

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2009-08



Eddy WYMEERSCH

**La réglementation financière devant la
mondialisation de la finance**

October 2009

WP 2009-08

Eddy WYMEERSCH

**La réglementation financière devant la
mondialisation de la finance**

Abstract

To be published in



La réglementation financière devant la mondialisation de la finance.

Eddy Wymeersch

Professeur à l'Université de Gand

Président du Comité Européen des Régulateurs des Marchés de Valeurs Mobilières (CERVM-CESR)

Alors que le monde financier s'est développé ces dernières années dans le sens de la mondialisation, la réglementation financière a également connue des évolutions très importantes.

La mondialisation de la réglementation financière est un phénomène encore relativement récent : si on n'inclut pas la création du marché intérieur européen, qui se déroule selon un schéma transnational assez spécifique, les autres tentatives étaient jusqu'à présent essentiellement fondées sur l'accord entre régulateurs, le plus important étant l'accord multilatéral de coopération, conclu au sein de l'OICV. Une quarantaine d'états ont été admis à cet accord, après avoir parcouru une procédure de vérification de leur législation nationale par rapports aux principes et règles de OICV. Cette démarche, puissante et appuyée par les organismes financiers mondiaux – parmi lesquels le FMI et la Banque Mondiale – contient l'amorce d'une harmonisation mondiale de la réglementation dans le domaine des valeurs mobilières. Remarquez que dans le domaine bancaire, des travaux similaires sont entrepris depuis bien plus longtemps, à savoir au sein du Comité de Bâle.

L'harmonisation en substance de règles de surveillance constitue un exercice difficile et fastidieux. C'est la raison pour laquelle d'autres méthodes doivent être analysées. La reconnaissance mutuelle en est une.

Depuis plusieurs années on discute d'un schéma de reconnaissance mutuelle entre les Etats-Unis et d'autres pays, comme l'Australie, le Canada et l'Europe, et récemment ces réflexions semblent avoir des chances d'aboutir à la suite des nouvelles démarches entreprises par le président de la SEC, M. Christopher Cox.



Ce dernier mouvement est le résultat des évolutions dans les marchés mêmes. En effet, à la suite de l'intégration plus forte des marchés, on peut s'attendre à ce que les opérateurs de marchés insistent de plus en plus au rapprochement des règles nationales. La plupart du temps, c'est en effet l'évolution dans les marchés qui dicte l'évolution des règlements. Les opérateurs de marché estiment qu'en unifiant certaines dispositions, comme p.ex. en matière de notification de participations importantes, les marchés deviendront plus transparents, et les opérations moins coûteuses. L'internationalisation des opérations financières entraîne certes une certaine homogénéisation des pratiques des affaires. Une similitude accrue de l'appareil réglementaire en découle, tel que nous pouvons le constater au moins si on remonte aux principes généraux. Ainsi en grandes lignes, l'appareil réglementaire en Europe est largement comparable à celui des Etats-Unis, et probablement aussi du Japon. En effet, les sujets à traiter sont largement comparables, et les solutions apportées ne diffèrent guère dans leur caractéristiques essentielles. Prenons quelques exemples: nous avons en Europe un appareil réglementaire qui s'adresse aux émissions publiques de titres en tant que telles (directive prospectus, à rapprocher de la Securities Act 1933), nous avons une directive relative à l'information continue (directive transparence, Securities exchange act 1934) mais dans les deux cas nous n'avons pas élaboré une politique d'information intégrée, axée sur la société émettrice. Nous voulons assurer le bon fonctionnement du marché en assurant des marchés bien organisés qui produisent des prix fiables et sûrs. Cet objectif est poursuivi par des moyens assez disparates: mesures relatives aux abus de marché, règles sur le fonctionnement des bourses, règles relatives au règlement-livraison de titres. Les sujets sont abordés dans la Securities Exchange Act au E-U, dans la Mif, en Europe, les abus de marché ayant bénéficié d'un traitement plus élaboré dans la directive "Abus de marché" mais pas très différente de la jurisprudence américaine basée sur la section 10 b-5 du Securities Exchange Act. Dans d'autres domaines, des divergences plus importantes apparaissent: alors que l'Europe a introduit l'OPA obligatoire, les Etats-Unis n'ont pas poursuivi les premières tentatives entreprises dans ce domaine dans la jurisprudence de certains états, comme la Californie.

Quant à la philosophie de la réglementation, nous avons, en termes généraux, suivis les mêmes concepts: rôle central de l'hypothèse de l'efficacité des marchés, pas d'intervention sur la qualité du placement mais uniquement sur l'information, interdiction des opérations d'initiés, mais pas des opérations des administrateurs, rôle réglementaire de plus en plus important des intermédiaires dans les opérations sur titres. L'importance attachée à l'information comme méthode de régulation constitue sans aucun doute une approche fondamentale commune.



Cette brève analyse, certainement trop superficielle, amène à la conclusion que les principes de haut niveau adoptés dans les deux juridictions sont largement identiques, ou au moins très parallèles. De cette constatation, on pourra tirer la conclusion que lorsque les deux régimes sont largement équivalents, il n'y a pas lieu de soumettre l'accès au marché de l'autre juridiction à des conditions spécifiques plus onéreuses. C'est à quoi les autorités ont conclu en Europe, sous forme de création du large marché financier intégré: bien que les règles nationales restent parfois assez différentes, le régime de protection et d'organisation étant largement équivalent – notamment à la suite des directives européennes – l'accès a été entièrement libéralisé. La reconnaissance mutuelle au sein de l'Europe repose sur l'équivalence des règles nationales, mais sans que les dispositions soient nécessairement identiques, loin de là. Elle a abouti au système du “passeport”, où l'état d'origine est seul compétent pour régir et contrôler une matière déterminée.

C'est cette même technique qui est à la base de la réflexion actuelle relative à la reconnaissance mutuelle entre l'Europe et le Etats-Unis. Il s'agit essentiellement de permettre que les produits ou les opérations permises sur un état soient librement offerts ou réalisés sur le territoire d'un autre état. Préalablement à toute reconnaissance mutuelle, les états concernés doivent procéder à une comparaison de leurs systèmes respectifs, pour constater un degré d'équivalence suffisant. Au sein de l'Europe, cette opération a pu être évitée puisque toutes les règles dérivent de directives européennes. Si les mêmes principes sont acceptés dans les deux juridictions, l'accès pourra encore être refusé à la suite de l'existence de dispositions spécifiques divergentes. Une fois ces dispositions identifiées, une évaluation devra être entreprise, quant à savoir dans quelle mesure cette divergence est elle en mesure de remettre en cause l'équivalence globale du système réglementaire. Très souvent, la réponse sera négative : à travers les temps, chaque pays a accumulé des dispositions des restrictions, qui ne sont plus nécessaires aujourd'hui. Cet exercice de reconnaissance portera sur un système réglementaire national, et non pas sur des dispositions spécifiques, et visera in fine à vérifier si le régime de protection atteint est suffisant pour permettre l'accès au marché par des prestataires de l'autre juridiction. Il ne s'agit donc pas d'introduire des règles identiques dans les deux juridictions. Toutefois, une harmonisation accrue pourrait contribuer à atteindre l'objectif.



Depuis quelques années, on discute en Europe quant à savoir si les règles doivent être détaillées, ou plutôt fondées sur les principes. Tant au niveau européen que dans certains états membres – le RU en particulier – devant le pointillisme de plus en plus poussé des règlements en vigueur, certains plaident en faveur d’une approche réglementaire fondée sur les principes. Cette discussion est également d’actualité aux EU, au moins si je lis certaines déclarations officielles. Dans ce débat la question essentielle est celle de l’efficacité : est-ce qu’une approche réglementaire plus détaillée offre de meilleurs résultats ? Aux EU cette approche est voulue par les entreprises eu égard aux risques importants de responsabilité. En Europe ce risque est moindre, ce qui permet de légiférer plutôt en exposant les principes. C’est cette approche qu’on retrouve dans le Code civil et dans les autres codifications de l’époque napoléonienne. Cette différence exprime aussi une attitude psychologique différente à l’égard des obligations à respecter par les entreprises et par les personnes concernées : ce n’est pas le respect du prescrit précis, mais bien plutôt l’esprit de la disposition qui doit être respectée. Même le code pénal est fondé sur cette méthode. En ce qui concerne le résultat à atteindre, il ne me semble pas que l’approche purement réglementaire soit préférable : non seulement les résultats aux EU ne sont pas très convaincants – on se rappellera Enron – mais en outre la complexité de l’appareil réglementaire devient tel qu’une grande insécurité juridique en résulte, et que seuls quelques initiés peuvent encore s’y retrouver. Un bon équilibre entre les deux approches est probablement la solution la plus réaliste.

Une des préoccupations majeures en cas d’application de la reconnaissance mutuelle est la tendance de la part de la juridiction la plus exigeante de conditionner cette reconnaissance au relèvement du régime réglementaire à son niveau. Ceci constitue un souci majeur dans le cadre des discussions entre l’Europe et les Etats-Unis. En aucun cas, au dire des politiciens, l’ouverture des marchés ne pourrait mener à l’exportation de la réglementation américaine en Europe que ce soit sous forme d’exportation explicite – ce qui semble peu vraisemblable – ou sous forme indirecte. Si politiquement la matière semble claire sur le plan technique, elle soulève des questions pratiques difficiles.

Depuis longtemps, tant l’Europe que les Etats-Unis ont appliqué leurs réglementations de manière extraterritoriale: en matière de concurrence, l’extraterritorialité à partir des effets dans la juridiction d’accueil est largement reconnue et cela tant aux EU qu’en Europe. Il en est de même dans le domaine financier où de nombreuses dispositions sont applicables à des activités entreprises à partir de l’étranger. Dans tous ces cas il s’agit d’effets provenant



d'actions conscientes et délibérées de la part de l'entreprise faisant l'objet de la mesure extraterritoriale. Dans certains cas toutefois, des tiers, non consentant à la transaction pourraient être impliqués dans une application extraterritoriale.

Comme éviter ce résultat? La première réponse est simple: il faut éviter d'être exposé au régime étranger.

Le raisonnement contraire vaut également: celui qui s'y soumet volontairement, doit tenir compte de l'application de la loi étrangère.

En matière de marchés financiers, les deux exemples coexistent: les sociétés européennes qui ont demandé leur accès au marché américain, savent – et ne peuvent se plaindre – de devoir se soumettre à la loi américaine. C'est le cas des sociétés cotées aux bourses américaines. Certaines d'entre elles ont pu se soustraire en demandant le retrait de leur enregistrement auprès de la SEC: une bonne soixantaine de sociétés d'origine européenne se sont prévaluées de cette possibilité. C'est le même principe qui est suivi en matière de prestation de services: peu de banques européennes sont actives dans le marché de détail aux E-U, le régime réglementaire étant visiblement trop lourd.

Une deuxième approche a été suivie dans le cas de la reprise d'Euronext par NYSE. Plusieurs questions étaient posées. Fallait-il craindre l'application des lois américaines à Euronext NV, société européenne, à la suite de la participation à 100% de NYSE holding? A cette question était liée celle de la prise de décision par la direction du groupe visant à réduire l'existence propre des filiales européennes d'Euronext, en fait des bourses nationales. Pour éviter que le lien de participation aboutisse à une application extraterritoriale d'une loi américaine, le groupe a constitué une entité indépendante, dirigée par des administrateurs indépendants, qui pourra intervenir dès qu'un problème de ce genre apparaît. Cette entité – en fait une fondation néerlandaise dans le pilier européen d'Euronext, avec une structure équivalente aux EU, - pourra en cas de menace de domination, suspendre les droits de vote attachés aux titres Euronext détenus par NYSE holding. Si cette démarche s'avère insuffisante, la fondation pourra émettre des certificats en faveur de NYSE holding, représentatives des droits financiers, tout en acquérant les actions - et donc les droits de vote - de la NV en échange des certificats. Ainsi le droit de vote juridique reviendrait à cette entité indépendante. Il semble évident que la valeur du système dépendra de son effet dissuasif: on peut en effet estimer que le partenaire américain sera en mesure de convaincre les autorités politiques de son pays de



ne pas s'engager dans une voie qui puisse mettre en danger ce projet et la crédibilité des autorités américaines.

Une seconde crainte, qui a souvent été explicitée par les dirigeants d'entreprises cotées sur Euronext, était de voir la législation américaine s'appliquer à leurs sociétés. Le spectre de Sarbanes-Oxley applicable aux sociétés européennes a hanté l'imagination voire les cauchemars de plusieurs dirigeants européens. Les arguments qui soutiennent cette crainte doivent toutefois être réfutés: le simple fait qu'une entreprise, organisateur du marché passe sous contrôle d'une entreprise étrangère ne modifie en rien son statut. Les tiers qui utilisent les services de cette entreprise ne pourront pas - a fortiori - être affectés. Ainsi il apparaît clairement que les dirigeants d'entreprises cotées européennes ne pourront pas être soumises aux règles américaines, que ce soient les règles de la SEC, Sarbanes-Oxley ou les risques des actions civiles intentées par des investisseurs américains et leurs avocats.

Ces questions risquent de devenir plus actuelles en cas de reconnaissance mutuelle. Plusieurs questions doivent être identifiées.

La reconnaissance mutuelle est essentiellement réciproque et résulte d'un processus de négociation où les deux parties se familiarisent avec le régime réglementaire de l'autre, soulèvent des questions quant à des faiblesses éventuelles ou permettant certaines adaptations. C'est aussi un processus itératif, menant à plus long terme à une plus forte comparabilité des régimes en question. Il y a lieu de rappeler les forces du marché : celles-ci vont stimuler les autorités concernées à développer des règles si pas uniformes, au moins largement comparables. Ce dernier mouvement est déjà en cours par ailleurs.

La « renonciation » en revanche me semble être essentiellement une démarche unilatérale, dictée plus par les besoins propres du marché concerné. Elle est très utile puisqu'elle intervient à court délai et sans négociations compliquées avec des partenaires. Mais elle ne produit pas la dynamique de la reconnaissance mutuelle.

Il ne faut pas raisonner en noir et blanc dans ce domaine : d'une part, la reconnaissance mutuelle ne doit pas toujours être absolue, et mener à un accès totalement libre à l'autre marché. Certaines restrictions, ou conditions seront inévitablement maintenues. Au sein de



l'Europe, cette matière est souvent désignée comme du 'goldplating', les clauses de sauvegarde nationales, qui sont particulièrement peu appréciées par la Commission qui les combat souvent devant la Cour de Justice. En d'autres mots, entre le « passeport » complet et le « passeport partiel », il peut y avoir de nombreuses nuances.

La renonciation quant à elle peut évidemment être modalisée en stipulant les conditions de la renonciation. Un exemple très récent concerne la modification de la Règle 15 a-6 par la SEC, et qui assouplira l'offre de titres à de professionnels par des intermédiaires non résidents, mais en maintenant certaines restrictions en ce qui concerne le public destinataire, l'identité des titres – pas de titres américains – ou les conditions de l'offre – implication d'un intermédiaire local, mais moins impliqué qu'auparavant

L'ampleur du régime de RM dépendra également des sujets que l'on voudra y soumettre. Certaines matières sont en effet plus propices à la RM : les opérations entre des professionnels ou avec des investisseurs institutionnels appellent généralement moins de garanties, bien que les incidents que nous avons constatés dans les turbulences sur le subprime nous incitent à de la prudence. Ne sont pas sophistiqués, ceux qui prétendent l'être !

La liste des matières pourrait être établie comme suit, et cela dans un ordre de difficulté grandissant

- le règlement et la livraison des titres (« clearing et settlement »)
- les offres publiques de titres,
- la distribution des fonds d'investissement
- l'ouverture des marchés réglementés (bourses et autres)
- l'action des intermédiaires, notamment des banques.

Le règlement-livraison a l'avantage d'être un domaine purement professionnel, consistant en fait à relier les marchés par une plomberie, si pas commune, au moins réciproque. Comme les opérations transfrontières sont déjà très largement pratiquées, il ne s'agit pas d'adapter les systèmes actuels, mais d'établir des liens permettant une livraison juridiquement équivalente soit dans un pays, soit dans un autre. La reconnaissance mutuelle des systèmes actuels pourrait diminuer considérablement les coûts des opérations et dès lors augmenter la profondeur des deux marchés concernés.



En matière d'offre publique lancée à partir d'un état vers les investisseurs de l'autre état, la question est déjà plus délicate : la reconnaissance mutuelle éviterait d'appliquer les règles spécifiques de l'état d'accueil, p.ex. sur les prospectus, sur les techniques de placement, sur l'intervention des intermédiaires financiers, preneurs ferme et autres, etc. On peut estimer – et sous réserve de vérification – que sur ces points, les régimes actuels sont déjà largement équivalents. Mais la responsabilité pour l'information reste un handicap sérieux : les juridictions de l'état d'accueil suivront-elles les règles de responsabilité de leur état – ce qui semble vraisemblable – ou celles de l'état d'origine ? Ceci revient à dire que seul le respect cumulatif des règles des deux juridictions pourra satisfaire les deux juridictions éventuellement compétentes en matière de responsabilité. Indirectement ceci mènera inévitablement à une application cumulative volontaire des deux appareils réglementaires et dès lors à l'application quasi extraterritoriale de l'appareil le plus détaillé, voir le plus exigeant. En se prévalant de la RM, les opérateurs prennent un risque considérable. Il faut toutefois remarquer que même au sein de l'Europe, la RM n'englobe pas les règles de responsabilité, et que chaque juridiction pourra appliquer sa propre conception p.ex en matière de responsabilité pour le prospectus. Signalons à ce sujet une décision importante du tribunal à Rome, qui avait décidé qu'il n'y a pas lieu à responsabilité dans le chef de l'autorité de l'état d'accueil, qui a reconnu un prospectus approuvé par un autre état membre. Mais il n'y a pas à notre connaissance au moins d'autres décisions relatives à la responsabilité de l'état d'origine, et sur l'application des règles de responsabilité civile de celui-ci. Il nous semble que tenant compte des règles générales relatives à la responsabilité, l'autorité de contrôle de l'état d'origine devrait être tenu responsable selon les règles du forum où le quasi délit a été commis, et dès lors selon le droit du pays d'origine, pour autant qu'il ait approuvé le prospectus¹.

Plus délicate encore est la matière de l'offre de titres par l'installation des écrans des bourses dans une autre juridiction. Ceci ferait l'objet de la première phase envisagée de la RM entre les Etats-Unis et l'Europe. Bien que les investisseurs des deux côtés de l'Océan soient déjà très actifs sur les marchés de l'autre Etat, il semble qu'il y ait lieu de franchir un pas supplémentaire et d'offrir un accès direct des investisseurs aux marchés de l'autre pays.

¹ La directive prospectus permet la délégation entre autorités pour l'acte juridique d'approbation du prospectus.



La possibilité d'installer des écrans est du ressort des bourses et autres entreprises de marchés. Elles y ont un avantage évident, dans la mesure où cette installation augmentera l'attrait des produits qu'ils offrent aux investisseurs, à savoir les actions de sociétés cotées. En offrant des produits « tiers » par rapport à l'offre de services, ceci pourrait-il entraîner des conséquences négatives pour les producteurs de ces produits, à savoir les sociétés dont les actions sont cotées ? En d'autres mots, l'installation d'écrans affecterait-elle la position juridique des dirigeants des sociétés cotées, notamment sur le plan de leur responsabilité civile ou pénale. Eu égard à l'attitude très prononcée des autorités et juridictions américaines à cet égard, la question est loin d'être anodine.

Avant de s'alarmer, il faut d'abord analyser la question. Il me semble – mais ceci devrait faire l'objet d'une analyse approfondie en droit américain – que le simple fait d'offrir des produits d'un tiers n'entraîne pas de responsabilité dans le chef du producteur du produit. Toutefois, en matière de responsabilité pour le fait de produits, cette règle a été abandonnée pour affirmer que tout producteur est tenu de garantir la qualité de ses produits sur base d'une responsabilité dite objective. Une des toutes premières conventions a été conclue en 1977 ici même à Strasbourg. L'histoire de cette forme de responsabilité indique qu'après quelques décennies de tâtonnements à partir des règles communes de responsabilité, le droit a choisi pour une responsabilité objective. Faut-il s'attendre à une évolution similaire pour les produits financiers ? Dans l'état actuel du droit, la réponse reste négative : caveat emptor prévaut, soutenu par une obligation d'information précontractuelle structurée de la part du producteur, ou de l'offrant.

Sauf si la société émettrice entreprend des démarches en vue d'offrir ses actions aux investisseurs, le seul fait de les voir inscrites à la cote d'une bourse ou autre marché alternatif qui les offre dans un autre état, ne semble pas suffire pour entraîner la responsabilité selon les règles de cet autre état. La discussion ne devrait pas être différente si les actions sont largement répandues aux EU et que l'information continue de la part de la société s'avère déficiente. Mais nous voyons bien l'importance de ces matières et la nécessité d'avoir des apaisements de la part de juristes spécialisés.

En dehors du droit des marchés financiers, il y a beaucoup de domaines d'application extraterritoriale, tant en droit américain qu'europpéen. Le régime projeté des agences de



notations en constitue un autre exemple. Sarbanes-Oxley est pratiqué par de nombreuses sociétés européennes, soit que leurs actions sont cotées à NY, soit qu'il s'agisse de filiales de groupes cotés, essentiellement de groupes américains. Dans le premier cas, il s'agit d'une soumission volontaire, dans le second de la discipline imposée par la société mère à travers le groupe. Le phénomène n'est pas différent de celui qui mène à la rédaction des comptes sociaux d'une filiale selon les US Gaap, ses comptes devant être consolidés au niveau du groupe. Dans les deux cas, ce n'est pas le droit américain qui impose ces règles, mais la volonté de la société mère.

Conclusion

Devant la mondialisation de la finance, la réglementation financière doit s'adapter : la réalité financière nous oblige d'identifier les voies qui permettent de lever les obstacles qui bloquent l'accès aux marchés et aux produits. Dans des aires géographiques dont le système réglementaire est suffisamment harmonisé – tel l'Union européenne – la reconnaissance mutuelle et le régime du passeport peuvent jouer pleinement. Les résultats de l'ouverture des marchés financiers en Europe – aussi à la suite de l'introduction de la monnaie unique - a été spectaculaire.

Il n'est pas réaliste d'attendre une telle harmonisation détaillée au niveau mondial. Toutefois, constatons que les objectifs généraux poursuivis dans chaque système sont largement comparable : fonctionnement efficace et protection des investisseurs comptent parmi les plus importants. Au-delà de l'harmonisation des règles spécifiques, il est préférable de comparer et d'évaluer, à partir des objectifs ainsi identifiés, les résultats du système réglementaire : si, tout en tenant compte des différences culturelles, les résultats sont largement convaincants, des pas de plus en plus importants peuvent être franchis sur la voie de la reconnaissance mutuelle. Une fois le processus mis en marche, les marchés s'intégreront et pousseront vers plus d'harmonisation tant dans les marchés d'origine que dans les marchés d'accueil, jusqu'au moment où un point d'équilibre sera atteint.

Ce mouvement à vitesses multiples se déroulera sur une période probablement assez longue. Les premiers pas seront les plus importants : une fois la fenêtre ouverte, une fois la confiance établie, le mouvement ne pourra plus être arrêté.

Nous avons l'espoir que cette première démarche ne tardera pas.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.