

http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_pa/index.htm

<http://www.fatf-gafi.org/fr/>

VII. DISPOSITIONS NORMATIVES CITEES

France

Code monétaire et financier 2010, 2011, 2012, 2013

Code des postes y des communications électroniques 2010

Loi N°86-1067 relative à la liberté de communication, 30 septembre 1986

Loi N°531 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, 2 août 1989

Loi N°93-122, relative à la prévention de la corruption et à la transparence de la vie économique et des procédures publiques, 29 janvier 1993

Loi N°2000-321 relative aux droits des citoyens dans leurs relations avec les administrations, 12 avril 2000

Loi N°2000-108 de modernisation y au développement del service public de l'électricité, 10 février 2000

Loi N°2000-719 modifiant la loi N°86-1067 du 30 s eptembre 1986 relative à la liberté de communication, 2 août 2000

Loi N°2001-420 relatives aux nouvelles régulations économiques, 15 mai 2001.

Loi N°2003-706 de sécurité financière, 1^{er} août 2003

Loi N°2003-721 pour l'initiative économique, 6 août 2003

Loi N°2007-148 de modernisation de la fonction publique, 2 février 2007

Loi N°2007-1787 relative à la simplification du droit, 20 décembre 2007

Loi N°2008-776 de modernisation de l'économie, 4 août 2008

Loi N°2010-1249 de régulation bancaire et financière, 22 octobre 2010

Loi N°2013-672 de séparation et de régulation des activités bancaires, 26 juillet 2013

Règlement général de l'AMF

Ordonnance N°2009-80 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière, 22 janvier 2009

Ordonnance N°2010-76 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, 21 janvier 2010

Décret N°2003-1109 relatif à l'Autorité des marchés financiers, 21 novembre 2003

Décret N°2003-1290 relatif aux ressources de l'AMF, 26 septembre 2003

Décret N°2011-968 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers et à la procédure de composition administrative, 16 août 2011

Arrêté du 3 nov embre 2009 relatif aux rémunérations des personnels dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement.

Chili

DL 1263 de 1975

DL 3538 de 1980

Ley de Mercado de Valores N°18.045 de 1981

Ley 19.880 de 2003

Ley 20.190 de 2007

Ley N°20.448, Introduce una serie de reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales
Ley 18918, ley orgánica constitucional del congreso nacional
Decreto supremo N°953 de 2011.

États-Unis

Sarbanes-Oxley Act 2002
Securities Exchange Act 1934
Act. Pub. L. N°107-123, 115 Stat. 2390 (2002)
Accountant, Compliance, and Enforcement Staffing Act de 2003
Securities Act 1933
Incentive-Based Compensation Arrangements; Proposed Rule. Federal Register Number : 2011-07937
« SEC Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change; Final Rule », Federal Register/Vol. 75, n° 25, 8 février 2010,

Colombie

Estatuto orgánico del sistema financiero
Ley 909 de 2004
Ley 964 de 8 de julio de 2005
Decreto-ley 775 de 2005
Decreto reglamentario 2929 de 2005
Decreto N°770 de 2005
Decreto 2772 de 2005
Decreto número 4327 de 2005
Ley 134 de 1994 (mayo 31), Diario Oficial 41.373, del 31 de mayo de 1994.

Royaume-Uni

Financial services and markets Act 2000
Financial services and markets Act 2012

Mexique

Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito de 1985
Ley de Instituciones de Crédito de 1990
Ley de la CNBV de 1995
Ley 489 de 1998
Ley de Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros de 1999
Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal de 2003
Ley de mercado de valores de 2005
Ley 1358 de 2009
Resolución 400 de 1995
Reglamento de la Ley del Servicio Profesional de Carrera en la Administración Pública Federal de 2004

Union Européenne

Directive 88/361/CEE du Conseil du 24 juin 1988 pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité

PE et Cons. UE, Directive 2011/61/UE, 8 juin 2011, sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) N°1060/2009 et (UE) N°1095/2010

Directive communautaire 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché qui a abrogé la directive 89/592 du Conseil du 13 novembre 1989 relative aux opérations d'initiés à compter du 12 avril 2003

Directive 2004/39/CE 21 avril 2004

Directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières

Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (« directive AIFM » pour « *Alternative Investment Fund Managers* »)

Directive N°2013/14 du 21 mai 2013.

Déc. N°2001/528/CE, 6 juin 2001, JOCE N°L.191, 13 juillet 2001, p. 45.

Déc. N°2001/527/CE, 6 juin 2001, JOCE N°L.191, 13 juillet 2001, p. 45.

Déc. N°2004/7/CE, 5 novembre 2003 modifiant la déc. N°2001/527 préc. JOUE N°L.32, 7 janvier 2004, p. 32

Déc. N°2009/77/CE, 23 janvier 2009 instituant le comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, JOUE N°L.25, 29 janvier 2009

Règl. N°1093/2010

Règl. N°1094/2010

Règl. N°1095/2010

Règlement (CE) N°1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009, sur les agences de notation de crédit

Règlement (UE) N°1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers)

PE et Cons. UE, règl. (UE) N°513/2011, 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) N°1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

Règlement européen n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), publié au Journal Officiel de l'Union Européenne le 27 juillet 2012.

Résolution législative du Parlement européen du 16 janvier 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD))

Conventions internationales

1. Déclaration universelle des droits de l'homme
2. Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales
3. Pacte international relatif aux droits civils et politiques
4. Convention américaine relative aux droits de l'homme