

# LA LOI SUR LA SÉCURITÉ FINANCIÈRE : UN PROGRÈS POUR LA DÉMOCRATIE ?

PHILIPPE AUBERGER\*

Les scandales retentissants survenus aux États-Unis en 2002, tels Enron et WorldCom, ont sans conteste eu des effets très négatifs sur les marchés financiers. Mais sans minimiser ces faits, il faut reconnaître que la chute des valeurs mobilières ces trois dernières années s'explique surtout par les excès de la bulle financière, notamment des valeurs « télécommunication », par l'endettement excessif des ménages et des entreprises, par le ralentissement de l'activité économique depuis 2001, enfin par l'aggravation de la situation des finances publiques.

Dans ce contexte international troublé, le législateur a volontairement inscrit le texte sur la sécurité financière dans une démarche permanente d'adaptation de notre législation aux évolutions de l'environnement économique et financier, et, par ailleurs, d'amélioration des règles qui régissent les activités financières ou la vie des entreprises.

La loi sur la sécurité financière n'est, en aucune manière, une réponse aux circonstances. Le système financier français n'a pas failli ; pour l'essentiel, il a même fait ses preuves. Cependant, il était légitime de tirer les leçons des dysfonctionnements observés à l'extérieur des frontières, à la fois parce que les scandales survenus à l'étranger pouvaient toucher nos entreprises, et surtout parce que les nouvelles dispositions adoptées par des pays pouvaient nous amener à modifier nos propres règles.

Souhaiter que les marchés financiers se développent suppose de rétablir en priorité la confiance. Or, bien que la France n'ait pas véritablement été atteinte par ces scandales, la confiance y a néanmoins été écornée par la chute de valeurs comme Vivendi Universal et France Télécom. Traditionnellement considéré comme sûr, notre pays ne pouvait donc rester à l'écart des efforts accomplis par d'autres, en particulier la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis.

---

\* Président de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations, député de l'Yonne, maire de Joigny.

La loi sur la sécurité financière constitue une réponse tangible à la crise de confiance et aux incertitudes qui planent sur les places financières et les mécanismes des marchés français.

Votée en juillet dernier, elle a vocation à restaurer la confiance chez les investisseurs et les épargnants. Elle renforce les autorités de régulation, améliore la protection des épargnants et des assurés, et durcit les mécanismes de contrôle et de transparence des entreprises.

En cela, la loi sur la sécurité financière constitue un certain progrès pour la démocratie, dans la mesure où la démocratie ne peut pleinement s'exercer que dans un contexte de large transparence des marchés, en particulier des marchés financiers.

Sous la dénomination générique de « sécurité financière », le texte comporte des dispositions de nature très différente qui couvrent un vaste champ de la législation en matière bancaire, financière, ou d'assurance, mais aussi de la législation du droit des sociétés. Les principaux dispositifs et mesures sont présentés dans cet article.

### MODERNISER LES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

Tout d'abord, la loi autorise de fusionner la Commission des opérations de Bourse, le Conseil des marchés financiers, et le Conseil de discipline de la gestion financière, pour créer un régulateur unique, l'Autorité des marchés financiers (AMF). La loi lui confère un statut inédit d'autorité

publique indépendante dotée de la personnalité morale. Ce statut l'autorise à recruter librement des salariés expérimentés du secteur privé et du secteur public, garantie de l'efficacité de la régulation. La personnalité morale permet également l'affectation directe de ressources prélevées sur les opérations financières et sur les acteurs contrôlés, pour un montant d'environ 50 millions d'euros par an. L'AMF a, ainsi, un statut juridique comparable à celui de ses homologues, qui est de nature à conforter sa place internationale. Son caractère public répond à l'exigence de la directive « abus de marché », qui garantit l'indépendance par rapport aux opérateurs économiques et évite les conflits d'intérêts.

Outre la surveillance des émetteurs, des investisseurs, des intermédiaires financiers, des analystes, ou agences de notations, trois missions lui sont assignées : la protection de l'épargne ; l'information des investisseurs ; et le bon fonctionnement du marché.

L'AMF élabore un règlement général qui détaille les droits et les obligations des acteurs financiers, précise le fonctionnement des marchés et des instruments financiers, ainsi que le déroulement des introductions en Bourse, des augmentations de capital ou des offres publiques d'achat. Elle contrôle les opérations financières et l'information délivrée au public sur les instruments financiers, veille au respect des obligations des personnes faisant publiquement appel à l'épargne. Elle dispose, enfin, d'un pouvoir de sanction propre et peut recourir au juge pour faire prononcer des injonctions, ou pour signaler des faits relevant d'infractions pénales, ou

pour se porter partie civile. L'AMF comprend un collègue, autorité de décision de principe, et une commission des sanctions. Les décisions de l'AMF peuvent, cependant, faire l'objet de recours devant la juridiction judiciaire ou administrative, selon qu'il s'agit de sanctions administratives ou disciplinaires vis-à-vis de professionnels ou de non professionnels.

Par ailleurs, la loi a introduit les analystes financiers et les agences de notation dans le champ d'intervention de l'AMF. Le régulateur fixe les règles déontologiques applicables aux analystes, et devient, sur le sujet des agences de notation, l'interlocuteur des autres régulateurs mondiaux, notamment de la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine.

Il est légitime de s'intéresser aux conditions d'élaboration des analyses et des notations, tout en garantissant à ces acteurs une indépendance parfaite, puisqu'ils exercent une influence sur l'évolution des cours boursiers, même si d'autres, telle la presse financière, ont un rôle important sans être exposés à des sanctions.

La loi interdit, désormais, aux dirigeants d'une entreprise de prendre toute initiative auprès des analystes financiers, rémunérés par leurs soins, qui auraient pour finalité de privilégier leurs intérêts propres ou ceux des actionnaires, au détriment d'une information sincère. Il faut rappeler que ce dispositif s'inscrit dans le contexte singulier observé aux États-Unis au moment des scandales Enron et WorldCom. La presse américaine avait mis en évidence les pratiques de certaines banques d'affaires qui allaient à l'encontre des intérêts des investisseurs individuels.

Leurs analystes recommandaient l'achat des titres de sociétés que d'autres départements de la banque introduisaient sur le marché.

Il convenait, toutefois, d'éviter de prendre des mesures par trop discriminatoires qui auraient pu risquer de fragiliser la place de Paris. En particulier, il a été décidé de distinguer les analystes indépendants de ceux qui utilisent les méthodes des entreprises qui les emploient, et dont ces dernières sont désormais seules responsables vis-à-vis de l'AMF.

Les analystes et les agences de notation doivent, en outre, conserver leurs documents préparatoires pendant trois ans, lesquels seront tenus à la disposition de l'AMF. Celle-ci est chargée de publier un rapport annuel sur les agences de notation, la transparence de leurs méthodes, et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers. Le texte laisse, le cas échéant, la possibilité à l'AMF de délivrer une carte professionnelle aux analystes.

Le nouveau dispositif de l'AMF est un gage de simplification, de transparence et d'efficacité, d'autant plus que les questions des sanctions et des relations avec les autorités judiciaires ont été clarifiées.

## AMÉLIORER LA PROTECTION DES ÉPARGNANTS

Parallèlement, le texte unifie les autorités de contrôle des assurances et des mutuelles, en créant la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance,

composée de neuf membres et de deux commissaires du gouvernement. Cette fusion est la conséquence logique de la transposition aux mutuelles des directives européennes relatives à l'assurance, qui a conduit à l'unification des règles prudentielles soumises désormais à tous les acteurs de l'assurance. Par ailleurs, l'agrément des entreprises d'assurances, exercé auparavant par le ministre de l'Économie et des Finances, est transféré à un comité des entreprises d'assurances. Là encore, la fusion garantira une plus grande homogénéité et une meilleure efficacité des contrôles. La loi prend, ainsi, en compte les rapprochements stratégiques récents entre les acteurs de la banque et ceux de l'assurance qui développent des activités de « bancassurance ».

Sans doute, aurait-on pu aller plus loin et fusionner, comme l'ont fait la Grande-Bretagne et l'Allemagne, les organismes de contrôle des activités financières et d'assurances. Au reste, les Anglais reconnaissent même que leur Financial Service Authority ne constitue pas vraiment un modèle. Nous y viendrons sans doute un jour, mais il serait souhaitable de maintenir une distinction entre la surveillance de la régularité des marchés et le contrôle de la solvabilité des opérateurs. Pour l'heure, les activités financières et d'assurances sont suffisamment spécifiques pour qu'elles demeurent distinctes, sachant que des échanges d'expériences se sont noués sur les problématiques communes. Ces échanges sont de bon augure dans la perspective de coordonner, à terme, les travaux des futures autorités.

Le texte comporte également des dispositions destinées à renforcer la

sécurité des épargnants et des assurés, en particulier par un meilleur encadrement du démarchage.

Il s'agit de responsabiliser l'ensemble des intervenants. La personne sera habilitée à exercer l'activité de démarchage par un mandat assorti d'une obligation d'enregistrement auprès des autorités de contrôle compétentes. Elle est soumise à des obligations de compétence et d'honorabilité et doit contracter une assurance en responsabilité civile professionnelle. Des sanctions disciplinaires peuvent lui être infligées et, le cas échéant, des sanctions pénales, par l'autorité de contrôle. L'épargnant doit pouvoir accéder à l'information concernant les produits qui lui sont proposés. S'agissant du démarcheur lui-même, la protection de la personne démarchée est renforcée. Elle dispose désormais d'un délai de rétractation de quatorze jours après la conclusion du contrat, sans pénalité, et sans avoir à motiver sa décision. Il est prévu aussi des garanties supplémentaires à l'égard de la publicité relative au crédit à la consommation qui sont de nature à prévenir les situations de surendettement.

Après les déboires que certains de nos concitoyens ont connus au lendemain de faillites de compagnies d'assurances, on ne peut que se réjouir de la constitution du fonds de garantie obligatoire des dommages dont la compétence est étendue aux cas de défaillance de sociétés, pour les contrats à souscription obligatoire.

Il faut noter, par ailleurs, la création du statut de conseiller en investissements financiers, qui fixe les règles et les garanties de la profession et renforce la protection des consommateurs.

## CONSOLIDER LE GOUVERNEMENT DES ENTREPRISES

Ce texte vise aussi à moderniser le contrôle légal des comptes et à assurer une plus grande transparence au sein des entreprises. Avec les progrès de la mondialisation, il était nécessaire de renforcer la sécurité de notre propre système de commissariat aux comptes car les autres marchés l'exigent. La loi renforce donc à la fois la régulation du métier d'audit, avec la création d'un haut conseil au commissariat aux comptes, et le mode de fonctionnement des auditeurs, en séparant les activités d'audit et de conseil et en prévoyant la rotation des associés afin de garantir l'indépendance. Cette garantie est consolidée par des mentions portant sur les obligations et incompatibilités professionnelles des commissaires aux comptes.

Ces dispositions sont heureusement complétées par un renforcement de la transparence des sociétés cotées. Après les mécomptes des petits porteurs, il importe de garantir l'organisation des travaux du conseil d'administration, le contrôle interne des entreprises, le régime de la délégation de pouvoirs. L'obligation de publier les rémunérations des dirigeants a été restreinte aux seules sociétés cotées. La loi impose, parallèlement, que le président du conseil d'administration (ou de surveillance) rende compte aux actionnaires des conditions d'organisation et de préparation des travaux du conseil et des procédures de contrôle interne dans un rapport joint au rapport annuel et au rapport sur les comptes consolidés.

En revanche, le législateur a écarté la nomination d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration, conformément à notre tradition qui ne le prévoit pas. De surcroît, il n'a pas souhaité rendre obligatoire la création, au sein du conseil d'administration, de comités de toute nature, tels le comité d'audit, celui des rémunérations, ou encore le comité des nominations dont la composition et les attributions seraient précisées dans le règlement intérieur, considérant qu'il n'est pas du rôle du législateur d'organiser la vie des conseils d'administration des sociétés commerciales.

En définitive, ce texte constitue une étape, mais les progrès, dans ce domaine, n'ont pas un caractère définitif. Il devra faire l'objet d'évaluations périodiques et, le moment venu, de corrections.

Force est de constater que le texte a une vision par trop « hexagonale » à l'heure où les marchés financiers ont un rayon d'action européen, en particulier sous l'influence d'Euronext. Cependant, l'AMF sera amenée à travailler directement avec des partenaires étrangers à l'unification des droits boursiers grâce à sa personnalité morale. La loi n'est que la première phase d'une démarche qu'il faut envisager plus largement. À ce titre, le plan d'action pour les services financiers (PASF) de Bruxelles constituerait probablement le cadre satisfaisant ; malheureusement, il a pris un retard important dans sa réalisation par rapport à l'objectif de 2005.

La loi semble également trop complexe dans ses aspects techniques, notamment vis-à-vis d'épargnants

modestes, qui contribuent bien plus à la stabilité des marchés que ne le font les investisseurs institutionnels.

Si le bon fonctionnement des marchés exigeait une plus grande transparence et le respect des règles de déontologie, il ne fallait pas, pour autant, tout inscrire dans la loi au prétexte de vouloir préciser toutes les protections. On en arrive à un inextricable maquis juridique où seuls les professionnels peuvent pénétrer, alors que cette loi est destinée en priorité aux épargnants et aux assurés. De surcroît, on relève, dans la loi, des précisions de nature législative et d'autres d'ordre réglementaire, ce qui nuit à sa lisibilité. Pour ces raisons, le texte sur la sécurité financière a quelque peu été détourné de sa vocation originelle.

Il eut été préférable, en effet, de chercher surtout à encourager les bonnes pratiques, à préserver les initiatives des acteurs économiques, à respecter leurs choix d'organisation, voire leur capacité à s'autocontrôler. Ce faisant, la loi aurait été pleinement utile pour sanctionner les écarts en cas d'absolue nécessité et pour favoriser le jeu des mécanismes vertueux. Or, elle donne plutôt l'impression de privilégier la contrainte à la liberté.

Rien n'est pourtant plus fondamental que de laisser aux entreprises le soin, à travers les règlements intérieurs des conseils d'administrations ou de surveillance, et par le biais de codes de bonne conduite, d'adopter les solutions adéquates pour améliorer leur crédibilité financière. Elles doivent, en effet, pouvoir conserver la possibilité de fixer leurs règles d'organisation dans un cadre souple.

Paradoxalement, bon nombre de

points n'ont pas été traités. En ce qui concerne le démarchage bancaire et financier, il conviendra, à l'avenir, de s'interroger sur la transparence de la rémunération des multiples intervenants, préoccupation récurrente des organisations de consommateurs, qui soulignent que l'épargnant ne dispose pas toujours d'une information claire sur les commissions de distribution, alors qu'elles représentent parfois jusqu'à 6 % de l'investissement initial.

De la même façon, le fonctionnement d'un conseil d'administration, sa transparence vis-à-vis de l'assemblée générale des actionnaires, le rôle de celle-ci, la rémunération des dirigeants, l'utilisation des pouvoirs en cas de vote, le sujet, quelque peu polémique, des *stock options*, la complexité de la présentation des comptes qui rend souhaitable la création, par le règlement intérieur, d'un comité spécialisé, sont autant de questions qui sont restées, pour l'heure, sans réponse.

Le mieux est parfois l'ennemi du bien. En l'occurrence, le travers qui s'est traduit dans la loi par le renforcement de protections ou la fixation de règles excessives donne au texte un caractère trop restrictif.

Or, la France ne peut raisonnablement prétendre régler tous les tenants et les aboutissants des activités financières ou de la vie de nos entreprises alors que, dans ces domaines précisément, l'effort d'harmonisation au niveau européen demeure marginal.

Les normes comptables en sont l'illustration. Faisant figure de « suiveur » par rapport aux pratiques anglo-saxonnes, l'Europe doit s'affirmer comme un interlocuteur capable de définir des règles communes qui

seraient déclinées au sein de chaque État membre.

Sur la base des évaluations à venir de la loi sur la sécurité financière et de ses évolutions probables, il conviendra de substituer à sa rigidité juridique et tech-

nique les bonnes pratiques et les mécanismes vertueux, sans perdre de vue la nécessité d'un dialogue constructif avec les partenaires européens dont on espère qu'il débouchera, à terme, sur un cadre de régulation financière commun.

#### *BIBLIOGRAPHIE*

AUBERGER P., *La démocratie à l'épreuve des marchés*, éditions Economica, avril 2003.

