

L'Année sociologique

Sociologie
du droit
économique

F. Terré
M.-A. Frison-Roche
Y. Chaput
É. Cohen
M. Germain
V. Magnier
D. Terré
M. Nussenbaum
A.-J. Arnaud
B. Xue-Bacquet
M. Cozian
J. Clam

Volume 49 / 1999 - N° 2

puf

LA COMPLÉMENTARITÉ FONCTIONNELLE DU DROIT ET DES MARCHÉS FINANCIERS

Maurice NUSSENBAUM

RÉSUMÉ. — En analysant l'évolution du droit financier, l'économiste privilégie l'hypothèse positive selon laquelle les lois et les décisions jurisprudentielles évoluent de manière à promouvoir une allocation efficace des ressources. L'évolution profonde des marchés financiers depuis les années 1980 du fait de la dérégulation et du développement des produits dérivés a entraîné une autonomisation croissante du droit financier par rapport au droit commun. Le caractère très réactif des agents spécialisés par rapport aux besoins nouveaux des marchés s'exprime sur tous les marchés qu'ils soient de gré à gré ou organisés. En réponse à ces évolutions accélérées des marchés, le rôle du droit financier peut être appréhendé à l'aide de l'analyse fonctionnelle des marchés financiers qui met en lumière les contraintes auxquelles il doit faire face. En effet, si le rôle du droit financier est de définir les règles de fonctionnement des institutions financières d'aujourd'hui, celles-ci ne sont pas nécessairement adaptées aux besoins de demain, tels que la finance les construit. Le droit financier doit reconnaître cette concurrence des institutions financières entre elles et l'évolutivité de leur rôle dans l'accomplissement des différentes fonctions du système financier tout en assurant sa sécurité dans le respect des principes généraux d'égalité et d'équité.

ABSTRACT. — When analysing developments in financial law, economists give priority to the positive assumption that statutory law and case law evolve so as to promote efficient allocation of resources. The very strong changes undergone by financial markets since the 1980's subsequent to deregulation and the development of by-products has led to increasing autonomous growth of financial law compared with ordinary law. The acute responsiveness of specialists to emerging new market needs is apparent in all markets, whether private or public. To meet these accelerated market changes, the role of securities law can be grasped through a functional analysis of financial markets which highlights the constraints that have to be faced. Indeed, if the role of securities law is to lay down the rules of operation for today's financial institutions, these rules are not necessarily adapted to meet tomorrow's needs. By providing new solutions to market requirements as and when they arise, Finance is constantly changing the face of the established order. Securities law must be able to recognise this state of competition between financial institutions and the potential development of their role in the fulfilment of the different functions of the financial system, while nonetheless ensuring the security of this system while paying due heed to the general principles of equality and fairness.

En analysant l'évolution du droit financier, l'économiste privilégie l'hypothèse positive selon laquelle les lois et les décisions juridiques évoluent de manière à promouvoir une allocation efficace des ressources¹. D'après cette hypothèse, le droit financier intègre de manière continue les évolutions des produits et des marchés financiers. Cependant, cette intégration n'est pas sans à-coup du fait des contraintes spécifiques du droit. Celui-ci définit des règles pour le fonctionnement des institutions existantes et veille au respect de l'égalité entre les agents alors que les marchés financiers sont en permanence à la recherche de nouvelles solutions apportant des profits à leurs utilisateurs et à leurs promoteurs.

Afin de caractériser l'évolution de cette relation entre le droit financier et les marchés, il nous faut tout d'abord retracer les principales étapes de l'évolution des textes qui ont donné naissance aux marchés et produits financiers que l'on connaît aujourd'hui pour ensuite analyser à travers une vision fonctionnelle du système financier dans quelle mesure le droit est une contrainte pour le développement des marchés et un aiguillon pour les innovations.

I / Les grandes étapes de l'évolution des marchés financiers et du droit des marchés financiers

1. La sortie du marché boursier de la préhistoire

On rappellera les quelques dates importantes suivantes :

- le décret du 2 septembre 1953 crée les obligations convertibles en actions ;
- la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales introduit la distinction entre sociétés faisant ou non appel à l'épargne publique ;
- l'apparition en 1970 et 1971 des options de souscription ou d'achat d'actions au bénéfice du personnel ;
- la loi du 13 juillet 1978 qui introduit les actions à dividende, les titres sans droit de vote et les prêts participatifs.

1. W. M. Landes et R. A. Posner, 1987, *The Economic Structure of Tort Law*, p. 1, Harvard University Press.

2. Le mouvement de dérégulation

Les années 1980 voient apparaître la dérégulation et la définition à la fois des véhicules de l'épargne collective et des produits dérivés :

- la loi Delors du 3 janvier 1983 introduit les certificats d'investissement et les certificats de droit de vote ainsi que la faculté de distribuer les dividendes en action. Elle crée, par ailleurs, les fonds communs de placement à risque (FCPR) ;
- la loi du 11 juillet 1985 crée les sociétés de capital risque ;
- la loi du 3 janvier 1985 autorise l'émission des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) qui préfigurent l'ensemble des produits financiers disposant de caractéristiques optionnelles ;
- la loi du 14 décembre 1985 autorise les entreprises de créer des valeurs complexes à caractéristiques optionnelles ainsi que des titres de dettes subordonnées qui pourront être intégrés juridiquement et comptablement aux fonds propres sans pour autant entraîner de dilution du passif. Elle crée également les billets de trésorerie qui ouvrent l'accès direct des entreprises au marché financier sans l'intermédiation des banques ;
- la loi du 9 juillet 1984 crée le RES ou la reprise de l'entreprise par les salariés pour assurer, en particulier, la continuité des entreprises dans lesquelles se pose un problème de succession ;
- les lois du 17 juin 1987 et du 31 décembre 1993 organisent les régimes de prêts de titres ainsi que les opérations de pension livrée ;
- la loi du 23 décembre 1988 va permettre les opérations de titrisation en créant des fonds communs de créances qui, tout en étant dépourvus de la personnalité morale auront la faculté d'émettre des valeurs mobilières. Cette réforme adoptée tardivement en France (près de vingt ans après le démarrage des mêmes marchés aux États-Unis) constitue une étape majeure dans le décloisonnement des marchés qui a permis dans les pays anglo-saxons d'ouvrir le financement du logement local aux marchés internationaux ;
- la loi du 2 août 1989 sur la sécurité et la transparence du marché financier introduisant une procédure d'offre publique obligatoire en droit français (notamment en cas de franchissement des seuils du tiers et de 50 % du capital) ainsi que la procédure spécifique d'offre publique de retrait.

Par ailleurs, la période se caractérise par l'ouverture de nouveaux marchés de valeurs mobilières ;

- le 1^{er} février 1983, s'opère l'ouverture du second marché ;
- en février 1986, en conséquence de la loi du 11 juillet 1985, s'ouvre le Matif, qui constitue le premier marché français de contrats à terme ;
- en septembre 1987, suit l'ouverture du Monep, marché d'options négociables ;
- dans la période suivante, en février 1996, s'établit ce que l'on appelle le « nouveau marché ».

3. La complexification des organisations dans les années 1990

Les années 1990 voient s'affirmer la distinction entre marchés réglementés et non réglementés, le transfert du pouvoir réglementaire de l'État vers des institutions indépendantes représentatives des professionnels et la consécration de la notion de déontologie.

La loi du 31 décembre 1993 introduit en droit français le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées sur demande de l'actionnaire détenant plus de 95 % des actions sur des droits de vote.

La loi du 2 juillet 1996, qui bouleverse la donne en transposant la directive européenne sur les services d'investissement, supprime le marché hors cote et introduit la distinction entre marchés réglementés et non réglementés. Elle définit le rôle des entreprises de marché en consacrant le glissement du pouvoir réglementaire vers les professionnels² des marchés financiers que constituent les entreprises de marché. Enfin, elle consacre la notion de place financière : « La déréglementation se trouve ainsi caractérisée par la présence d'appareils de contrôle spécialisés ayant pour fonction d'édicter des normes dont les destinataires sont les opérateurs soumis à leur autorité. »³ La loi confère, par ailleurs, le pouvoir de régulation à trois piliers, le conseil des marchés financiers, la COB et les autorités prudentielles. En conférant à des institutions indépendantes la responsabilité d'élaborer la réglementation, les pouvoirs publics reconnaissent leur impuissance en matière d'innovation face à l'évolution des marchés. Le juge conserve cependant le pouvoir de contrôler le

bon fonctionnement du pouvoir réglementaire. Le rôle central de la déontologie constitue une application de la théorie de la contingence. Elle constitue non pas un code d'usages mais un processus de création des normes⁴ plus en phase avec les exigences de développement des marchés que les normes juridiques. Le troisième pilier du dispositif est constitué des autorités prudentielles qui depuis la loi bancaire du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit vont contrôler les activités des entreprises d'investissement. Le Comité de la réglementation bancaire et financière « fixe les prescriptions d'ordre général applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement ». Il s'agit de la réglementation prudentielle, c'est-à-dire des règles permettant de contrôler la solidité de la structure financière des intermédiaires ainsi que la fiabilité de leur procédure de contrôle interne. Enfin la loi du 2 juillet 1998 est intervenue qui définit notamment les dispositions relatives à l'épargne et l'investissement en précisant les notions d'investisseurs qualifiés et de placement restreint.

4. L'évolution du principe d'égalité dans la fixation des prix dans les transactions boursières du prix unique au prix équitable

L'évolution ainsi rappelée à grands traits répond à l'approche positive de l'économiste. L'adaptation a bien été guidée par les nécessités de l'évolution des marchés : d'abord, la création de produits nouveaux se fait par voie législative ou réglementaire puis l'autorisation est conférée aux entreprises de concevoir et de créer librement leurs propres produits.

La réglementation est d'abord externe et correspond à la notion traditionnelle de réglementation ; elle devient ensuite internalisée pour prendre son sens anglo-saxon de « régulation » qui désigne un système évolutif mettant en jeu des procédures formalisées de concertation, des procédures contractuelles et des procédures quasi-juridictionnelles s'appuyant sur des autorités indépendantes généralistes comme la COB ou le CMF⁵. La fictivité de la notion d'égalité devant le prix est abandonnée au profit de la notion de transparence et de prix équitable. Le régulateur est à la fois une autorité publique et indépendante de l'administration. Cette évolution provient prin-

4. Ch. Hannoun, *op. cit.*

5. Laurent Cohen Tanugi, 1998, « L'émergence de la notion de régulation », *Petites Affiches*, n° 82, 10 juillet 1998, p. 4 ; et Marie-Anne Frison-Roche, « Les différentes définitions de la régulation », *ibid.*, p. 5.

2. F. Peltier et M. N. Dompé, 1998, *Le droit des marchés financiers*, Paris, PUF, p. 21.

3. Ch. Hannoun, 1989, « La déontologie des activités financières, contribution aux recherches actuelles sur le néo-corporatisme », *RTD com.*

cipalement de la volonté de créer un processus ouvert sur l'évolution des mécanismes de marché tout en laissant la haute main aux professionnels des marchés en assurant le respect des libertés publiques et en particulier la protection de l'épargne publique. C'est la constatation de l'inadaptabilité des mécanismes administratifs traditionnels à la régulation dynamique de marchés fortement évolutifs à la fois du fait de leur technicité et de leur ouverture internationale qui a ouvert la voie à cette évolution vers la dérégulation au profit de la régulation qui vise à assurer la sécurité de l'épargne investie sur les marchés financiers en contrôlant à la fois les professions d'intermédiation et la sécurité des transactions, à travers les mécanismes de compensation et d'appels de marge et de couverture mais aussi en réglementant le transfert de propriété sur les marchés financiers.

La vision corporatiste qui prévalait dans le passé s'appuyait sur le monopole des négociations en bourse au profit des intermédiaires spécialisés disposant de la qualité d'officiers ministériels. Elle trouvait sa contrepartie dans la garantie offerte à tous les intervenants sur le marché de bénéficier d'un droit identique vis-à-vis du prix d'équilibre, identique pour tous. La volonté européenne d'introduire plus de concurrence dans l'exercice des métiers de prestations de service et d'intermédiation des marchés financiers est venue battre en brèche le primat du juste prix (égalité de tous les intervenants devant un prix unique) du fait de la nécessité d'ouvrir les marchés à un ensemble plus vaste d'opérateurs n'étant plus régis par un monopole organisé. La France a voulu conserver le concept de juste prix, résultat de la confrontation à un instant donné des offres et des demandes mais a dû abandonner le concept de centralisation des marchés qui accompagnait le monopole des agents de change.

La nécessité de favoriser la concurrence en matière de prestations de service dans l'espace européen a conduit à la libéralisation de l'exercice des métiers d'intermédiation des marchés financiers. A la notion d'égalité des intervenants devant le prix se substitue celle de transparence des transactions qui constitue le fondement des marchés réglementés. La solution française privilégie la concentration des opérations sur les marchés réglementés par des prestataires de service agréés. Elle est renforcée par l'obligation d'intermédiation, considérée comme le meilleur garant de la bonne information du marché⁶. La loi

prévoit également pour les investisseurs professionnels et par dérogation, la possibilité de réaliser les transactions en dehors du marché réglementé à condition de communiquer à ce dernier l'information relative aux transactions opérées de gré à gré entre investisseurs professionnels.

Le concept d'égalité devant le prix se trouve donc affaibli puisqu'il ne subsiste de fait que pour les petits investisseurs. Il faut voir là une adaptation aux contraintes de fonctionnement des marchés. Le fixing a fait place à la cotation en continu.

A l'égalité devant le prix se substitue l'égalité devant le traitement des ordres. La nécessité d'assurer une efficacité et une liquidité continue sur les marchés réglementés a conduit au développement des opérations de contrepartie autrefois interdites : il s'agit pour un mandataire de la possibilité « de prendre à son propre compte l'opération qu'il est en charge de conclure avec un tiers »⁷. Cependant les prix auxquels se traitent ces opérations doivent se situer à l'intérieur d'une fourchette de prix (soit la meilleure offre et la meilleure demande du moment, soit la définition d'une fourchette moyenne pondérée des offres et demandes).

Le principe d'égalité devant le prix a donc perdu une partie de sa force pour laisser la place à celui de prix équitable, c'est-à-dire résultant d'une « libre confrontation des ordres d'achat et de vente » (art. 2 du règlement de la COB 9004 relatif à l'établissement des cours).

5. L'évolution du concept d'égalité dans les offres publiques et l'accès à l'information

Un autre domaine a connu également une adaptation du principe d'égalité, c'est celui des offres publiques. Le droit repose sur la fiction de l'égalité des actionnaires alors que la réalité financière distingue les titulaires de bloc de contrôle des simples investisseurs.

Le principe d'égalité sur le marché boursier trouve une application importante dans le régime des offres publiques obligatoires qui consiste à imposer la mise en œuvre d'une offre publique d'achat ou de garantie de cours en cas de modification substantielle dans le contrôle de la société cotée. Les conditions d'application de ce principe connaîtront des évolutions :

6. Sénat, *Rapport* n° 254, Ph. Marini, 1995-1996, p. 151, cité par F. Peltier et M. N. Dompé, *op. cit.*, p. 90.

7. G. Cornu (dir.), 1987, *Vocabulaire juridique*, Association H. Capitant, Paris, PUF.

- 27 février 1973, mise en place de la procédure de maintien de cours en cas de changement de contrôle (décision COB) ;
- loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier et loi du 2 juillet 1996 (art. 33).

Ces textes prévoient que le droit de sortie du minoritaire n'est pas limité au seul cas du changement de contrôle majoritaire, mais intervient dès le franchissement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote par une personne agissant seule ou de concert. De même, est organisée la compétition entre compétiteurs dans les offres publiques à travers le règlement 89.03 de la COB qui établit le principe selon lequel « la compétition que peut impliquer une offre publique s'effectue par le libre jeu des offres et de leurs surenchères ». Le même principe d'égalité trouve ainsi son application dans l'information concernant les valeurs négociées et leurs émetteurs. L'égalité devant l'information est organisée autour de deux axes :

- les obligations de communiquer ;
- la répression du non-respect de ces obligations et de l'utilisation d'informations privilégiées, c'est-à-dire non publiques et susceptibles d'avoir une influence sur le cours du titre, du contrat négociable ou de produit financier du marché (délit d'initié).

On notera que ce principe d'égalité devant l'information est complémentaire du principe d'équité des négociations et accompagne celui de marché réglementé qui prévoit l'information rapide du marché sur les opérations de gré à gré. A cet égard, la définition du délit d'initié a évolué et ne concerne plus uniquement depuis le règlement 90.08 et l'article 10.1 de la loi du 2 juillet 1996, les opérations réalisées sur un marché réglementé conçu comme un lieu spécifique, mais comme les opérations portant sur des titres admis aux négociations sur de tels marchés que les transactions aient été effectuées sur un tel marché ou en dehors. La définition du délit vise des informations à la fois précises, confidentielles (ou non publiques) et déterminantes des opérations effectuées. Le droit financier n'a pas manifesté d'hésitation pour caractériser ce délit puisqu'il vient sanctionner des manquements au principe d'égalité devant l'information.

Il n'en a pas été de même pour le droit américain. Aux États-Unis, ce sont plus les abus qui ont accompagné l'utilisation des informations d'inités par les managers avant le Securities Exchange Act. de 1934 et la crise de 1929 dont de nombreux commentateurs ont à l'époque pensé qu'elles avaient été aggravées par le recours à

ces pratiques qui ont justifié la pénalisation de ces pratiques que le respect du principe d'égalité.

C'est donc l'idée que les managers d'une entreprise puissent réaliser des actions allant à l'encontre des intérêts des actionnaires qui a conduit à définir cette réglementation. On se trouve au cœur d'un problème d'agence que l'on résout de manière corporatiste : il faut laisser au marché et aux institutions agréées le monopole des transactions réalisées sur la base d'informations publiquement disponibles. Cette relation d'agence est essentiellement contractuelle et consiste pour les actionnaires (les mandants) à confier à d'autres (les mandataires, ici les entreprises d'investissement au sens large) le soin de gérer pour leurs comptes. C'est l'efficacité de cette relation qui est recherchée et non pas l'application d'un principe abstrait d'égalité. Il y a cependant eu un débat sérieux au Sénat américain : « Un nombre modeste d'économistes et de professeurs défendent la pratique de l'*insider trading* en tant que promouvant l'efficacité du marché. Certains économistes du marché libre seraient même favorables à la légalisation de l'*insider trading*. Ils considèrent que plus vite le marché reflètera une information non publique, plus efficace sera son fonctionnement. Mais un plus grand nombre de commentateurs approuvent les efforts de lutte contre l'*insider trading* et les considèrent comme déterminants pour le processus de formation du capital qui dépend de la confiance des investisseurs dans le caractère loyal et intègre du fonctionnement des marchés financiers... Le public des investisseurs s'attend à ce que les prix des titres liquides reflètent les informations disponibles à tous⁸ ».

Il y a donc répression sur la base de l'idée que c'est le meilleur moyen de favoriser le développement des marchés financiers. En conséquence, pour favoriser le respect du principe d'égalité, le droit a confié à une catégorie des agents le monopole des transactions.

6. L'autonomisation du droit des marchés financiers par rapport au droit commun

Des exemples précédents, il apparaît pour le droit une double évolution : tout d'abord, il cherche à favoriser le développement des échanges sur les marchés financiers supposés contribuer au bien-être collectif et c'est notamment le cas avec des dispositions telles

8. US Congress House Committee on Energy and Commerce. *Insider trading and securities fraud enforcement*, Act. of 1988, House Report, n° 100.910 (1988), p. 8.

que les offres publiques de retrait obligatoire qui introduisent la possibilité d'imposer au minoritaire leur retrait du capital de la société sur la base d'un prix équitable validé par un expert indépendant⁹. Ces dispositions peuvent conduire à une certaine autonomie du droit des marchés financiers par rapport au droit commun compte tenu des spécificités de la régulation des marchés financiers. En ce sens, l'évolution du droit des marchés financiers serait un révélateur de l'incapacité du droit commun à réguler les rapports économiques et sociaux dans une économie à évolution rapide¹⁰. Cependant la définition d'un certain nombre de délits (délit et manquement d'initié, de mauvaise information et de manipulation de cours) tend aussi à instaurer une morale des opérations financières qui dépasse le simple fonctionnement des marchés organisés et s'inscrit dans les rapports contractuels de droit privé.

L'autonomisation croissante paraît pourtant être le phénomène dominant du fait de la rapidité des innovations financières et de leur besoin de cadre juridique. L'informel ne peut subsister, car les malentendus génèrent des conflits. Le cadre se standardise et devient ensuite formel¹¹ dès lors que l'usage de l'innovation se généralise. Dans certains cas, les normes professionnelles devancent les règles de droit. Il en est ainsi pour les marchés de gré, de swaps régis par les normes professionnelles de l'association internationale des intermédiaires de swaps (ISDA, International Swap Dealers Association). Mais l'adaptation est dynamique et de nouvelles innovations relationnelles se créent sans cesse le mécanisme¹². C'est pourquoi, le cadre juridique doit en permanence être susceptible de s'adapter. La globalisation des marchés fait apparaître à chaque instant des opportunités pour couvrir tel ou tel risque ou contourner telle ou telle disposition fiscale, réglementaire ou corporatiste.

Prenons l'exemple de la naissance des marchés de contrats futurs financiers appelé par Merton H. Miller¹³. En 1971, Milton Friedman était persuadé de la surévaluation de la livre sterling britan-

nique. Aucune banque n'offrait la possibilité de vente à découvert de livres sterling afin de couvrir un risque de dévaluation. M. Friedman s'exprima sur ce point auprès de Léo Melamed, président du Chicago Mercantile Exchange, marché qui avait depuis longtemps développé ce type de *futures* pour les commodités qui n'impliquaient aucun coût d'emprunt ou de dépôt de titres en garantie. Une vente à découvert représentait simplement l'opposé d'un achat. C'est ainsi que le International Money Market vit le jour en 1972 et devança la création du marché d'options sur devises du Chicago Board of Trade.

On note, à la lumière de cet exemple, que l'existence d'un besoin économique, la couverture du risque de dévaluation d'une devise a entraîné l'apparition d'un produit dont l'usage a été simultanément organisé et réglementé. D'une manière générale, la réponse vient cependant le plus souvent, dans un premier temps, d'un marché de gré à gré dont la distinction avec les marchés organisés est de plus en plus ténue. Dès lors que le volume traité s'accroît, il entraîne par là même une standardisation du produit traité. Le passage du marché de gré à gré au marché organisé est ensuite une affaire d'espèce et de concurrence entre opérateurs. C'est ainsi que l'on décrit l'évolution du système financier comme une spirale d'innovations dans laquelle les marchés organisés et les intermédiaires financiers entrent en concurrence les uns avec les autres dans un sens statique et se complètent dans un sens dynamique¹⁴.

Il est important de noter que le besoin est relatif à un actif économique et obéit à la loi du prix unique et, de ce fait, n'est pas cloisonné à un seul marché. La finance opère un balayage permanent entre les différents marchés financiers de façon à comparer les conditions auxquelles chacun d'eux offre des services comparables en termes de couple rentabilité-risque. Une opportunité apparaît dès lors qu'il est possible de répondre à une demande actuellement non satisfaite ou bien déjà satisfaite, mais à des conditions moins avantageuses. Compte tenu des conditions présentes du marché, une offre s'exprimera de façon à combler le GAP existant. Cette offre pourra apparaître sur un marché différent du marché initial où la demande est apparue. C'est pourquoi l'analyse des marchés financiers ne peut être effectuée de manière cloisonnée, mais à partir des fonctions remplies par chaque produit.

14. Robert C. Merton et Zvie Bodie, 1998, « Un cadre conceptuel pour l'analyse dans "la finance sans frontière" », Paris, *Économica*, chap. 1, p. 22.

9. Le mécanisme de concertation est décrit notamment par la théorie des conventions. A cet égard, voir A. Orléan, 1989, « Pour une approche cognitive des conventions économiques », dans Collectif, *L'économie des conventions*, *Revue économique*, n° 2, mars 1989, p. 241-272. Concernant l'application de cette théorie au rôle de l'expert indépendant, voir Claire Karsenti, 1997, « La convention de qualification de l'expert en équité », *Revue française de gestion*, janvier-février.

10. Voir Frédéric Pelletier, *Marchés financiers et droit commun*, op. cit.

11. Marie-Anne Frison-Roche, M. Nussenbaum, 1997, « Détermination juridique et financière des marchés financiers de gré à gré », *RJDA*, 8-9, p. 679-683.

12. Merton H. Miller, *Financial Innovations and Market Volatility Blackwell*, p. 10.

13. Voir n. 11.

II / L'analyse fonctionnelle des marchés financiers et le choix des marchés financiers

1. L'analyse fonctionnelle des marchés financiers

R. C. Merton et Z. Bodie ont contribué au développement d'une analyse fonctionnelle du système financier qui analyse « l'innovation financière comme la force qui conduit le système financier vers une plus grande efficacité économique »¹⁵. Cette efficacité accrue se mesure par l'apparition d'innovations qui permettent de réduire les coûts de transaction mais aussi qui répondent aux besoins d'allocation des ressources.

Cette analyse distingue six fonctions de base pour le système financier, qui visent toutes à faciliter l'allocation des ressources dans le temps et dans l'espace dans un environnement incertain :

- les mécanismes de règlement et de compensation pour faciliter les transactions (compensation et règlement) ;
- les mécanismes de mise en commun des ressources et de répartition du capital des entreprises ;
- les mécanismes de transfert des ressources économiques dans le temps, l'espace et les secteurs économiques ;
- les mécanismes de gestion des risques ;
- les informations sur les prix pour faciliter la coordination de la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie ;
- les mécanismes permettant de résoudre les problèmes d'incitation.

Il est important de positionner le droit dans cette conception fonctionnelle du système financier. L'analyse fonctionnelle souligne que le droit régit principalement le fonctionnement d'institutions financières existantes dont la fonction est de fournir les services financiers d'aujourd'hui et qui ne sont pas nécessairement adaptés aux produits de demain. Or l'innovation financière transcende les institutions puisqu'elle vise à rendre les transactions plus efficaces et plus économiques et donc à contourner les institutions de la manière la plus efficace. Ayant pour objet les institutions financières d'aujourd'hui telles que les banques et les compagnies d'assurances

15. Voir n. 12.

ainsi que les marchés réglementés définis, le droit peut opposer des freins aux évolutions financières qui supposent la remise en cause permanente des institutions existantes. Merton¹⁶ expose à titre d'exemple qu'il existe onze différentes manières de prendre une position en actions de l'indice Standard & Poor's 500 financée par un emprunt, qui vont de l'achat d'actions au comptant à l'achat de *futures* ou d'options, en passant par des certificats de dépôt ou rente à taux variables dont la rentabilité est liée à celle du S. & P. 500. Sur un marché en équilibre, si ces onze approches coexistent c'est qu'elles peuvent être réalisées à des conditions comparables en fonction des services offerts et qu'elles permettent à des investisseurs opérant dans le cadre de structures fiscales et réglementaires différentes de prendre de manière plus efficace des positions adaptées à leurs situations spécifiques. Une approche réglementaire étroite peut conduire à freiner certaines d'entre elles, au nom de la sécurité ou de la nécessité de favoriser le développement des marchés organisés au détriment des marchés de gré à gré.

L'approche fonctionnelle part de la multiplicité des réponses institutionnelles à un besoin déterminé. Toute activité financière fait intervenir simultanément plusieurs fonctions :

- un prêt implique le transfert intertemporel des ressources et la gestion du risque de défaillance par l'intermédiaire de la vente de garanties ;
- l'assurance du remboursement de certains types d'obligations peut se faire par le biais de compagnies d'assurances (cas de la titrisation) ou bien à travers des marchés d'options où les investisseurs pourront se couvrir par l'achat d'options de vente.

Ainsi, la compagnie d'assurances et le marché d'options pourront remplir la même fonction de garantie pour les investisseurs.

Les institutions remplissant la même fonction vont donc naturellement se trouver en concurrence et l'analyse juridique réglementaire pourra, en se centrant sur une approche institutionnelle, intervenir de manière discriminatoire et favoriser telle solution au détriment de telle autre. Ce sont en général les intermédiaires qui favoriseront le développement d'une innovation en créant les produits nouveaux qui font concurrence aux institutions. A titre d'exemple, la création d'un marché pour les obligations à hauts

16. R. C. Merton, « Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institution », *Journal of Banking and Finance*, 19 (juillet), p. 461-482.

risques a permis aux OPCVM, aux fonds de retraite et aux investisseurs individuels de financer directement les entreprises émettrices qui traditionnellement se finançaient auprès des banques. Il en est de même pour le marché du papier commercial qui a permis aux fonds d'investissement de concurrencer les banques dans la collecte de l'épargne. Dès qu'un produit initialement proposé par des intermédiaires rencontre un succès important, la tendance à la standardisation et au déplacement vers un marché organisé apparaît. Les produits sur mesure rendent plus complet les marchés. Leurs développements abaissent leurs coûts et favorisent la standardisation et l'apparition de nouveaux marchés. Parallèlement, ils rendent possible l'apparition de nouveaux produits d'où la description de l'innovation financière en termes de spirale.

L'évolution du système financier mondial est marquée par le rôle sans cesse croissant des OPCVM et des fonds de retraite qui constituent les plus gros investisseurs et qui utilisent des stratégies de couverture et de gestion de leurs risques. Ces stratégies ont été rendues possibles grâce au développement des instruments dérivés dont le rôle a été mis en question lors des crises qui, périodiquement, agitent les marchés financiers. En fait, les marchés de produits dérivés viennent compléter les marchés de titres et de l'assurance pour permettre à la fois aux individus et aux entreprises de se couvrir contre toutes les formes de risques financiers. C'est ainsi que les entreprises utilisent les options, les contrats à terme futurs et *forward*, les *caps* et les *floors* pour gérer leurs risques de change, de taux d'intérêt, de variation de prix de matières premières ou d'actions.

La théorie financière permet d'expliquer à la fois pourquoi l'optimisation de l'allocation du risque bénéficie à l'économie et comment le système financier facilite cette allocation. Elle repose sur l'idée de marché dynamiquement complet¹⁷ par rapport aux différentes sources d'incertitude et dans lesquels il est possible de se couvrir contre chacune des sources de risque à l'aide de stratégies dynamiques. On montre alors qu'il est possible d'atteindre une allocation optimale des risques. C'est ainsi que le système financier est supposé contribuer, à côté du système productif et des marchés de biens, à l'optimum économique. Cependant, la gestion du risque ne se borne pas à la couverture¹⁸. Elle comprend également la diversifi-

cation et l'assurance. Si la couverture consiste en l'élimination d'un risque, la diversification consiste en la réduction d'un risque global par la combinaison de risques individuels imparfaitement corrélés, et l'assurance consiste à limiter le risque par l'achat de contrat moyennant le paiement d'une prime.

L'optimisation de la gestion du risque consiste, pour chaque agent économique, à déceler s'il doit couvrir, diversifier ou assurer les risques auxquels il est exposé. Les marchés de produits dérivés ont rendu possible l'ensemble des stratégies envisageables, y compris pour les entreprises d'acquies des risques auxquels elles souhaitent être exposées, ce qui est l'opposé de la couverture.

La généralisation de ces stratégies aux institutions financières rend souvent difficile le suivi de leur gestion et de leur situation. C'est pourquoi ces dernières sont plus réglementées que les entreprises non financières, dans le but de maintenir leur solvabilité pour leurs clients et pour la stabilité du système financier. Mais est-il réellement possible de les réglementer parfaitement ?

C'est pourquoi l'État contribue en dernier ressort à la stabilité des marchés financiers en amont contre les prises de risques non desservies que le système financier ne parvient pas à couvrir.

L'État intervient à la fois comme fournisseur d'assurance et de garanties à côté de sa fonction de réglementation. On citera à cet égard les systèmes d'assurance des dépôts ou des retraits existant aux États-Unis, de même les systèmes de garanties de prêts au logement permettant leur titrisation.

Il peut paraître paradoxal, dans une approche libérale de l'économie, de défendre l'intervention de l'État dans le domaine de l'assurance. Mais, soit il existe des domaines où la taille du marché sur laquelle peut intervenir l'État lui assure la meilleure efficacité par rapport à toute intervention privée, soit il existe des risques non assurables tels que les risques d'accident nucléaire ou les tremblements de terre et pour lesquels l'État apparaît comme seul intervenant crédible notamment du fait de l'absence de données statistiques permettant de valoriser ces risques. Cette analyse conduit à considérer que les marchés de produits dérivés ont permis d'améliorer la gestion collective des risques et que tout autre système de couverture des risques à travers des contrats privés serait à la fois moins efficace et pas moins risqué.

La dernière fonction du système financier évoquée précédemment concerne l'incitation des agents à réaliser les contrats financiers dans le cadre des relations contractuelles qui s'instituent entre

17. Merton R. C. (1973) « An Intertemporel Capital Asset Pricing Model » *Economica*, 41 (septembre), p. 867-868.

18. Scott. P. Mason, *L'allocation du risque*, chap. 5, dans *La finance sans frontière*, op. cit., p. 194.

les entreprises et leurs apporteurs de capitaux. Ces problèmes découlent des écarts existant entre les objectifs spécifiques des managers et ceux des apporteurs de capitaux dans la plupart des grandes décisions de l'entreprise : décisions d'investissements, financement, gestion des risques, politique de dividendes... Les marchés de produits dérivés ont permis, là aussi, d'apporter des solutions. Des titres tels que les obligations convertibles et les warrants sont particulièrement adaptés. On sait que l'existence d'asymétries d'information sur les marchés entre gestionnaires de l'entreprise et actionnaires externes conduisent ces derniers à suspecter que toute décision de l'entreprise est *a priori* favorable aux managers plutôt qu'aux actionnaires. Ainsi, une augmentation de capital sera considérée comme un aveu de surévaluation, d'où la nécessité pour qu'elle soit réussie d'offrir un rabais par rapport aux derniers cours cotés. De même, une émission de dette signale la sous-évaluation des actions et constitue pour les actionnaires une bonne nouvelle dès lors que l'entreprise dispose d'une capacité d'endettement inutilisée. On dit alors que l'émission de dettes réduit les coûts d'agence en obligeant les gestionnaires à une rigueur accrue dans l'emploi des fonds de l'entreprise, notamment pour faire face au service de la dette.

C'est pourquoi, du fait des asymétries d'information, on considère que les financements externes ont d'une manière générale des coûts marginaux supérieurs aux financements internes et que les gestionnaires préfèrent épuiser les seconds avant de recourir aux premiers.

Dans ce contexte, les obligations convertibles présentent des avantages. En tant que dettes, elles ne constituent pas un signal négatif pour le marché et le caractère optionnel de la conversion ne signale pas non plus de sous-évaluation des actions, car les actionnaires pensent que des mauvaises entreprises n'émettront pas ce type de dette puisqu'elles ne pourront pas anticiper de la part de leurs actionnaires une conversion future, dans la mesure où la valeur des actions n'évoluera pas positivement. La conversion ne fera que récompenser les efforts des managers dans la création de valeur dans l'entreprise. C'est ainsi que les émissions d'obligations convertibles sont considérées comme des augmentations de capital retardées.

Dans le même ordre d'idée, les émissions d'options de vente (ou *warrants*), qui constituent pour leurs émetteurs des rachats d'actions conditionnels par lesquels une entreprise s'engage à racheter à une certaine date une certaine quantité de ses propres titres à

un certain prix d'exercice fixé à l'avance si le cours est inférieur à ce prix d'exercice, constituent un signal positif pour les actionnaires. En effet, les dirigeants n'émettront ce type de titre que s'ils pensent qu'ils n'auront pas à les exercer et donc que la valeur future de l'action évoluera favorablement.

2. L'enjeu du droit financier dans l'analyse fonctionnelle du système financier

Par rapport à ces différentes fonctions des systèmes financiers, l'enjeu du droit financier est d'accompagner le mieux possible la réalisation des fonctions du système financier tout en préservant les principes moraux d'égalité et d'équité. Or les hiatus sont nombreux, tout d'abord en termes d'efficacité, comme le remarquent R. C. Merton et Z. Bodie, si les fonctions restent identiques dans le temps, elles sont assurées de manière de plus en plus efficace grâce à l'innovation et la concurrence par des institutions différentes. De ce fait, les institutions financières qui exercent à un instant donné certaines fonctions ne peuvent en garder le monopole, et le droit financier, s'il est trop centré sur les institutions, peut constituer un frein à l'évolution du système financier.

Du fait de l'atténuation des frontières entre les produits et les services financiers, il existe un glissement et une concurrence accrue entre les institutions qui offrent les mêmes services. Les compagnies d'assurances offrent des comptes chèques à travers des fonds d'investissement et les banques utilisent des stratégies d'options pour offrir des stratégies d'assurances. De ce fait, la réglementation ne peut porter sur les institutions, mais sur les fonctions. A titre d'exemple, l'activité des banques comprend des activités de prêt et de collecte de dépôts. La garantie des dépôts peut être obtenue en scindant ces deux activités et en obligeant les banques à couvrir leur dépôt par des réserves en obligations du Trésor, comme l'a déjà proposé M. Friedman¹⁹ dès 1960, ce qui n'implique pas la création de structure étroite de surveillance des banques.

Il est également intéressant de comprendre à la fois la richesse conceptuelle et l'utilité des swaps pour assurer la fluidité du système financier. Les swaps peuvent être utilisés par les entreprises locales pour se diversifier internationalement en évitant la fuite des capi-

¹⁹ M. Friedman, 1960, *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.

taux, car le contrat échange les risques sans mouvement de capitaux. Dans le cas d'un échange entre un fonds de pensions d'un petit pays avec une institution étrangère, la rentabilité totale du marché boursier du petit pays peut être échangée contre la rentabilité d'un portefeuille mondial diversifié. Cela permet parallèlement aux investisseurs internationaux de ne pas supporter les coûts de transaction inhérents à l'achat des actions du petit pays ainsi que les problèmes fiscaux spécifiques aux opérations internationales.

Les risques de défaillance peuvent être réduits par des stratégies de couverture.

Cet exemple illustre ce qu'on appelle la complétude dynamique du système financier : tout cloisonnement devient impossible :

- les transactions en instruments dérivés remplacent à moindre coût les transactions sur titres primaires ;
- la titrisation permet le développement des fonds communs d'investissements et accroît la mise en commun au niveau mondial des ressources.

Par ailleurs, s'il est un domaine où l'action réglementaire est nécessaire, c'est celui des infrastructures financières qui accompagnent le développement des innovations. A titre d'exemple, l'analyse du risque par les institutions financières doit être normalisée. Cela oblige les institutions financières qui utilisent des titres complexes à systématiser des procédures existant déjà dans les systèmes de gestion interne, ce qui constitue certainement un élément d'infrastructure indispensable au développement du système financier et nécessaire à la mise en œuvre d'une réglementation efficace.

- Le droit a, jusqu'à maintenant, suivi les innovations financières :
- en recouvrant les marchés financiers en 1989, il a pris conscience de la nécessité d'assurer transparence et sécurité aux opérations financières. Il s'écarte à ce stade d'une simple approche institutionnelle mais privilégie les marchés réglementés ;
 - en déclarant la fin du monopole des agents de change, il modérise les activités financières (1996) en unifiant les structures tout en créant une catégorie nouvelle d'acteurs, les entreprises d'investissement qui absorbent à la fois les sociétés de bourse et les autres acteurs du marché.

Cette libéralisation s'accompagne du renforcement du rôle des organismes régulateurs comme la COB et des exigences éthiques et déontologiques.

Le développement de la titrisation encore récent en France marque une révolution qui va accroître la désintermédiation en utilisant les marchés de valeurs mobilières et non plus le système bancaire pour assurer le financement d'un grand nombre d'activités de crédit en transformant en titres mobiliers un nombre de plus en plus important de créances. C'est une boîte de Pandore qui s'ouvre du fait de l'internationalisation et de l'interconnexion des marchés.

Si le problème du droit est d'abord de qualifier ce qu'il désigne en définissant des acteurs spécifiques par leur rôle : les actionnaires, les prêteurs, les emprunteurs. La finance, quant à elle, définit des fonctions et remplir les classes d'équivalence des produits susceptibles de remplir ces fonctions.

L'évolution des marchés sur une plus grande amplitude va dans le sens de la multiplication des produits et des utilisateurs susceptibles de remplir les mêmes fonctions.

Le droit se doit de maintenir cette équivalence pour favoriser la fluidité et l'efficacité des marchés tout en assurant leur sécurité.

Conclusion

L'union entre la finance et le droit est d'abord un mariage de raison. Le droit est par nature englobant puisqu'il régit l'ensemble des liens patrimoniaux qui unissent les personnes juridiques entre elles : de ce fait, il a vocation à réglementer toute nouvelle activité née des marchés financiers. Les marchés financiers quant à eux, ont besoin à la fois de liberté pour permettre aux innovations de se développer au risque, si elles sont bridées ici ou là, de se développer ailleurs et d'entraîner dans leur sillage la délocalisation d'activités économiques importantes en termes d'emploi et de création de richesse par les capitaux drainés, mais aussi de règles pour donner aux opérateurs à la fois sécurité et visibilité. Mais ce mariage est nécessaire parce que, ne parlant pas le même langage, les activités financières ne génèrent pas d'elles-mêmes des règles suffisamment précises et universelles pour s'imposer à tous. Cependant, les risques de dérapage existent. En définissant des règles de fonctionnement, le droit risque de s'attacher de manière statique au fonctionnement des institutions alors que ces dernières, menacées en permanence par l'entropie de la concurrence, se projettent en avant pour apporter des nouvelles solutions à des besoins exprimés ou révélés, procu-

rant ainsi des profits d'innovation aux promoteurs des nouveaux produits ou des nouvelles activités.

Là où le droit raisonne en fonction d'une carte établie des marchés, des produits et des sociétés d'investissement, la finance boulesverse en permanence les cartes. De ce fait, le droit suit, plus ou moins bien et plus ou moins vite. Il est comme la société réelle qui résiste face à la dématérialisation et à l'internationalisation du système financier. L'enjeu est de taille, et l'économiste ne peut que décrire les objectifs. Il faut définir des infrastructures financières sans cesse plus efficaces pour permettre le développement des innovations qui a leur tour font évoluer les infrastructures. Il faut donc reconnaître la relativité du rôle des institutions et leur concurrence dans l'accomplissement des différentes fonctions du système financier. Il faut également garantir le respect des principes de droit commun d'égalité ou d'équité tout en leur conférant un sens sans cesse actualisé par le développement des marchés.

Maurice NUSSENBAUM
*Université Paris-Dauphine
(Paris IX)*