

# Études et doctrine

## Chronique

### Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré

**Marie-Anne Frison-Roche**

Professeur de droit à l'Université Paris-Dauphine

**Maurice Nussenbaum**

Professeur de finance à l'Université Paris-Dauphine

1. Il est aujourd'hui usuel en droit de parler des marchés financiers de gré à gré, même si certains ont souligné qu'il ne s'agit pas d'une terminologie présente dans la directive sur les services d'investissement et dans la loi du 2 juillet 1996 (1). A première vue, la détermination juridique et financière des marchés financiers dits « de gré à gré » (2) ne pose pas de difficulté. Elle se dégage *a contrario*. En effet, le marché réglementé est défini par la loi du 2 juillet 1996, à travers son article 41. Et la définition est la plus simple qui soit, celle qui ne devrait pas poser de problème parce qu'elle est purement formelle : selon le texte, est un marché réglementé celui qui a été inscrit comme tel dans la liste des marchés réglementés tenue par le ministre de l'Économie, sur proposition du CMF et après avis de la COB et de la Banque de France.

2. Ce système de liste est d'ailleurs la reprise d'une disposition de la directive, qui confie à chacun des États le soin de la dresser. On a souligné qu'ainsi, à côté du marché réglementé, était admis un marché de gré à gré (3). Le droit aurait donc donné forme à une distinction juridico-financière, explicitée notamment par le rapport sénatorial rédigé par M. Philippe Marini sur la transposition de la directive : coexistent les marchés financiers réglementés, organisés et de gré à gré.

3. Dès lors, tout paraît simple : est réglementé ce qui est dit comme tel par le pouvoir normatif, et ce qui

ne l'est pas relève de l'organisé et du gré à gré. Cela est d'autant plus rassurant que bien des points d'application de la loi de 1996 dépendront de cette détermination préalable, dans la mesure où beaucoup de contraintes sont propres au marché réglementé et ne pourront affecter le marché de gré à gré. Les investisseurs opérant sur ce dernier type de marché auront sans doute à cœur de protéger cette autonomie.

4. En ce qui concerne la différence entre marché organisé et marché de gré à gré, seconde branche de la distinction des marchés, le marché organisé répond à des règles communes d'organisation et de comportements, tandis que le marché de gré à gré ne connaîtrait que la loi de l'autonomie de la volonté des contractants. Mais il s'avère, tant juridiquement qu'au regard de la science financière, que la distinction souvent avancée entre marché de gré à gré et marché organisé est une illusion : à proprement parler, un marché ne peut être qu'organisé (I). D'ailleurs, les marchés organisés, que l'on devrait donc s'interdire d'appeler « de gré à gré », ont vocation à se rapprocher des marchés réglementés, dont ils mimeront progressivement toutes les règles (II).

### I. L'illusion de la distinction entre marché de gré à gré et marché organisé

5. Ce que l'on appelle un marché financier de gré à gré ne peut mériter juridiquement cette qualification car il ne faut pas confondre cessions de gré à gré et structure de marché financier (A). D'ailleurs, sous l'angle de l'analyse financière, on peut obtenir un tel *continuum* entre marché organisé et marché dit de gré à gré que la distinction n'est guère plus soutenable (B).

A. L'absence de détermination juridique possible d'un marché financier de gré à gré

6. La *distinction* juridique entre marché financier réglementé et marché de gré à gré correspond pourtant à une figure bien connue en droit. Comme pour la distinction des biens meubles et immeubles ou celle de la responsabilité contractuelle et délictuelle, il y a une catégorie fermée et une catégorie ouverte : tout

(1) M. Germain et M.-A. Noury, La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières : JCP éd. G 1997 I n° 4022 § 19.

(2) Voir, par exemple, P. Gissinger, L'amélioration de la sécurité juridique des produits dérivés de gré à gré : La modernisation des activités financières, Joly 1996 p. 155 s.

(3) M. Germain et M.-A. Noury, précités note 1.

ce qui n'est pas de la première catégorie relève de l'autre ; on ne peut appartenir à aucune ; on ne peut appartenir aux deux. Ainsi, le modèle du marché hors-cote, marché semi-réglementé, ne peut plus exister. Mais la familiarité de cette façon de partager les catégories juridiques en catégorie fermée (marché réglementé) et catégorie ouverte (marché de gré à gré) est plutôt source d'inquiétude car le temps qui passe met à mal ce type de séparation, la catégorie ouverte, sans définition propre, ayant tendance à tant accueillir qu'elle devient certes plus importante mais aussi plus hétéroclite. Dès lors, elle en devient ingouvernable, c'est-à-dire impossible à soumettre à un régime juridique unifié. Il faudrait mieux rechercher une définition substantielle pour éviter cela. On mesure dès cet instant que le plus important est donc la définition du marché de gré à gré, celui-là même que la loi du 2 juillet 1996 n'évoque pas, ou évoque par prétérition.

7. Reprenant appui sur le texte et recherchant un peu plus de substance dans la notion de marché réglementé, on en peut trouver dans l'article 42-I, al. 1, de la loi du 2 juillet 1996, qui fixe les conditions de recevabilité d'une demande de reconnaissance par le ministre : « Pour être reconnu comme marché réglementé, un marché d'instruments financiers doit garantir un fonctionnement régulier des négociations », l'entreprise de marché devant imposer un certain nombre de contraintes et assurer globalement sécurité et continuité des opérations. Mais il ne s'agit jamais que d'une définition par le régime, dont l'anticipation fournit les critères d'appréciation, voire de recevabilité ; alliée à la définition formelle, elle ne lui donne guère de substance. De plus, il ne faut pas confondre critère de recevabilité et critère substantiel. Il ne faut surtout pas établir une bijection entre eux ; ce n'est pas parce qu'il faut que le marché fonctionne régulièrement pour qu'il puisse prétendre à la reconnaissance officielle que le marché de gré à gré ne peut avoir pour ambition de fonctionner de même manière. L'*a contrario* ne peut fonctionner en la matière. On peut donc concevoir un marché organisé réglementé et un marché organisé non réglementé, la distinction renvoyant alors purement et simplement au premier critère formel de l'inscription par le ministre.

8. En outre, on peut certes concevoir que le marché réglementé se contente de cette définition formelle et *a posteriori*. Mais on est contraint de définir le marché de gré à gré, non plus tant en ce qu'il est de gré à gré mais en tant qu'il est marché. On ne peut se contenter en effet d'affirmer que le marché de gré à gré est constitué là où se passent des *cessions de gré à gré*. Ce n'est pas parce qu'il existe une ou quelques cessions ordinaires, qu'un marché se révèle. Au contraire, on sent une contradiction entre le gré à gré, qui évoque le particulier, le sur-mesure, le non-standardisé, bref le contrat comme seule structure souveraine de la relation, et le marché, qui appelle exactement l'inverse, c'est-à-dire une certaine fongibilité d'opérations comparables sur des objets substituables, le contrat n'étant plus que la modalité d'exécution d'une structure générale qui le contraint.

9. On est ainsi conduit à définir valablement ce qu'est un marché de gré à gré, pour tenter de dépasser cette contradiction. Dès lors, ce que l'on appellerait marché

de gré à gré, parce qu'il est marché, c'est-à-dire structure gouvernée par des règles qui soumettent les transactions qu'il porte, est nécessairement un marché organisé, ou à tout le moins, a vocation à le devenir : ce n'est qu'en étant organisé qu'il devient marché. Il faut donc affirmer qu'il existe des marchés réglementés, des marchés organisés et des cessions de gré à gré. Mais il n'existe pas conceptuellement de marché de gré à gré : le marché est plus ou moins organisé, jusqu'à ce que la main du ministre le fasse basculer dans le réglementé, si l'entreprise de marché y aspire. Si l'on se tient donc à l'hypothèse de marché, en ce qu'il appelle une activité juridique de régulation, il convient de chercher à distinguer le marché réglementé et le marché simplement organisé, lesquels peuvent d'ailleurs se ressembler comme deux jumeaux. Ainsi, juridiquement, la notion même de marché financier de gré à gré ne tient pas. Dans ses aspects financiers, elle ne se porte guère mieux.

## B. Le constat d'un *continuum* financier entre marché organisé et marché de gré à gré

10. A première vue, et en privilégiant cette fois-ci l'analyse financière des distinctions, le marché de gré à gré se distingue du marché réglementé en termes de produits et de liquidité. En effet, l'opposition entre ces deux types de marché reposait à l'origine sur trois critères : des produits standardisés, un cadre organisationnel assurant la sécurité des transactions et la liquidité des produits, ces caractéristiques étant supposées associées aux marchés réglementés et non aux marchés de gré à gré.

11. Cette distinction est devenue aujourd'hui plus tenue comme on le verra en analysant plus particulièrement les marchés d'instruments financiers, c'est-à-dire les marchés de créances financières qui ne représentent pas des financements. Ces instruments permettent à leurs utilisateurs de s'échanger des risques financiers sans pour autant détenir les actifs. Ils regroupent notamment les swaps, les instruments cotés sur le Matif ou le Monep et leurs équivalents étrangers, ainsi que les autres instruments de gré à gré répondant aux mêmes fonctions qu'il s'agisse de contrats à terme ou d'options (4).

12. Sans être réglementé, un marché peut être organisé comme c'est le cas des marchés dits de gré à gré les plus importants. Il existe cependant différents degrés d'organisation. Les futures ou les produits dérivés supposent un degré d'organisation supérieur aux marchés d'instruments de financement puisqu'ils impliquent la confiance dans une livraison à venir. L'acheteur doit être certain qu'il sera livré et le vendeur qu'il sera payé. La mise en place des marchés réglementés a correspondu à l'avènement d'une production de masse à la recherche d'efficacité dans un domaine auparavant artisanal caractérisé par des relations bilatérales. La nécessité de la confiance limitait les échanges entre partenaires ayant deux à deux des liens *intuitu personae*.

(4) D. Marteau, Gestion des risques sur opérations de marchés, Ed. ESKA 1997, chap. IV.

13. Alors que les marchés réglementés se caractérisent par l'opacité des intervenants, ceux-ci sont par nature transparents dans les marchés dits de gré à gré. A l'inverse, les prix sont transparents dans les marchés réglementés et opaques dans les marchés de gré à gré, puisqu'ils peuvent être différents, à un même instant, d'une transaction à une autre.

14. S'il existe des marchés de gré à gré différents pour les diverses catégories de produits financiers, ces marchés possèdent des caractéristiques communes. Tout d'abord, les marchés dits de « gré à gré » sont marqués par la diversité et la souplesse des opérations qui s'y nouent. Ainsi, les opérations ne sont ni d'un montant ni d'une durée déterminés, à la différence des marchés réglementés où, pour pouvoir fonctionner sur une échelle de grand nombre, les produits doivent être entièrement standardisés. Cette liberté permet l'innovation et le marché de gré à gré est son lieu privilégié, même s'il n'en a pas le monopole. Dès que la pratique reconnaît l'existence d'un besoin à large échelle, le produit peut être standardisé et intégré dans un marché réglementé (5).

15. La *souplesse* des marchés de gré à gré peut cependant conduire à une difficulté d'analyse des risques des opérations engagées (6). Leur utilité est de permettre la déconnexion des opérations permettant de se procurer des ressources ou de placer des excédents et celles permettant de gérer les risques correspondants. À titre d'exemple, une entreprise pourra obtenir d'une banque un crédit à taux variable et se protéger simultanément ou ultérieurement de la hausse des taux en négociant un contrat de gré à gré avec une autre banque. Ces opérations sont le plus souvent réversibles car elles peuvent être dénouées par des opérations en sens inverse moyennant le paiement ou l'encaissement d'un différentiel.

16. Mais cette souplesse des marchés de gré à gré ne doit pas masquer l'*existence d'une organisation* qui les soutient nécessairement. Ce degré d'organisation peut être même très fort. Ainsi, pour les marchés de taux d'intérêt, il existe trois grands types d'instruments ou contrats de gré à gré qui confèrent aux marchés correspondants une structure puissante d'organisation :

— Les *Futures Rate Agreement* (FRA) ou garanties de taux d'intérêt qui permettent de fixer le taux d'intérêt d'un emprunt ou d'un placement futur quelle que soit l'évolution des taux. Les contrats correspondant précisent le montant, la date de départ et la durée de l'opération sous-jacente, ainsi que les taux de garantie et de référence.

— Les swaps de taux d'intérêt qui permettent de transformer l'exposition au risque de taux : taux fixe contre taux variable ou vice et versa, ou encore changement de différentiel de taux variable, ou changement de la devise de référence. Sur le plan international, la plus grande partie des émissions obligataires sont accompagnées de swaps, ce qui rend ces marchés

extrêmement animés et comparables en valeur à ceux de certains produits de marchés réglementés.

De ce fait, les contrats correspondant sont complètement standardisés ; on y trouve le montant et la durée, les modalités de règlement des intérêts ainsi que les taux.

17. Ainsi, les marchés de gré à gré sont des marchés organisés, simplement plus ou moins organisés. L'alternative juridique et financière n'est donc pas à trois branches — marché réglementé, marché organisé et marché de gré à gré — mais à deux branches — marché réglementé ou marché organisé, ce dernier étant appelé par un certain effet de mode terminologique marché de gré à gré —, alors que la cession de gré à gré ne relève pas d'une problématique de marché.

## II. Le rapprochement prévisible entre marché réglementé et marché de gré à gré

18. La distinction entre marché réglementé et marché organisé est juridiquement plus fiable et relève du truisme : Le marché est réglementé lorsqu'il est soumis à une réglementation, au respect de laquelle veille une autorité de marché. Mais cette distinction est immédiatement attaquée par la loi elle-même. En effet, il faut souligner l'ambiguïté de l'homologation par le Conseil des Marchés Financiers des contrats évoluant sur les marchés simplement réglementés. Par cette technique d'homologation, l'autorité de marché n'exerce-t-elle pas une activité de quasi-tutelle, qui caractérise normalement le marché réglementé d'une façon exclusive ? Plus encore, par le contrôle exercé par le Conseil sur les prestataires de services d'investissement, organisé par les articles 67-1 et suivants de la loi du 2 juillet 1996, cet organisme aura fatalement, mécaniquement, un office régulateur.

19. Ce critère à portée de mains apparaît donc comme inefficace, parce qu'un marché organisé est encadré par la réglementation. Ainsi, peuvent se croiser sur son frontispice la loi de 1984 de l'activité bancaire ou la réglementation des activités d'intermédiaire. Plus encore, par son devoir de protection de l'appel public à l'épargne, la COB va prendre prise sur le marché de gré à gré, rendant alors indifférente à son égard la distinction des marchés. D'ailleurs, la nouvelle rédaction de l'article 1<sup>er</sup> de l'ordonnance de 1967 (7) lui donne pouvoir d'exercer sa mission sur les « marchés d'instruments financiers », ce qui englobe toutes sortes de marchés.

20. Certes, on pourrait distinguer l'activité de réglementation, de type général et *a priori*, du rôle de surveillance et de sanction exercé par ces autorités, ce qui laisserait donc valide la distinction. Mais l'expérience montre que les règles générales sont aussi bien, voire

(5) Y. Simon, *Techniques financières internationale*, Économica, 5<sup>e</sup> éd., 1993.

(6) J. Bessis, *Gestion des risques et gestion actif-passif des banques*, Dalloz 1995.

(7) « La Commission des opérations de bourse, autorité administrative indépendante, veille à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers. »

davantage, émises à travers des décisions particulières, dont le marché financier retient la portée générale. Il en est notamment ainsi dans les décisions concernant les responsabilités, d'où se dégage peu à peu un système complet de prescriptions de comportement, par ce que l'on pourrait appeler une sorte de réglementation de fait (8). Ainsi, non sans paradoxe, ce n'est pas la réglementation qui caractérise le marché réglementé : les observateurs se réfèrent plus volontiers à la différence pour chacun de ces types de marché d'organiser le risque de contrepartie (A) et la transparence des prix (B). Or, sur ces deux plans, on note un mouvement de rapprochement.

#### A. Le rapprochement dans l'organisation juridique et financière de la gestion du risque de contrepartie

21. En effet, le marché réglementé assure un mécanisme général de compensation, que n'offre pas un marché dit de gré à gré (9). Il faut d'ailleurs se garder d'une ambiguïté : Le critère de distinction n'est pas l'opération de compensation mais l'existence de la Chambre de compensation. Comme il ne faut pas confondre le marché de gré à gré et les cessions de gré à gré, il ne faut pas nécessairement mêler l'institution de compensation et la technique classique de compensation, dont la doctrine affirme d'ailleurs qu'elle n'est pas opérée par la chambre (10), ce qui amène au véritable critère : non pas la présence ou non d'institutions régulatrices, mais le mode de gestion du risque de contrepartie. Celui-ci est, en effet, bilatéral sur le marché de gré à gré et multilatéral sur le marché organisé pour lequel la Chambre de compensation vient s'interposer entre les cocontractants et supporter le risque de variation qu'elle fait courir au moyen des marges et dépôts de garantie.

22. Mais le développement des *credits derivatives* (11) qui sont des instruments dérivés permettant de valoriser et de négocier le risque de crédit d'un actif sous-jacent indépendamment des risques de marché inhérents à ce même actif vient réduire cette différence. Le risque de crédit ainsi isolé est une combinaison entre le risque de défaillance et le coût de cette défaillance. Il peut être transféré sur le marché et cela quel que soit l'actif sous-jacent : titres obligataires, prêts bancaires, swaps, etc. Des courtiers spécialisés mettent en relation les contreparties potentielles et permettent aux établissements bancaires d'accroître la liquidité de leur bilan en externalisant le risque de contrepartie.

Ainsi l'assureur, qui n'est plus la Chambre de compensation, est tout simplement un investisseur désireux d'acheter ce risque de crédit. Ces produits constituent une alternative aux marchés organisés permettant

d'externaliser les risques de contrepartie (12). Mais, à la différence des premiers, ils se heurtent à l'heure actuelle à un manque d'information en dehors de celles fournies par les agences de notation ainsi qu'à des problèmes de dévaluation.

23. La réglementation a un rôle à jouer en ce domaine pour préciser à la fois le caractère effectif et le quantum de risque transféré. Ce transfert crée cependant un nouveau risque de crédit sur la nouvelle contrepartie (13). Ces produits qui revêtent le plus souvent la forme d'options appelés *credit event swaps* ou *credit event notes* génèrent par ailleurs des risques opérationnels d'ordre juridique du fait de l'absence de standardisation des contrats. Ils peuvent avoir de plus un impact significatif sur la réglementation aussi bien prudentielle que comptable pour ce qui concerne les règles de provisionnement. Mais, au-delà de ces tendances et des interférences entre les diverses techniques, il apparaît que les deux types de marchés, marché réglementé et marché dit de gré à gré, se rapprochent dans leur façon de gérer le risque de contrepartie, en organisant de droit ou de fait des systèmes plus ou moins formalisés de transfert de ce risque (14). Ce rapprochement, on le mesure encore à propos de ce que l'on présente traditionnellement comme objet d'une distinction essentielle : la transparence des prix.

#### B. Le rapprochement dans l'assurance juridique et financière de la transparence des prix

24. En effet, l'ultime différence, la transparence du prix, signe caractéristique des marchés réglementés, s'estompe lorsque les systèmes de cotation fonctionnent, comme c'est le cas sur certains marchés d'actions, par un système de cotation régi par le *market making* où la multitude des prix qui se succèdent reflète la chaîne des transactions. Le *fixing* s'efface alors pour laisser place à un système gouverné par les ordres qui va offrir moins de repères et constituer une entorse au principe théorique d'égalité devant le prix dans les marchés organisés.

25. Les marchés de gré à gré organisés, comme ceux des swaps, sont très animés au niveau international et utilisent des contrats types précisant les montants, la durée de l'opération et les taux de l'exercice et de référence. Le caractère de gré à gré permet la souplesse et la combinatoire. L'achat d'un *cap* et la vente simultanée d'un *floor* fait naître un *collar* qui va garantir à l'agent une zone de taux d'intérêt. Sur les marchés d'options de taux, on trouve également des produits échangés de gré à gré comme les options suivantes : option sur FRA, option sur swap, options sur contrats Matif. Ce dernier exemple montre une nouvelle fois la limite de la distinction entre marché réglementé et de gré à gré et le *continuum* existant entre les deux types de marché puisque, depuis 1988, le Matif inté-

(8) M.-A. Frison-Roche, L'hypothèse du droit commun au regard de l'évolution des marchés financiers, Rapport moral sur l'argent dans le monde, Association d'économie financière 1997.

(9) F. Peltier, Marchés financiers et droit commun, Banque Éditeur 1977 p. 80 n° 114.

(10) V. Guillaumin, Le consentement échangé sur le marché financier, in L'échange des consentements, Rev. jur. com., n° spéc. 1995, p. 133 s.

(11) F. Hass, Credits derivatives : de nouveaux instruments financiers, Rev. Banque n° 568 - mars 1996 pp. 48-50.

(12) G. Bailby, Le développement du collatéral, Rev. Banque n° 569 - avril 1996 pp. 23-25.

(13) P. d'Herouville et P. Mathieu, Les dérivés de crédit révolutionnent la gestion des risques de contrepartie : Rev. Banque n° 577 - janvier 1997 p. 60.

(14) M. Nussenbaum, Les sources de risque et de sécurité sur les marchés financiers de produits dérivés, Petites Affiches 8 mai 1996 n° 56-5 p. 5.

gre, en tant que produit négocié, les options sur contrat notionnel.

26. Sur le marché des changes, on a vu se développer en parallèle depuis 1970, à la fois le marché interbancaire des opérations à terme de gré à gré et les marchés réglementés des contrats à terme de devises et d'options. Des opérations comparables se traitent sur le marché interbancaire et sur les marchés de contrats standardisés. Pour la couverture des risques de change, les marchés interbancaires permettent des opérations sur mesure, adaptées spécifiquement aux besoins des entreprises. Elles se réalisent sur la base d'échanges téléphoniques entre cambistes avec des prix offerts et demandés modulés en fonction de la qualité de l'acheteur et du vendeur et du risque qu'ils représentent, alors que pour les marchés de contrats, les transactions se font à la criée, à des cours identiques pour les acheteurs et les vendeurs quels que soient leurs risques. Les transactions sont anonymes et la liquidité est parfaite, permettant d'interrompre à tout moment une opération de couverture si l'évolution du taux devient favorable à l'entreprise. Il suffit alors d'annuler la position tandis que sur le marché interbancaire, la rigidité du contrat découle de son caractère sur mesure qui en limite la liquidité.

27. La transparence des prix, considérée comme une différence significative entre les deux types de marché, se développe sur certains marchés comme ceux des devises et des swaps du fait de la mise en concurrence des banques, qui tend à uniformiser les conditions. Concernant le marché des options sur devises, la principale différence porte sur la négociabilité. Les options non standardisés ne sont pas négociables sur un marché. Elles se négocient *principal to principal*. Il n'existe pas nécessairement de marché secondaire permettant à l'opérateur de réviser rapidement sa stratégie. Le marché est *over the counter*, la relation demeure personnalisée entre le client et la banque et répond de ce fait mieux aux besoins des exportateurs et importateurs qui souhaitent des réponses sur mesure plutôt que les produits disponibles sur les marchés réglementés.

En bref, d'un côté la souplesse, l'adaptabilité et par là même, la nouveauté. Le laboratoire des idées nouvelles, mais aussi le caractère bilatéral, opaque, la réversibilité limitée du fait d'une plus faible liquidité. De l'autre, la transparence des prix, la liquidité, la réversibilité mais aussi la standardisation.

28. Ainsi, pour de nombreux produits, les différences s'atténuent. D'une part, il existe des marchés de gré à gré très liquides, comme les swaps, et des marchés standardisés peu liquides comme ceux de certains types d'options. D'autre part, les marchés s'interpénètrent : la combinaison de produits standardisés peut

donner lieu à des produits de gré à gré. Des options longues sont aussi traitées en OTC.

\*\*

29. Ainsi, le marché de gré à gré d'un produit non seulement ne peut pas être autre chose qu'un marché techniquement organisé, ce qui conduit à préconiser l'abandon de ce vocable inadéquat, mais encore il a vocation à mimer les marchés réglementés, jusqu'à finir sans doute par se transformer en tant que tel, même si la réglementation n'est pas étatique mais purement professionnelle (de type ISDA, *International Swap Dealers Association*). Cela correspond à une sorte de « loi de l'histoire » : l'informel a tendance à se rigidifier, à se standardiser, et à engendrer du formel. Tout va vers le réglementé, jusqu'à ce que la rigidité de la réglementation excède l'avantage de sécurité qu'elle procure, ce qui engendre un mouvement de balancier de reconstitution de l'informel sur un nouveau produit. Ainsi, la vague du réglementé gagne, jusqu'au ressac du gré à gré, en intégrant les innovations reconnues par l'usage.

30. Il existe en outre une sorte de « loi de nature » : si la finance a besoin du droit, elle impose sa propre nature, ses propres exigences de développement. Il est remarquable que les articles 41 et suivants précités de la loi du 2 mai 1996 visent des critères de sécurité et de liquidité financières pour trier les marchés en droit d'accéder au statut du réglementé. Cela change alors la nature du réglementé, c'est-à-dire du droit. En effet, le marché réglementé n'est pas celui qui est contraint par le droit mais celui qui va utiliser le droit pour attester aux yeux de tous les opérateurs que son système est sain et efficace : le droit devient une garantie de professionnalisme ; la procédure d'inscription devient une labellisation. Ainsi, le droit est lui-même absorbé par son objet, dont il atteste et accrédite la nature. Le normatif tente de survivre dans le label qu'il fournit par nature.

31. Mais si le marché de gré à gré peut reproduire les règles du marché réglementé, il n'y est pas contraint. C'est dans cette absence de contrainte que réside sa faiblesse, non pas dans l'instant, mais dans le temps : le droit, c'est ce qui donne de la permanence au temps, qui assure que demain sera comme aujourd'hui et qu'on répondra aujourd'hui des fautes et des manquements d'hier. En cela, parce qu'il n'y a pas de marché sans anticipation et assurance sur le fonctionnement de la place demain, il faut un droit pour assurer cette permanence. Qu'il s'exprime par un encadrement étatique, ou par une contrainte conventionnelle, le droit joue donc le même rôle qu'il s'agisse d'un marché réglementé ou de gré à gré. Et c'est finalement le juge qui, s'appuyant sur la réglementation, la convention ou le droit commun, sera le garant final de l'entier système.