



# COMMENT FONDER JURIDIQUEMENT LE POUVOIR DES AUTORITÉS DE RÉGULATION ?

MARIE-ANNE FRISON-ROCHE\*

Dans l'ordre politique, les pouvoirs sont des expressions de puissances qui se distinguent des manifestations de pure force par le fait qu'ils sont fondés, c'est-à-dire qu'ils trouvent une justification agissant comme un butoir à la question régressive de leur source. Parce que le droit est une force instituée qui s'oppose à la force pure, l'organisation des pouvoirs dans une société relève du droit. Ainsi, le pouvoir politiquement fondé est celui auquel on peut associer une source légitime. A partir de là, le droit organise cette source elle-même, par exemple en mettant en place l'élection comme mode d'expression de la volonté du peuple, et veille à ce que le lien entre source du pouvoir et exercice du pouvoir ne se déforme pas, par exemple en sanctionnant l'excès de pouvoir. Tout le système des pouvoirs publics français tient dans ces principes. Mais il faut reconnaître d'entrée de jeu que les autorités de régulation y rentrent très mal. Et si les financiers peuvent parfois trouver excessif que la place que le droit y prend, le pouvoir que les juristes s'arrogent dans la régulation, symétriquement la doctrine juridique manifeste également de la réserve. Pour n'y citer qu'une expression la plus récente, Messieurs Jacques Ribois et Rémy Schwartz affirment que « cette jaillissante et spontanée création des autorités administratives indépendantes... pourrait en effet, si l'on n'y prenait pas garde, déboucher sur une forme d'anarchie juridique, préjudiciable à terme à la bonne organisation des pouvoirs publics ».<sup>1</sup>

En effet, par rapport à la structure administrative classique de l'État français, les autorités des marchés financiers français telles qu'elles sont désormais organisées peuvent être purement et simplement des organisations professionnelles de droit privé, comme le Conseil des Marchés Financiers, ou, si on leur conserve une nature d'autorités administratives, sont indépendantes c'est-à-dire sans rattachement à une source

\* Professeur à l'Université Paris-Dauphine, Directeur de l'Institut de droit économique, fiscal et social.

politique déterminée. Il en est ainsi de la COB ou du Conseil des Marchés à Terme. Il faut encore y ajouter la Banque de France, la Commission bancaire ou le CECEI, qui ont vocation à développer une activité régulatrice à travers la surveillance prudentielle. L'unification de ces divers organismes est encouragée par la prochaine loi sur les Nouvelles Régulations Économiques qui consolide les liens entre régulation bancaire et régulation du marché financier, surveillance des acteurs et surveillance du marché, parce qu'elles convergent pour maîtriser le risque systémique. Il apparaît ainsi que les structures juridiques sont très diverses, voire incertaines<sup>2</sup> et que seule la notion « d'autorité de régulation » peut lui offrir une certaine unité.

On peut en effet les qualifier ainsi dans la mesure où, chacune en ce qui les concerne, elles ont pour office d'organiser et de surveiller l'efficacité des marchés, notamment en veillant à la transparence du marché, à l'égalité entre les investisseurs et au respect de règles prudentielles et déontologiques par les intermédiaires, y compris bancaires. On peut encore considérer que les entreprises de marché ont pour objet social la régulation du marché dont elles offrent l'accès, alors même qu'il s'agit de sociétés commerciales. Ainsi, la régulation est le produit même qu'elles offrent aux sociétés émettrices et aux investisseurs. Or, si la régulation et l'autorité de régulation sont des notions désormais courantes, elles ne correspondent pas encore à une catégorie juridique distincte et unifiée. Paradoxalement, dans le même temps que le droit ne cesse de monter en puissance dans les mécanismes de régulation<sup>3</sup>, le système juridique en rend très difficilement compte. L'analyse juridique des autorités de régulation s'égaré souvent parce que, d'une part, elle oscille ainsi entre des schémas classiques d'institutions publiques et des procédés commerciaux, ce qui écartèle l'analyse entre le droit public et le droit privé, et que, d'autre part, elle doit opérer un lien entre ces diverses autorités et une source juridique nettement identifiée de leurs pouvoirs.

En effet, ces organismes exercent désormais un pouvoir considérable, tant par leur diversité - édicton de règles générales, agrément, autorisation, sanctions<sup>4</sup> - que par leur ampleur respective : pour ne prendre que deux exemples, toute entreprise de marché doit être agréée par le CMF et reste surveillée par la COB, toutes les offres publiques sont abstraitement réglées par le titre V du Règlement général du CMF et concrètement soumises aux fourches caudines et du CMF et de la COB. Ces pouvoirs ont vocation à s'accroître notamment par l'admission de compétences nationales exercées sur des aires internationales<sup>5</sup>. Mais la légitimité de ces pouvoirs reste incertaine. On observe que les questions autour des pouvoirs des autorités de régulation sont le plus souvent formulées sur un ton acide qui laisse supposer l'absence de réponse solide : ainsi, de quel droit la COB exerce-t-elle le droit de punir, aussi



sévèrement que le ferait un tribunal répressif, à tel point qu'elle en mérite la qualification en vertu de la convention européenne des droits de l'homme<sup>6</sup>, alors qu'elle ne statue pas au nom du Peuple Français, comme que le font les juridictions ? De quel droit les autorités de régulation émettent des normes de comportements pesant sur les opérateurs, en substituant leur puissance expertale au pouvoir démocratique du Parlement et du Gouvernement ?

Ainsi, la question de la légitimité des pouvoirs des autorités de régulation est de celle que l'on ouvre le plus aisément, parce qu'elle s'impose avec évidence. Pour y répondre, on a avancé différentes perspectives. On peut rester dans cette recherche d'une source politique des pouvoirs des autorités de régulation. Mais bien d'autres voies ont été ouvertes : ainsi, on peut soutenir qu'il existe une sorte de contrat entre les autorités et les personnes du secteur concerné ou bien que la façon dont l'autorité exerce ses pouvoirs suffit à légitimer les conséquences de cet exercice, concept procédural de la légitimité des pouvoirs. La première voie est sans doute celle qui vient le plus naturellement à l'esprit parce qu'elle consiste à reconstituer un lien entre ces organismes et la source démocratique du pouvoir politique. La deuxième est diamétralement opposée : tournant le dos à une perspective publique, il s'agit alors de fonder le système sur l'idée d'un contrat<sup>7</sup>. La troisième est plus modeste encore : on se contente alors d'un bon fonctionnement procédural de l'exercice des pouvoirs. Mais, comme on le verra, aucune de ces hypothèses ne donne une pleine légitimité à l'exercice des pouvoirs. Sans doute parce qu'il convient de les marier toutes pour obtenir une description se référant à une conception très classique de l'exercice de la parole en droit : la rhétorique juridique.

### *LES RAISONNEMENTS FONDÉS SUR LA SOURCE DES POUVOIRS DES AUTORITÉS DE MARCHÉ*

L'idée de départ est qu'il importe de trouver une source juridique aux pouvoirs que les autorités de régulation exercent sur tout intervenant sur le marché, à titre général par des règlements ou à titre individuel : l'autorité peut alors exister comme une institution liée à une source démocratique, en référence au droit politique et public, mais il peut s'agir aussi d'une organisation contractuelle, autorégulée, en référence au droit privé des obligations.

#### *La reconstitution du lien avec la source démocratique du pouvoir*

La légitimité du pouvoir par l'existence d'une source proprement politique est inscrite dans le système juridique français. Dans un système démocratique, il faut entendre par source proprement politique le fait

qu'au départ la volonté du peuple s'est exprimée. Le pouvoir législatif est légitime par l'élection, le gouvernement est légitime par son acceptation par le Parlement, le pouvoir de l'administration est légitime par son rattachement au Gouvernement. Ainsi, c'est parce que l'administration est dépendante du pouvoir politique que le pouvoir unilatéral qu'elle exerce sur les personnes est légitime. C'est ce que l'on peut appeler une légitimité par la régression puisqu'il s'agit de remonter la chaîne des délégations.

Or, comme il a été dit, les autorités de régulation sont indépendantes de ce pouvoir politique, cette indépendance étant aujourd'hui expressément visée par les lois comme qualificative des entités en cause, notamment la précision que loi du 2 juillet 1996 a apportée dans ce sens à la définition de la COB, le Conseil Constitutionnel ayant lui-même imposé l'expression<sup>8</sup>, à tel point qu'il est usuel désormais d'affirmer que les autorités indépendantes - le plus souvent administratives - forment une catégorie juridique à part entière<sup>9</sup>. Or, cette indépendance priverait l'organisme en cause de sa légitimité, puisqu'elle le coupe du pouvoir du Peuple<sup>10</sup>. C'est ainsi que le Conseil Constitutionnel n'a admis l'exercice d'un pouvoir réglementaire par une autorité administrative indépendante qu'avec de grandes restrictions, rappelant qu'il ne peut s'agir que d'adopter « des mesures de portée limitée tant par leur champ d'application que par leur contenu »<sup>11</sup> ; l'exercice par une autorité indépendante d'un plein pouvoir normatif, consistant à édicter des règles générales et abstraites ne pourrait que contrarier la Constitution, gardienne des pouvoirs politiques. Dans ces conditions, la solution à laquelle on songe est celle du retour en arrière : il faudrait mais il suffirait de restaurer le lien entre l'autorité de régulation et le politique en la réinsérant dans l'administration, elle-même rattachée aux ministres. Que le Trésor reprenne la main ; que le Ministre de l'économie dispose de nouveau.

Mais cette solution, qui restaurerait certes un fondement politique aux pouvoirs des autorités de régulation, est aujourd'hui hors de portée, essentiellement pour deux raisons. La première est de nature politico-sociologique : les intervenants et les investisseurs n'apporteraient plus leur confiance<sup>12</sup> à une régulation exercée par des personnes soumises à des stratégies politiques biaisant les décisions. La seconde est proprement juridique. Les services ministériels, le Trésor principalement, sont des intervenants sur le marché. Si le pouvoir de régulation était redonné à ceux-ci, il y aurait cumul des qualités d'opérateur et de régulateur. Or, cette situation est désormais contraire non pas tant à un principe de droit financier mais à un principe général du droit de la concurrence : cette rupture entre les différents intervenants pourrait être qualifiée d'abus de position dominante<sup>13</sup>. On arrive ainsi à une véritable aporie : l'autorité a besoin de légitimité, celle-ci pourrait lui être donnée par un



rattachement au politique, mais celui-ci lui est désormais interdit. C'est en cela que la question des fondements de l'autorité de régulation, si l'on en reste là, est proprement dramatique<sup>14</sup>.

Mais l'on peut tout d'abord percevoir la difficulté d'une façon plus pragmatique, et cela dans deux directions. En premier lieu, certes l'autorité de régulation n'obéit pas au gouvernement mais enfin, c'est bien une loi dûment votée par la représentation nationale qui l'a constituée. Ainsi, l'ordonnance de 1967, les lois du 2 août 1989, du 2 juillet 1996, du 2 juillet 1998 n'ont cessé d'exprimer une volonté démocratique de donner des pouvoirs grandissants à ces organismes. Ainsi, la volonté politique existerait bel et bien, d'une façon première. L'enjeu se déplace alors : il s'agit de vérifier que les pouvoirs qu'exercent les autorités lui ont bien été préalablement conférés par la loi. Le cœur du dispositif est alors dans la sanction des excès de pouvoir : l'autorité doit rester dans les limites de ses compétences. Le pouvoir et la compétence se confondent. L'inconvénient d'une telle solution est le suivant : il s'agit d'un système purement formel de contrôle, qui se contente de fonder le pouvoir sur la limite du pouvoir, sans se soucier de la substance même des décisions prises, ce qui conduit à privilégier le respect des compétences, se référant au principe de la restriction, au détriment de l'adéquation des actes, se référant au principe de l'efficacité. Il est d'ailleurs remarquable que la jurisprudence a adopté un raisonnement radicalement contraire à propos de l'Autorité de Régulation des Télécommunications : dans un arrêt du 28 avril 1998, la Cour d'appel de Paris a posé qu'un pouvoir pourtant non expressément conféré par la loi à l'A.T.R. devait lui être reconnu parce qu'il lui était nécessaire pour remplir son office. Ainsi, le souci primordial des limites de compétence et le réflexe hiérarchique qu'elle traduit ne fonde que pauvrement les pouvoirs des autorités de marché puisqu'il entrave l'efficacité de l'organisme et reste aveugle à l'adéquation des décisions.

L'autre façon de restaurer un lien avec le politique consiste à compenser l'absence de lien à l'origine par l'organisation d'une responsabilité politique *a posteriori*. La responsabilité politique signifie que la personne en cause peut être destituée par le Parlement, ce qui est vrai pour le parlementaire qui n'est pas réélu, mais aussi pour le gouvernement objet d'un vote de défiance répondant ainsi des actes de l'administration qu'il dirige. Ainsi, c'est cette sorte de révocabilité qui fonde l'exercice des pouvoirs. Or, les membres constituant les autorités de régulation sont préservés de cette responsabilité politique. On essaie de la reconstituer dans un « comme si » en prévoyant l'établissement de rapports annuels par lesquels les autorités rendent compte de leur activité ; plus encore, les présidents des autorités doivent le présenter devant le Parlement et le projet de loi sur les Nouvelles Régulations



Économiques vise à généraliser la règle. Mais en premier lieu, les rapports annuels sont désormais utilisés par les Autorités comme expression nouvelle de leurs pouvoirs, l'occasion d'insister sur certains principes, voire d'envoyer quelques messages, et non comme un mode de leur limitation. En second lieu, même si le Parlement peut être informé de la façon dont les Autorités exercent leur pouvoir, les parlementaires ne pourraient tirer aucune conséquence de sanction de leur éventuelle désapprobation. Ils ne le pourraient qu'ultimement, en votant une loi nouvelle, laquelle n'est pas équivalente à l'idée d'une responsabilité politique, qui est attachée à la personne. On mesure donc que le raisonnement construit sur un lien entre pouvoir politique et pouvoir des autorités de régulation aboutit à des analyses aporétiques et, en conséquence, à des solutions peu satisfaisantes.

*La contractualisation du rapport entre l'autorité  
de marché et les professionnels du secteur*

On a pu alors concevoir le système à travers une figure radicalement différente : le contrat. Le contrat est un mode alternatif de production des obligations : une personne peut être contrainte parce qu'une loi politiquement légitime la vise mais elle peut encore l'être parce qu'elle a engagé sa volonté dans ce sens. Dès l'instant qu'une personne exprime la volonté de se lier et qu'un échange des consentements se produit, elle est contrainte d'exécuter ce à quoi elle s'est engagée. Ainsi, on a pu soutenir que lorsqu'une entreprise de marché admet à la cotation les titres d'une société émettrice, celle-ci se soumet à une série d'obligations, y compris à la perspective de sanction en cas de violations d'une série de règles émises par l'autorité de marché<sup>15</sup>, mais cela s'opère sous la forme d'engagements contractuels.

Ainsi, tout le système financier reposerait sur un maillage de relations contractuelles et l'autorité de marché y participerait pleinement. La Bourse s'apparente à un club qui repose sur ce même principe<sup>16</sup>. Cela se traduit notamment par le fait que les Règlements généraux, s'ils sont émis par l'Autorité, s'ils sont même homologués par le Ministre, sont des textes dont l'élaboration est grandement collective et la pratique des « consultations de place » dont les Autorités sont familières évoquent la même idée. Cela est également présent lorsque les Autorités conduisent l'initiateur d'une offre publique à modifier volontairement un prix ou des conditions proposées aux investisseurs plutôt que de rejeter unilatéralement le dossier d'offre. Dès lors, le fondement des pouvoirs des autorités de régulation serait dans l'acceptation que leur destinataire en ont fait.

Une telle perspective implique des conséquences en technique juridique et dans la conception même de la régulation financière. Tout



d'abord, si le lien entre l'intervenant sur le marché et l'autorité de régulation du marché est institué par délégation de divers pouvoirs politiques, le lien est alors de droit public, le droit commun applicable est le droit administratif et la compétence juridictionnelle revient au tribunal administratif. Mais si les obligations sont simplement contractuelles, alors le Code civil reprend ses droits et les litiges seront connus par le tribunal de commerce ou de grande instance. La doctrine juridique est divisée, certains auteurs faisant remarquer que des autorités ont des statuts de droit privé, comme le CMF, voire de sociétés commerciales, comme ParisBourse SA<sup>SBF</sup>, et n'ont que le pouvoir du contrat à leur portée, tandis que d'autres, adhérant à la conception classique précitée<sup>17</sup>, estiment que l'autorité est une institution publique qui édicte des normes unilatérales à la soumission desquelles les intervenants sont contraints, sans que la volonté soit requise pour cela, ni pour l'accepter ni pour le refuser. Pour l'instant, la question ne s'est pas posée dans un litige mais cela ne saurait tarder. On mesure ici le vide juridique, les textes ne fournissant guère les qualifications alors que l'application des règles en dépend.

En outre, cette présentation contractuelle du pouvoir des autorités de régulation a une influence sur les modes et la substance des prérogatives. En premier lieu, si c'est la volonté des intervenants rencontrant l'offre de régulation faite par l'Autorité qui explique le pouvoir de celle-ci, alors ce que l'échange de leurs consentements a fait, il peut ultérieurement le défaire : c'est ainsi que l'on pourrait fonder un pouvoir de transaction que pourrait exercer la COB dans l'exercice de son pouvoir de répression. En second lieu, les règles de régulation, si leur fondement était purement contractuel, ne comprendraient que des dispositions qui satisfont les intérêts des destinataires, faute de quoi ils ne les accepteraient pas. Cette hypothèse n'est pas abstraite car c'est bien ainsi que l'on peut analyser le comportement des opérateurs qui choisissent de faire coter ou d'investir dans des places financières dont les règles leur conviennent. La concurrence entre places, qui transforme la place et son mode de régulation en produit offert, renforce cette conception contractuelle, laquelle est plus généralement attachée au phénomène de mondialisation<sup>18</sup>.

Mais cela pose alors le problème de l'ordre public. En effet, il peut exister des règles qui servent l'intérêt général au-delà de l'intérêt commun des destinataires, et qu'il convient donc d'imposer à des intervenants indépendamment de toute perspective d'acceptation. Or, la régulation des marchés financiers relève de l'intérêt public, comme a eu l'occasion de l'affirmer la jurisprudence pour justifier le mécanisme du retrait obligatoire, en tant que celui-ci est un procédé d'expropriation qui serait contraire à la Convention européenne des droits de l'Homme



s'il ne servait que des intérêts privés<sup>19</sup>. Certes, on sait qu'une entreprise commerciale, comme l'est l'entreprise de marché, peut avoir des missions de service public, et l'on a récemment démontré que la réglementation peut avoir une source privée<sup>20</sup> mais il faudrait alors admettre que, s'il y a eu acceptation pour l'exercice d'un pouvoir que, sur le moment, l'intervenant ne désire plus, il ne peut que s'agir d'une acceptation première, avant même la mise en place du système. Il s'agirait alors d'une sorte de contrat social<sup>21</sup>, à partir duquel de véritables institutions sont constituées. On reviendrait alors à un schéma relativement classique, sauf qu'il faudrait considérer que le marché financier produit une sorte de société politique, hypothèse difficile à retenir parce qu'il faudrait poser l'acceptation par l'investisseur profane non seulement des risques mais encore des règles<sup>22</sup> et que parce que symétriquement cela conduit à penser que celui-ci qui n'investit pas en bourse est exclu du pacte politique fondateur.

On mesure donc que les deux premières perspectives pour fonder le pouvoir des autorités de régulation ne sont que des sortes de pièges, puisque la première recherchant un lien avec la démocratie politique conduit à la perte de l'indépendance tandis que le second se contentant d'un ensemble d'acceptations contractuelles ouvre la voie à l'accaparement des pouvoirs par un groupe, principalement celui des professionnels de l'intermédiation. Ces difficultés tiennent sans doute à deux faiblesses des prémisses. La première faiblesse tient dans le fait qu'en réalité, on ne sort pas de l'alternative entre le public et le privé, concrétisée par une sorte de dispute entre le droit public et le droit privé s'épuisant à fournir une régulation juridique satisfaisante. La seconde faiblesse tient dans le fait qu'il s'agit toujours de penser la légitimité par la source du pouvoir et peu par l'exercice du pouvoir. Or, dans une conception plus pragmatique, ce qui importe c'est la façon dont l'autorité exerce ces pouvoirs.

#### *LES RAISONNEMENTS FONDÉS SUR L'EXERCICE DES POUVOIRS DES AUTORITÉS DE MARCHÉ*

L'idée de départ est que dans un monde pragmatique la seule pertinence tient dans la façon dont les divers intervenants exercent leur office : si la décision est adéquate, si l'efficacité est acquise, si les liens de confiance en résultent, alors le pouvoir est suffisamment fondé. Dans cette perspective, l'exercice des pouvoirs par l'autorité de marché peut se justifier à travers les personnes qui l'exercent, ou à travers les façons dont elles l'exercent. Le droit a manifesté la pertinence de ces notions, tant dans l'organisation des nominations des membres de l'autorité de régulation qu'à travers l'importance grandissante de la procédure.



*La légitimité du pouvoir de l'autorité de marché  
à travers les personnes qui l'exercent*

Le droit rejoint la théorie économique qui met en valeur la notoriété et le crédit que les tiers accordent à des personnes ainsi repérées. Ainsi, la légitimité du pouvoir tient dans la qualité du titulaire de celui-ci. Dans les théories visant à asseoir l'autorégulation financière, le souci du crédit personnel du régulateur devient premier. C'est ce que l'on pourrait désigner comme une théorie charismatique de la régulation. Sans s'attarder davantage sur ces conceptions, il s'agit de mesurer ici la part que le droit y prend désormais car les lois fournissent, d'une façon de plus en plus précise, les règles de nominations. Plusieurs méthodes coexistent, notamment parce que les législations en vigueur ont été prises à des époques différentes.

Si l'on reprend les diverses entités susceptibles de recevoir la qualification d'autorité de régulation<sup>23</sup>, on trouve tout d'abord les purs procédés de droit privé puisque les dirigeants des entreprises de marché sont désignés selon les règles usuelles du droit des sociétés. C'est donc la relation fiduciaire, la confiance exprimée par les actionnaires, qui engendre le crédit et le pouvoir. A l'autre bout du spectre, si l'on regarde la composition de la Commission Bancaire ou du CECEI, les personnes qui y siègent ne sont le plus souvent *es qualité*, en tant qu'elles dirigent telle ou telle institutions administratives. Dans cette dernière perspective, l'autorité de régulation est légitime en tant qu'elle est le lieu où se rencontrent d'autres institutions, ce qui se réfère alors à un pur crédit institutionnel, encourage de fait l'interrégulation mais fragilise l'effectivité de l'indépendance de l'autorité en cause.

Plus encore, les procédures de nomination peuvent être un moyen de retourner au souci des sources du pouvoir, non plus directement par la source des pouvoirs mais par les sources de nominations des personnes qui l'exercent : ainsi, la loi du 21 juillet 1996 instituant l'Autorité de Régulation des Télécommunications comme la loi du 10 février 2000 instituant la Commission de Régulations de l'Électricité, ont distribué les pouvoirs de nomination à des personnalités elles-mêmes représentant des pouvoirs politiques légitimes, Président de la République, Président de l'Assemblée Nationale et Président du Sénat, Président du Conseil Economique et social<sup>24</sup>. Mais, du seul fait qu'on entend assurer la légitimité par la source, la question de la bonne exécution des offices est laissée de côté par la loi, puisqu'elle ne pose pas d'exigence de compétences tenant aux personnes désignées mais une exigence de légitimité tenant aux personnes qui désignent. Or, ce n'est pas parce que la personne qui désigne est légitime que la personne désignée est compétente. A partir de là, on peut constater que la méthode classique consistant à imposer par la loi l'appartenance de certains membres à



certaines professions expressément visées, par exemple la présence d'un Conseiller d'État ou d'un Conseiller à la Cour de Cassation est embryonnaire d'une exigence de compétence, ici la compétence juridique. La loi peut encore exiger non seulement l'appartenance à des professions directement concernées par la régulation, opérant ainsi une articulation entre le régulateur et les régulés, mais encore un temps minimum d'exercice de cette profession, ce qui conduit non seulement à une présomption de maîtrise technique mais encore à un âge suffisant pour qu'on puisse espérer bénéficier de régulateurs à la fois reconnus et assagis.

Cette préoccupation du crédit que les destinataires du pouvoir doivent conférer au titulaire du pouvoir pour fonder celui-ci est en train de trouver une concrétisation juridique, à travers un nouveau principe : la cohérence. Cette règle, d'inspiration anglo-saxonne et proche de l'*estoppel*<sup>25</sup>, signifie que celui qui exerce dans un cas particulier son pouvoir dans un certain sens est par la suite contraint de l'exercer dans le même sens dans une situation analogue afin de ne pas tromper l'attente des destinataires. Ce système, proche de la contrainte des précédents dans le droit anglo-américain, peut conférer juridiquement à la régulation une qualité première, à savoir sa prévisibilité, en contraignant les décisions à s'insérer dans une continuité et en conférant au régulateur la caractéristique précieuse d'être objectivement digne de confiance. C'est pourquoi il est usuel d'évoquer des « jurisprudences » des autorités de régulation, ce qui suggère que les précédentes décisions peuvent être utilement évoquées dans les cas nouveaux et renforce l'analogie entre les autorités de marché et les juridictions.

Cette objectivité du système français, contrairement à la situation de droit en Angleterre et à la situation de fait aux États-Unis, exprime ainsi un souci de crédit dans la personne même du régulateur sans personnaliser excessivement celui-ci. Il s'agit donc encore du fait de la loi, qui impose toujours une collégialité, qui désigne les personnes *es qualités* ou comme expression de compétences ou d'intérêts qui feront effet à travers elles, d'une régulation bureaucratique plus que charismatique. C'est donc en termes abstraits que le droit assure l'effectivité d'une qualité qui, associée à la compétence, engendre la confiance dans les destinataires de la régulation et assure ainsi la réussite de celle-ci : l'impartialité.

L'impartialité est la qualité d'une personne qui ne s'autorise pas à faire prévaloir ses intérêts personnels pour imposer une solution injustifiable au regard des règles de droit applicables. Le système de plus en plus précis et contraignant des incompatibilités en pose les conditions *a priori* mais c'est de décision en décision que les juges judiciaires et administratifs veillent au respect du principe d'impartialité. Poser



l'importance de celui-ci comme préalable indispensable à l'exercice légitime des pouvoirs, comme fondement des décisions prises, c'est déjà en réalité quitter les exigences tenant à la personne pour entrer dans les exigences procédurales tenant à la façon dont se prennent les décisions.

*La légitimité du pouvoir de l'autorité de marché  
à travers la procédure de mise en œuvre*

Si les autorités de marché ne peuvent qu'être indépendantes du gouvernement, c'est non seulement pour éviter les ruptures d'égalité<sup>26</sup> mais encore parce que c'est le moyen d'assurer l'impartialité des décisions. En cela, les autorités de régulation sont naturellement proches du statut de la magistrature qui, comme elles, appartient à l'État sans s'insérer dans son organisation hiérarchique. D'une façon plus générale, ce que l'on désigne souvent comme le mouvement de juridicisation de la régulation s'exprime le mieux par la juridictionnalisation des autorités de marché, qui les conduits à fonctionner comme des tribunaux.

Le droit lui-même accroît le phénomène. En effet, dès l'instant que les autorités de marché disposent de pouvoirs de contrainte sur les intervenants financiers, cela se traduit notamment par la puissance de régler leur dispute, ce qui revient à trancher des conflits, office classique du juge civil, mais aussi par le pouvoir de sanctionner, ce qui assimile l'autorité de régulation à un juge pénal. Si le droit français classique a coutume de qualifier les autorités de régulation par la seule observation littérale et statique de leur structure et des mots employés par les lois - ainsi, la COB est une autorité administrative rendant de simples décisions administratives -, le droit européen, dans une approche concrète et dynamique, observe que les autorités en cause délivrent des autorisations, tranchent des litiges et prononcent des sanctions, ce qui en fait, selon le type de décisions prises des administrations, des juridictions civiles ou des juridictions pénales. Dans ces deux derniers cas, l'article 6 de la Convention Européenne des Droits de l'Homme exige que l'autorité soit objectivement impartiale, qu'elle organise une procédure équitable et statue dans un délai raisonnable. Le principe d'impartialité et celui des droits de la défense sont désormais des principes directeurs qui gouvernent les autorités de régulation.

Il faut avouer que cette idée fondamentale comme quoi les décisions de l'autorité de régulation sont fondées par le respect des règles procédurales, la considération des arguments présentés par les parties intéressées, l'obligation de motiver en fait et en droit les décisions, le droit de former un recours contre la décision devant un juge, etc., alors même qu'elle correspond par ailleurs aux idées actuelles de philosophie morale et politique<sup>27</sup>, n'a vraiment pénétré les mœurs des autorités de marché que par la force d'une succession de jugements de condamna-

tions, celles du juge judiciaire tout d'abord<sup>28</sup>, celle du Conseil d'État ensuite. On peut considérer que l'arrêt du 7 mars 2000 rendu par la Cour d'appel de Paris<sup>29</sup>, qui a engendré la réforme des procédures de sanction menées devant la COB par 2 décrets du 1<sup>er</sup> août 2000, achève l'évolution en exigeant que les personnes qui assurent la poursuite, celles qui mènent l'instruction et celles qui statuent ne soient concrètement pas les mêmes, ce qui évite donc l'effet délétère des préjugés et impose l'organisation objective de l'impartialité.

La régulation par l'autorité devient donc procédurale, non seulement techniquement parce que c'est par ce biais que le contrôle ultérieur des juges va s'exercer, dans une importation des droits de la défense tels que la procédure pénale leur préserve<sup>30</sup>, mais encore plus généralement parce que l'autorité de marché ne peut s'imposer que dans la mesure où elle observe elle-même les règles qu'elle impose aux autres, première expression de l'État de droit : le fonctionnement des autorités de régulation doit être transparent pour lui permettre d'exiger la même chose des autres. Cet effet de miroir est une nouvelle forme du principe d'égalité. Mais cette légitimité procédurale de la régulation présente une limite dans la mesure où l'exigence juridique ne porte donc que sur la façon de faire mais non sur le faire lui-même : dès l'instant que les compétences sont régulières, que les intéressés sont écoutés, la décision est régulière. C'est un pur contrôle de forme, le droit se désintéressant de la substance de la régulation qu'il est pourtant censé fonder. Cette légitimité discursive a donc l'inconvénient majeur d'être faible.

### *L'ORGANISATION D'UNE RÉTHORIQUE JURIDIQUE JUSTIFIANT ET CONTRAIGNANT LE POUVOIR DES AUTORITÉS DE RÉGULATION*

Il faut alors faire un détour vers la théorie de la rhétorique juridique pour expliciter le système de légitimité sur lequel peuvent reposer les autorités de régulation, pour en tirer ensuite les conséquences sur le plan de la technique juridique.

#### *La légitimité conférée aux autorités de régulation par l'insertion dans un système de rhétorique juridique*

La rhétorique est une très ancienne technique consistant à déployer les techniques aptes à obtenir l'adhésion rationnelle d'autrui à la thèse que l'on développe. Essentiellement développée à propos du procès, où les arguments des parties opposées sont mis en valeur de sorte à convaincre le juge, la rhétorique a été de nouveau étudiée par Chaïm Perelman. Celui-ci avait l'ambition, après la seconde guerre mondiale, de mettre au point une méthode juridique par laquelle l'on pourrait s'assurer que des



valeurs morales et juridiques - telle que l'égalité ou la dignité humaine - pourraient être préservées par le droit, en infléchissant la logique juridique formelle pour empêcher que des pouvoirs politiques ne se servent de la puissance du droit pour briser la justice<sup>31</sup>.

La notion centrale de cette théorie est celle d'auditoire, dans la mesure où les parties mais aussi le juge doivent convaincre les cercles concentriques d'auditoire (celui de l'audience, puis celui des groupes sociaux concernés par le litige, puis celui de la société, puis l'audience universelle) de la pertinence et de l'adéquation des thèses et des décisions. Ainsi, une décision sera bonne si d'une part elle fait usage d'instruments juridiques valides et si d'autre part son effet est bon parce qu'apprécié comme tel par les personnes concernées. Ainsi, c'est l'adéquation de la décision à la situation, situation elle-même appréhendée concentriquement (la situation dans le cas présent, les situations analogues futures, le système dans son ensemble) qui lui donne sa légitimité, sa conformité aux règles de droit disponibles étant la condition de cette légitimité. Le crédit que les auditoires accordent aux décisions permet l'effectivité de l'adéquation et légitime les pouvoirs juridiques qui s'exercent alors.

Cette conception à la fois morale et pratique du droit se concrétise en matière financière mieux que partout ailleurs<sup>32</sup>. En effet, les décisions par lesquelles les autorités de marché exercent leur pouvoir doivent à la fois être conformes aux prescriptions légales et pertinentes au regard des besoins des destinataires. Là aussi, on retrouve des cercles concentriques, les parties en cause tout d'abord (l'émetteur de la valeur mobilière, l'intermédiaire financier concerné), les professions ensuite (la banque, les conseils), le marché dont il s'agit et la place financière enfin. À travers cette rhétorique juridique, ce sont les différents intérêts qui peuvent être pris en considération, y compris l'intérêt public, à travers les revendications, thèses et messages que les pouvoirs publics adressent à l'autorité de régulation. Ainsi, le gouvernement et l'administration ne sont pas rejetés du système financier mais ils ne le dominent pas pour autant. La globalisation financière et le réseau d'information constitué par les analystes financiers permettent l'effectivité de cet auditoire universel requis pour la légitimité juridique des décisions. Dès lors, on peut considérer que la façon substantielle dont l'autorité de marché exerce ses pouvoirs, en prenant en considération tous les intérêts concernés, en adoptant des solutions dont l'effet est positivement apprécié, en élaborant celles-ci par le seul usage des règles de droit disponibles, en obtenant des différents auditoires l'approbation de son comportement, est ce qui fonde juridiquement sa légitimité.

Cette conception opère la synthèse des raisonnements précédents. En effet, en premier lieu, par le souci de l'adéquation substantielle de la décision concrètement adoptée, elle se détache d'une conception pure-



ment procédurale de la régulation, toujours menacée par un exercice sophistiqué du pouvoir, tout en prenant appui sur des garanties fondamentales de procédure, notamment le droit pour chacun de défendre ses thèses et l'obligation de motivation qui pèse en permanence sur l'autorité. En deuxième lieu, il s'agit véritablement de décisions, c'est-à-dire d'actes unilatéralement adoptés par l'autorité de marché<sup>33</sup>, soit d'une façon générale soit d'une façon individuelle mais l'importance de l'approbation des destinataires de la règle<sup>34</sup> permet néanmoins la participation effective de tous à la régulation. En troisième lieu, s'il est vrai que le Gouvernement ne peut plus disposer du système, ni de fait ni de droit, il est néanmoins à même d'exprimer des positions que l'autorité de régulation doit prendre en compte. Plus encore, les diverses autorités de régulation doivent prendre en considération leurs avis respectifs, d'une façon première, parce qu'elles participent toutes à l'État et peuvent se prévaloir de leur impartialité commune. Ainsi, l'État reste présent dans le système de régulation, par une substitution de son fonctionnement hiérarchique ordinaire par une interrégulation dialogale de ses diverses autorités<sup>35</sup>.

*Les conséquences juridiques d'une légitimité rhétorique  
des pouvoirs des autorités de marché*

14

Cette référence à la rhétorique juridique n'a pas pour seul heureux effet de rendre compte du fonctionnement concret et de conférer une forte légitimité de l'exercice que les autorités de régulation font de leurs pouvoirs. Ainsi fondés sur l'adéquation, les autorités peuvent exercer leur puissance d'une façon pleine, notamment par l'usage de pouvoirs non littéralement conférés par la loi mais virtuellement requis par le système<sup>36</sup>. Ce plein exercice se conjugue par une contrainte juridique très forte, par l'approbation requise des destinataires et les obligations de comportements de l'autorité, notamment la transparence, la motivation et la cohérence de ces prises de position.

Cela nous ramène vers une perspective plus technique. Ainsi, l'impartialité objective, la motivation mais aussi d'une façon plus large les exigences probatoires qui pèsent sur chacun, la transparence, et la soumission de tous au contrôle des juges sont des clés du système. En effet, le garant du système est désormais le juge, vers lequel convergent les contentieux et qui émet des principes juridiques fondamentaux qui s'articulent à ceux élaborés par les autorités. Le mécanisme s'opère d'une façon dialectique. Ainsi, c'est un arrêt de la Cour d'appel de Paris de 1993<sup>37</sup> qui a posé le principe de l'égalité des compétiteurs en matière d'offres publiques avant que la notion ne soit visée par le nouveau Règlement général du CME<sup>38</sup>, dont les juges feront usage. De la même façon, en même temps que ce système postule les pouvoirs largement

interprétés des autorités de régulation, à l'inverse des systèmes négatifs fondant la légitimité de celles-ci sur la limitation des pouvoirs, il engendre un accroissement du contrôle des autorités par des juges. Ainsi, les recours formés devant le juge ne sont pas seulement des recours en légalité mais encore des recours en réformation, ce qui implique que le juge peut substituer son appréciation à celle de l'autorité<sup>39</sup> ; par l'évocation du principe majeur de la proportionnalité, le juge contrôle très étroitement le montant des sanctions prononcées par l'autorité<sup>40</sup> ; il n'est jusqu'aux modes d'évaluation qui ne soient soumis à un contrôle<sup>41</sup>.

S'il est vrai que ce contrôle du droit sur l'exercice que l'autorité fait de ses pouvoirs peut parfois apparaître comme une fâcheuse contrainte sur un système financier qui souffrirait d'une telle tutelle, il faut aussi avoir conscience d'une telle organisation perturbe plus grandement le système juridique français que le monde financier. En effet, dans la mesure où la distinction du droit privé et du droit public n'est plus guère requise, c'est la *summa divisio* du droit qui s'efface, c'est la distinction entre les juridictions judiciaires et les juridictions administratives qui s'effrite, dans une évolution qui nous conduit toujours plus vers le droit anglo-américain.

## NOTES

1. *L'actualité des sanctions administratives infligées par les autorités administratives indépendantes*, Gaz. Pal., 28 juillet 2000, pp.3-11, p.10.
2. Par exemple, la question de savoir si le CECEI peut être qualifiée d'autorité administrative indépendante est juridiquement discutée.
3. V., par ex., H. Dumez et A. Jeunemaître, *Evaluer l'action publique. Régulation des marchés financiers et modèle du contrat*, L'Harmattan, 1988, p.32 s. ; M. A. Frison-Roche, *Droit, finance, autorité*, PUF, à paraître.
4. Ce qui pose naturellement la question de leur cumul. V. F. Terré, La C.O.B. *la confusion des pouvoirs*, Vie judiciaire du 7 août 1989.
5. F. Peltier, Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse, *Revue de droit bancaire et financier*, 2000, n°1, p.40 s.
6. Sur cette question procédurale, v. *infra*.
7. Sur la démonstration de l'opposition substantielle entre l'idée de régulation politique et l'idée de régulation contractuelle, v. J. Chevallier, L'obligation en droit public, in *L'obligation*, Archives de Philosophie du droit, t.44., 2000, pp. 179-194.
8. Déc. du 28 juillet 1989, n°89-260 DC.
9. V., par ex., J.-L. Autin, *Du juge administratif aux autorités administratives indépendantes : un autre mode de régulation* Revue de droit public 1988, p.1213 s.
10. V. *supra*.

11. Décisions du 17 janvier 1989, à propos du Conseil Supérieur de l'Audiovisuel (déc. n°88-248 DC), et du 23 juillet 1996, à propos de l'Autorité de Régulation des Télécommunications (JO du 27 juillet 1996, p.1140).
12. Sur l'importance de cette notion dans le fondement des pouvoirs des autorités de marché, v. *supra*.
13. Pour plus de développement, v. M.-A. Frison-Roche, La victoire du citoyen-client, in *Services publics et marché : l'ère des régulateurs*, Revue Sociétal, n°30, 4<sup>ème</sup> trim. 2000, p.49-54.
14. *Ibid.*
15. V., par ex., les décisions du 12 janvier 2000 relatives aux règles de marché du MONEP et du MATIF, Revue mensuelle du Conseil des Marchés Financiers, mars 2000, p.10 s.
16. Sur l'analyse plus sociologique de cet « effet de club », v. M.-A. Frison-Roche, *Droit, finance, autorité*, préc.
17. Pour une synthèse, v. Ph. Neau-Leduc, *A propos de la réglementation des marchés financiers*, Mélanges M. Cabrillac, Litec, 1999, p.499 s.
18. V., par ex., *Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers*, Banque et Droit, mai-juin 1995, p.46 s.
19. Com., 29 avril 1997, *Sogénal*, D. 1998, p.334 s.
20. Ph. Neau-Leduc, *La réglementation de droit privé*, Litec, 1999.
21. Sur les liens entre les conceptions rousseausistes du contrat social et le mécanisme du marché, v. P. Rosanvallon. *La formation du concept de marché au XVIII<sup>ème</sup> siècle*, thèse EHESS, 1978.
22. Ce qui explique la jurisprudence qui cisèle la responsabilité de l'intermédiaire qui est l'interlocuteur de ce profane (v. H. de Vauplane, *La responsabilité des intermédiaires financiers*, Revue de droit bancaire et financier, 1999 ; pour les dernières jurisprudences, v., par exemple, Revue de droit bancaire et financier 2000, , n°79, 80, 81, n°129, 131).
23. V. *supra*.
24. Le nométation des membres du Conseil Constitutionnel est l'ancêtre de ce type de procédure.
25. V. not. H. Muir-Watt, *Pour l'accueil de l'estoppel en droit privé français*, Mélanges Y. Loussouarn, Dalloz, 1994, pp.303-309.
26. V. *supra*.
27. V. not. Les conceptions d'Habermas et les présentations qui peuvent en être faites sur le terrain de la philosophie politique (J.M. Ferry, *Justice politique et démocratie procédurale*, Le Cerf, 1994) et sur le terrain de la philosophie du droit (B. Frydman et G. Haarscher, *Philosophie du droit*, Dalloz, 1998).
28. On peut ainsi se référer à 3 affaires, l'affaire *Métrologie internationale* (Paris, 12 janvier 1994, Bull. Joly Bourse 1994, p.120, §20, note N. Decoopman ; Com., 9 avril 1996, Petites Affiches, 26 juin 1996, note Cl. Ducouloux-Favard.), l'affaire *Conso* (Com., 18 juin 1996, Bull. Joly Bourse 1997, §3, p.19 s.) et l'affaire *Oury* (Paris, 7 mai 1997, Revue de droit bancaire et de la bourse 1997, p.119, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; Ass. Plén., 5 février 1999, JCP 1999, II, 10060, note H. Matsopoulo).
29. *KPMG*, Revue de Droit Bancaire et Financier mars/avril 2000, n°82.
30. Pour plus de précision technique, v., par ex., Les droits de la défense en matière pénale, in *Libertés et droits fondamentaux*, 6<sup>ème</sup> éd., 2000, pp.439-457.
31. V. essentiellement Ch. Perelman, *Logique juridique. La nouvelle rhétorique*, 2<sup>ème</sup> éd., Dalloz, 1979, rééd. 2000. On peut aussi se référer à *Traité de l'argumentation. La nouvelle rhétorique* (en collaboration avec L. Olbrecht-Tyteca, ULB, 1983), *Le raisonnable et le déraisonnable en droit. Au-delà du positivisme juridique* (L.G.D.J., 1994), ou aux travaux sur la logique pérelmanienne, par exemple *Chaïm Perelman et la pensée contemporaine*, Bruylant, 1994.
32. Pour plus de développements, v. M.-A. Frison-Roche, *Droit, finance, autorité*, préc.
33. Il ne s'agit pas donc d'une création spontanée de règles par des sphères juridiques autonomes. Dans le sens contraire, v. G. Teubner, *Global private regimes : Neo spontaneous law and dual constitution of autonomous sectors in world society ?*, in *la mondialisation et le droit*, Bruylant, sous presse.
34. L'approbation étant certes distincte de la notion d'acceptation et ne rabattant pas le statut des intervenants à celui de contractants.



COMMENT FONDER JURIDIQUEMENT LE POUVOIR DES AUTORITÉS DE RÉGULATION ?

---

35. Sur le lien entre la rhétorique juridique et la dialogique, v. *Dialogue, dialectique en philosophie et en droit*, Archives de Philosophie du Droit, t.29, Sirey, 1984.

36. V. *supra*.

37. Paris, 27 avril 1993, OCP, JCP, éd.E, 1993, II, 457, note A. Viandier.

38. Article 1<sup>er</sup> du titre V du Règlement Général. Voir d'une façon plus générale, La considération de la jurisprudence dans le nouveau titre V du Règlement général du Conseil des Marchés Financiers, Revue de jurisprudence de droit des affaires 1999, pp.9-13.

39. G. Canivet, *Le juge et l'autorité de marché*, Revue de jurisprudence commerciale, 1992, p.1985 s.

40. V. d'une façon générale, *Existe-t-il un principe de proportionnalité en droit privé ?*, n° spéc. des Petites Affiches, 30 septembre 1998 ; d'une façon appliquée, Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier, in *Droit boursier et droit de la concurrence*, n° spéc. des Petites Affiches, 21 juillet 1999, pp.8-17, spéc. p.16 s.

41 Com., 29 avril 1997, *Sogénal*, D. 1998, p.334 s.

