De quelques perspectives critiques sur l'information en matière de régulation financière

Régis BISMUTH[1]

À tort ou à raison, l'information est considérée comme la matière première des activités financières. Il n'est donc pas surprenant de constater que, réflexe pavlovien, les réformes relatives à la régulation financière consécutive à chaque crise concernent dans une très large mesure des exigences informationnelles[2]. Il s'agit par ailleurs d'un mouvement plus profond qui ne saurait se limiter à la régulation financière[3]. La démarche consistant à interroger de manière critique la question de l'information dans le domaine de la régulation financière mérite d'évoquer préalablement quelques questions qui permettent de mieux délimiter le sujet et ses enjeux.

Il est question dans cette contribution de se consacrer aux informations que certains opérateurs (intermédiaires, émetteurs, agences de notation, etc.) communiquent à d'autres opérateurs (clients, actionnaires, etc.), au marché et/ou aux autorités de régulation. Il ne faut toutefois pas perdre de vue qu'au-delà de ces aspects sur lesquels portent l'essentiel de ces exigences

---

[1] Professeur de droit public à l'École de Droit de Sciences Po.

[2] A. Fung, M. Graham & D. Weil, *Full Disclosure – The Perils and Promise of Transparency*, Cambridge, Cambridge University Press, 2007, p. 107 et s.

[3] O. Ben-Shahar & C. E. Schneider, « The Failure of Mandated Disclosure », *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 159, 2011, p. 647 et s.

réglementaires, l'information constitue également un vecteur de pouvoir et d'influence majeur dans le cadre de la production de la régulation financière. L'opacité de certaines activités est ainsi susceptible de rendre complexe une intervention des autorités. Cela s'est par exemple manifesté de manière très éloquente en amont de la crise financière de 2008 qui trouve notamment son origine dans des activités qui échappaient au radar des régulateurs. On peut rappeler les mots de Brooksley Born, ancien directeur de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), qui soulignait à propos des produits dérivés dont il avait la responsabilité que « *the market was totally opaque ; we now call it the dark market. So nobody really knew what was going on in the market* »[4]. En ce sens, les régulateurs faisaient face à « a *structural, widening epistemic gap between what they are able to know and what they need to know in order to administer the statutory mandates of their agencies* »[5]. De plus, au défi de la seule connaissance de l'information se superposait celui de leur compréhension[6]. L'expertise technique – ici la capacité à analyser pertinemment les informations reçues et d'en tirer les conséquences nécessaires – se place au cœur des difficultés qui se manifestent dans le cadre des processus de réglementation. En effet, il existe une asymétrie entre les moyens mobilisés par les opérateurs économiques et ceux qui peuvent être déployés par les régulateurs. C'est le constat de cette asymétrie posant « *a danger to democracy* »[7] qui avait conduit plusieurs députés européens à publier leur appel « *Call for a Finance Watch* ». Cet appel préconisait la création d'une ONG, dorénavant active, « *capable of developing a counter-*

[4] Interview du 28 août 2009 (www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/warning/interviews/born.html).

[5] R. F. Weber, « Structural Regulation as Antidote to Complexity Capture », *American Business Law Journal*, vol. 49, n°3, 2012, p. 644.

[6] E. Becker, *Knowledge Capture in Financial Regulation – Data-, Information- and Knowledge-Asymmetries in the US Financial Crisis*, Wiesbaden, Springer, 2016, p. 25 et s.

[7] *The "Call for a Finance Watch"*, juin 2010, *Finance Watch* (www.finance-watch.org/ifile/FW%20governance%20docs/Text-of-the-Initial-Call-for-a-Finance-Watch1.pdf).

expertise on activities carried out on financial markets by the major operators »[8]. L'épisode de la crise financière aux États-Unis a d'ailleurs conduit les autorités à instituer un *Office of Financial Research*, agence indépendante dont la mission est de produire des analyses techniques à destination des autorités fédérales[9].

Le deuxième aspect méritant d'être évoqué à titre liminaire est la connexité qui peut être établie entre les exigences informationnelles et l'exigence de transparence. En effet, dans le domaine financier, « la transparence est un terme qui vise l'information »[10] et les deux termes sont le plus souvent employés de manière interchangeable[11]. Au-delà de cette association sémantique, le terme de transparence traduit certainement de façon plus subtile les dynamismes et mécanismes sous-jacents aux processus informationnels en matière financière. Le latin *transpareo* reflète en effet deux dynamiques : l'une passive (paraître au travers) et l'autre active (se montrer). La transparence réclame de rendre visible ce qui ne l'est pas et suppose aussi l'existence d'un écran entre l'observateur et ce qui est, incomplètement, observé. Ces aspects se retrouvent dans le domaine financier dans la mesure où il s'agit le plus souvent d'exiger la communication d'informations de la part d'un opérateur économique, lesquelles permettent généralement de faire transparaître les caractéristiques d'un produit ou d'un service financier. Il n'y a ainsi pas d'identité entre le messager des informations et leur objet.

Le terme de transparence est aussi davantage chargé symboliquement et véhicule des « imaginaires » qui s'inscrivent dans une double « archéologie » comme a pu le montrer la

[8] *Id.*

[9] E. Becker, *op. cit.*, note 6, pp. 26-27.

[10] Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruxelles, Bruylant, 2e éd., 2014, p. 302.

[11] *Id.* Voir aussi A. Fung, M. Graham & D. Weil (*op. cit.* note 2) qui utilisent indistinctement les termes *transparency* et *disclosure*.

récente thèse de Jean-François Kerléo[12]. Son auteur identifie une « archéologie économique » de la transparence qui sous-tend les règles de droit relatives au bon fonctionnement du marché (donc à sa supposée efficience), ce qui implique la bonne information des agents[13]. Il identifie également une « archéologie politique » de la transparence se rapportant à l'exercice du pouvoir et s'inscrivant dans une dynamique légitimatrice de ce dernier[14]. De manière sans doute rudimentaire, nous pourrions envisager une transparence à vocation économique (ou de droit privé) se manifestant par des exigences informationnelles tendant à obtenir la manifestation de la vérité ou une correspondance avec le réel, de même qu'une transparence à vocation politique (ou de droit public) visant à promouvoir la confiance à l'égard des autorités et processus décisionnels. Il n'est pas exclu qu'une forme de porosité existe entre ces deux types de transparence, en particulier lorsque les logiques politique et économique se superposent. C'est le cas pour l'arbitrage État/Investisseur[15] ou pour les activités des entreprises multinationales qui exercent une forme de pouvoir de droit privé – si bien qu'elles peuvent être appréhendées selon les instruments et méthodes du droit public[16]. Ce chevauchement se manifeste aussi dans le domaine financier compte tenu des externalités négatives générées par ces activités et du risque systémique propre au secteur, ce qui alimente l'obsession informationnelle de la régulation financière que l'on ne peut réduire à une seule logique économique.

[12] J.-F. Kerléo, *La transparence en droit – Recherche sur la formation d'une culture juridique*, Mare & Martin, 2016.
[13] *Id.*, p. 233 et s.
[14] *Id.*, p. 99 et s.
[15] W. Kenny, « Transparency in Investor State Arbitration », *Journal of International Arbitration*, vol. 33, n°5, 2016, p. 471 et s.
[16] Voir par ex., J.-Ph. Robé, A. Lyon-Caen & S. Vernac (eds.), *Multinationals and the Constitutionnalization of the World Power System*, Abingdon, Routledge, 2016.

Un troisième aspect relatif à la question de l'information dans la régulation financière est susceptible de retenir l'attention, celui de la relative docilité avec laquelle les opérateurs économiques se conforment en général aux nouvelles exigences informationnelles. Ceux-ci mettent souvent en avant le coût excessif de la production d'information et les conséquences de telles règles sur la compétitivité d'une place financière[17]. Il faut toutefois souligner que ce sont moins les obligations de transparence destinées à l'information des investisseurs que celles concernant la responsabilité sociale des entreprises qui font l'objet des contestations les plus véhémentes. On peut mentionner l'exemple des règles concernant la transparence des entreprises opérant dans les industries extractives, telles que celles résultant des directives 2013/34[18] et 2013/50[19] qui imposent de publier les sommes versées aux gouvernements dans le cadre de ces activités (*« publish what you pay »*)[20]. Si cette discipline a été développée au sein d'instances internationales afin de lutter

[17] P. Latimer & Ph. Maume, *Promoting Information in the Marketplace for Financial Services – Financial Market Regulation and International Standards*, Springer, 2015, p. 35 et s.
[18] Directive n°2013/34 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises, modifiant la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE du Conseil *JOUE* L 182 du 29 juin 2013, p. 19.
[19] Directive n°2013/50 du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché, a directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE *JOUE* L 294 du 6 novembre 2013, p. 13.
[20] Sur l'initiative ayant conduit à cette discipline, voir D. Dommel, « La transparence pour conjurer la corruption : Le cas du pétrole », *in Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 2005, p. 189 et s. ; Secrétariat international de l'ITIE, *La norme ITIE*, 2013.

contre la corruption, le préambule de la directive indique qu'elle a été adoptée « aux fins de la transparence et de la protection des investisseurs »[21], ce dont l'on peut raisonnablement douter. Ces nouvelles règles ont été mises en œuvre non sans opposition de la part des acteurs concernés et la discipline similaire qui a été adoptée aux États-Unis a d'ailleurs été contestée devant les juridictions fédérales américaines. La loi Dodd-Frank Act exigeait en effet de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) qu'elle adopte de nouvelles règles imposant ces obligations de publication aux émetteurs[22]. La SEC ne les adopta qu'après deux années au lieu des 270 jours prévus, et ce d'ailleurs, après que l'ONG Oxfam la poursuivît pour l'enjoindre de le faire. Dès la publication du règlement, celui-ci a été contesté par l'*American Petroleum Institute*, association professionnelle représentant les intérêts des entreprises du secteur des hydrocarbures[23]. Celle-ci soulignait, entre autres, que le règlement de la SEC affecterait la compétitivité des entreprises et contrevenait au Premier amendement dans le sens où de telles obligations d'information étaient constitutives d'un *compelled speech*, c'est-à-dire d'une mesure exigeant de son destinataire qu'il formule un discours spécifique – ce qui est l'objet même des obligations de *disclosure* sur les marchés financiers. Cet argument n'a pas été examiné par la juridiction, car celle-ci avait déjà considéré que le règlement devait être abrogé pour deux raisons : en premier lieu, la SEC a été plus loin que ce qu'exigeait le Dodd-Frank Act en exigeant que la *disclosure* soit publique (alors que les informations pourraient être communiquées seulement à la SEC) et, en second lieu, le règlement de la SEC n'a pas

[21] Directive n°2013/50, préc., préambule, consid. 8.

[22] *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010)* (Sec. 1502 (*Conflict Minerals*) ; Sec. 1503 (*Reporting Requirements Regarding Coal or Other MineSafety*) ; Sec. 1504. (*Disclosure of payments by resource extraction issuers*)).

[23] *American Petroleum Institute v. Securities & Exchange Commission and Oxfam America*, US District Court for the District of Columbia, n°12-1668 (JDB), 2 juillet 2013.

aménagé de dérogation lorsque la communication des informations est interdite par la législation de l'État étranger dont les ressources naturelles sont exploitées. Une telle offensive à l'égard d'obligations de *disclosure* est particulièrement rare et, à notre connaissance, aucune n'a atteint cette ampleur lorsqu'il s'agit d'informations qui sont destinées en premier lieu aux investisseurs.

Ces quelques éléments permettent de dresser les constats suivants : (1) les exigences informationnelles s'accroissent à la suite de chaque crise financière ; (2) ces nouvelles exigences ont un coût, notamment de production de l'information ; (3) ces obligations ne sont généralement pas contestées par leurs destinataires, ou du moins pas autant que les obligations d'information non financière qui concernent principalement la responsabilité sociale des entreprises qui concernent davantage les parties prenantes que les investisseurs. Ces constats nous mènent aux analyses suivantes. En premier lieu, il apparaît que la logique informationnelle qui est structurante en matière de régulation financière est fondée sur une théorie de l'efficience des marchés qui est dépassée (I). Il convient en second lieu de se pencher sur les problèmes d'ordre davantage structurel relatifs aux conflits d'intérêts qui affectent les modes de production de l'information (II). Enfin, cette réflexion nous conduira à examiner les situations où les exigences informationnelles peuvent elles-mêmes générer des failles dans la régulation financière et alimenter les crises financières. En d'autres termes, l'obsession de la régulation par l'information n'a-t-elle pas engendré des « Frankenstein informationnels » qu'il devient impossible de réguler ? (III).

I. Une logique informationnelle de la régulation financière fondée sur une théorie dépassée

Le développement des obligations d'information en matière de régulation financière trouve son origine dans

l'hypothèse de l'efficience des marchés selon laquelle le prix des instruments financiers incorpore l'ensemble des informations disponibles sur la base desquelles les investisseurs prennent leurs décisions[24]. Cette hypothèse présuppose un marché suffisamment liquide, une certaine homogénéité des produits, des informations pertinentes disponibles pour tous les agents, des agents en mesure de les analyser et exploiter afin de déterminer si elles ont été incorporées dans le prix des instruments financiers et, enfin, des décisions des investisseurs qui soient rationnelles, c'est-à-dire qu'elles ne tiennent compte que des informations disponibles et qu'elles ne sont pas parasitées par des données non fiables (par exemple des rumeurs) ou des comportements irréfléchis (comportement moutonnier, stratégie mimétique, etc.)[25].

Une partie substantielle de la régulation des activités financières se fonde justement sur la théorie de l'efficience des marchés en ce qu'elle s'emploie à s'assurer que les conditions de l'efficience soient réunies. La question de l'information est centrale, car il s'agit de corriger les éventuelles asymétries d'information qui peuvent exister entre les différents opérateurs et qui sont finalement courantes dans la mesure où un vendeur connaît généralement mieux son produit qu'un acheteur[26]. Dans le domaine financier, c'est le constat d'une asymétrie d'information entre les émetteurs et les investisseurs qui a conduit les autorités à exiger la communication par les premiers aux seconds d'informations sur une base permanente ou périodique qui n'étaient pas produites spontanément par le marché. Cette option régulatrice présente d'ailleurs l'avantage de ne pas induire directement de dépense publique et fait

[24] C. Lombardini, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Schulthess/LGDJ, 2012, p. 17 et s.
[25] *Id.*, p. 18.
[26] R. Lanneau, « Asymétries d'information », *in* M. Bazex *et al.*, *Dictionnaire des régulations*, Paris, LexisNexis, 2016, p. 50 et s.

reposer les coûts sur les opérateurs[27]. Elle se place également dans sillon de l'hypothèse de l'efficience des marchés en ce qu'elle est censée placer les différents acteurs dans une situation d'égalité d'accès à l'information. Cette exigence d'égalité explique également les règles relatives au manquement ou au délit d'initié ainsi qu'au délit de diffusion de fausse information sur le marché.

On peut néanmoins se demander si cette approche sur laquelle se fonde l'essentiel de la régulation financière ne génère pas davantage de problèmes qu'elle n'en résout[28]. Sans prétendre à l'exhaustivité, plusieurs éléments montrant les limites de la logique essentiellement informationnelle de la régulation méritent d'être mentionnés.

La logique informationnelle (*disclosure-based regulation*) repose sur une dynamique libérale qui a pour effet de décharger entièrement la responsabilité de la prise de décision sur l'investisseur censé être pleinement informé des risques auxquels il s'expose (*caveat emptor*). Elle ne procède pas du principe d'une régulation interventionniste axée sur la protection de l'épargne investie (*merit-based regulation*) qui se concentrerait sur la qualité des instruments financiers mis à disposition des investisseurs[29] ou, dans une acception très extensive de la notion, sur l'utilité sociale de ceux-ci – à savoir par exemple s'ils présentent un intérêt pour le financement de

[27] O. Ben-Shahar & C. E. Schneider, *op. cit.*, note 3, p. 682. Un tel argument ne tient toutefois pas compte des coûts que doit engager en aval le régulateur afin de contrôler le respect de cette réglementation.
[28] L. Enriques & S. Gilotta, « Disclosure and Financial Market Regulation », *in* N. Moloney, E. Ferran & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Ginancial Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 525 et s.
[29] La *merit-based regulation* peut être définie comme « *a regulatory system that authorizes [the regulator] to deny registration to a securities offering unless the substantive terms of the offering and the associated transactions (i) ensure a fair relation between promoters and public investors, and (ii) provide public investors with a reasonable relation of risk to return* » (M. A. Sagent, « Reports of State Merit Regulation of Securities Offerings », *The Business Lawyer*, vol. 41, 1986, p. 829).

l'économie réelle. Une *merit-based regulation* des instruments financiers applicables par défaut serait d'ailleurs complexe et lourde à mettre en œuvre puisqu'elle imposerait aux autorités de définir les produits économiquement et socialement acceptables. Elle existe toutefois aux États-Unis dans le contexte spécifique des « *blue sky laws* » qui peuvent être adoptées par les autorités des États fédérés afin de limiter l'offre de valeurs mobilières à des fins de protection des investisseurs. Ainsi, lorsque la société Apple s'est introduite en bourse au début des années 1980, le prospectus avait été approuvé par la SEC au niveau fédéral, mais l'offre de titres, jugés trop risqués pour les investisseurs, avait été interdite dans l'État du Massachusetts[30].

Conséquence de la *disclosure-based information*, les émetteurs peuvent proposer des investissements extrêmement risqués dès lors que l'information requise est communiquée au marché. La première législation d'envergure en matière informationnelle, le *Securities Act* adopté en 1933 aux États-Unis, était d'ailleurs désigné le « *rotten-egg statute* », traduisant l'idée qu'il est possible de vendre des « œufs pourris » aux investisseurs dès lors qu'ils reçoivent l'information exigée[31]. L'information agît comme un bouclier pour l'émetteur ou l'intermédiaire dont la responsabilité ne peut être recherchée du fait d'une faible performance financière une fois ces formalités accomplies (sauf fraude, *misrepresentation*, etc.). Ce n'est pas une coïncidence si la réflexion autour de la *merit-based regulation* a connu un regain d'intérêt après la crise financière de 2008[32].

[30] P. S. Atkins, Is Excessive Regulation and Litigation Eroding U.S. Financial Competitiveness ?, Speech, *U.S. Securities and Exchange Commission*, 20 avril 2007 (www.sec.gov/news/speech/2007/spch042007psa.htm#2).
[31] A. A. Sommer *et al.* « New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings », *The Business Lawyer*, vol. 28, 1973, p. 505.
[32] R. J. Colombo, « Merit Regulation via the Suitability Rules », *Journal of International Business and Law*, vol. 12, 2013, p. 1 et s.

La crise financière a d'ailleurs été l'occasion de voir se multiplier les critiques de la théorie du marché efficient. Celles-ci n'étaient pas seulement le fait d'académiques, praticiens ou journalistes[33]. La remise en cause du mythe de l'efficience de marchés s'est aussi diffusée dans le discours des autorités de régulation elle-même, comme en témoigne l'étude publiée en 2009 par Lord Turner sous les auspices de la *Financial Services Authority* (FSA) britannique dont il était alors le président[34]. Cette étude n'hésite pas à souligner que chacune des hypothèses de la théorie de l'efficience des marchés « *is now subject to extensive challenge on both theoritical and empirical grounds, with potential implications for the appropriate design of regulation and the role of regulatory authorities* »[35]. La critique de la théorie de l'efficience de marchés est multiforme et concerne à la fois les hypothèses sur lesquelles elle repose que les processus de transmission des savoirs relatifs aux techniques financières. Nous n'évoquerons pas ici ces dernières questions qui touchent à l'épistémologie de la finance et de l'économie, mais il faut néanmoins avoir à l'esprit les forces sous-jacentes à la construction et à la diffusion des modèles financiers[36].

Pour ce qui concerne certaines des hypothèses de la théorie qui concernent directement la question de l'information sur les marchés, on peut plus précisément discuter d'une critique récurrente, celle concernant le traitement des informations reçues par les investisseurs. Il est légitime de s'interroger sur la pertinence des informations disponibles, l'égal accès des investisseurs à ces informations et leur aptitude à pouvoir les traiter et prendre des décisions rationnelles sur la base de celles-

[33] On peut ici renvoyer à l'ouvrage très instructif de J. Fox, *The Myth of the Rational Market – A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business, 2009.
[34] FSA, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, mars 2009.
[35] *Ibid.*, p. 39.
[36] J. Fox, *op. cit.*, note 33, et plus spécialement les développements à partir du chapitre 3 intitulé, « *Harry Markowitz Brings Statistical Man to the Stock Market* ».

ci. L'ampleur de l'information disponible, aussi bien celle résultant des obligations légales que celle produite par divers acteurs (presse, analystes financiers, etc.) et sa complexité impliquent qu'il est difficile, sinon impossible, pour certains investisseurs de la traiter[37]. La théorie des marchés efficients qui supposerait une capacité cognitive illimitée des investisseurs[38] n'est dès lors pas recevable pour une très large partie des investisseurs, en particulier ceux qui sont considérés comme non professionnels. C'est en ce sens que la *disclosure-based regulation* présente un (éventuel) intérêt pour les investisseurs qui présentent un profil sophistiqué et disposant des ressources suffisantes (par exemple humaines et informatiques) afin de traiter les informations disponibles[39]. La théorie a été aussi battue en brèche par les travaux relatifs à la finance comportementale et plus largement l'idée que le comportement individuel des investisseurs n'est pas nécessairement fondé sur une stricte rationalité économique, mais est influencé par de multiples facteurs et stimuli[40]. Parmi ceux-ci, on peut mentionner : les suggestions fournies par les intermédiaires financiers ou des personnalités, les décisions prises par les autres investisseurs en se conformant à celles-ci selon un comportement moutonnier (ce qui peut d'ailleurs aggraver le caractère procyclique de certaines crises financières), et la publicité ou autre type de propagande commerciale, qui peut d'ailleurs être exigée de la part des émetteurs.

[37] C. Lombardini, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève/Paris, Schulthess/LGDJ, 2012, p. 21.
[38] J.-F. Kerléo, *op. cit.* note 12, p. 239.
[39] C. H. Hill, « A Personality Theory of Sophisticated Investor Decision-Making (in the 2008 Financial Crisis), with Some Policy Implications », *Revue Internationale des Services Financiers / International Journal for Financial Services*, 2017, n° 2, p. 7 et s.
[40] V. par exemple le rapport très détaillé commandé par la Commission européenne : *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services : A Behavioural Economics Perspective*, novembre 2010, 490 p.

La *disclosure-based regulation* s'est ainsi développée sur le fondement de la théorie de l'efficience des marchés dont la fragilité n'a pas manqué d'être soulignée. L'objectif d'exhaustivité des informations communiquées aux investisseurs qui ne peuvent les traiter ne peut dès lors être considéré comme un horizon satisfaisant de la régulation financière. Le problème n'est en fait pas seulement celui de l'exhaustivité des informations. Il est aussi celui des conflits d'intérêts qui affectent la production de l'information.

II. Un système de production de l'information financière perclus de conflits d'intérêts

Nous avons eu l'occasion de constater que l'un des objectifs essentiels de la régulation financière était de corriger l'asymétrie d'informations existant entre investisseurs et émetteurs afin d'assurer un idéal d'efficience des marchés. Au-delà de la discipline de *disclosure* à charge de l'émetteur qui a déjà été évoquée, il faut avoir à l'esprit de manière plus générale la structure des processus informationnels à l'œuvre sur les marchés financiers. C'est dans ce contexte que mérite d'être abordés les problèmes résultant des activités de ce qui est habituellement désigné comme les « *gatekeepers* » des marchés[41], c'est-à-dire des intermédiaires qui ont pour mission, entre autres, de sécuriser la transmission d'informations et la relation entre l'émetteur et l'investisseur[42]. On trouve notamment parmi eux les auditeurs et les agences de notation.

[41] Voir par ex., J. C. Coffee Jr., *The Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006 ; Y. Fuchita, R. E. Litan (eds.), *Financial Gatekeepers : Can They Protect Investors ?*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2006.
[42] « *Generally, gatekeepers are regarded as financial intermediaries that operate between issuers and investors, and include auditors, underwriters, lawyers, securities analysts, and credit rating agencies* » (J. Payne, « The

Il est utile de revenir rapidement sur l'évolution des techniques de financement au cours des quarante dernières années afin de mieux saisir les problèmes informationnels relatifs aux activités des *gatekeepers* qui se sont en particulier manifestés dans les crises de 2001 et de 2008. Un opérateur économique dispose principalement de deux sources de financement, lesquelles permettent de distinguer l'économie d'endettement de l'économie de marchés de capitaux. En premier lieu, le système bancaire relève du modèle de l'intermédiation financière dans la mesure où la banque « fait tampon » entre l'offre et la demande de financement et assure la transformation des maturités et des risques entre ses actifs et ses engagements. Ce modèle revient pour la banque à opérer une évaluation et un contrôle des risques auxquels elle s'expose. En second lieu, l'économie de marchés de capitaux qui s'est notamment développée concurremment à un mouvement de financiarisation relève, du moins a priori, d'un modèle de finance désintermédiée (ou de finance « directe ») dans la mesure où il y aurait une mise en relation immédiate entre l'offre et la demande de financement[43].

Cependant, cette finance « directe » ne l'est qu'en théorie. Elle a en effet elle-même généré un processus de ré-intermédiation d'une nature différente de celle du secteur bancaire, car « [p]our être actif sur les marchés [...], l'investisseur a besoin des intermédiaires financiers »[44].

Role of Gatekeepers », *in* N. Moloney, E. Ferran & J. Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Ginancial Regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2015, p. 254).

[43] Les phénomènes de financiarisation et de libéralisation des activités financières qui se sont développés dans le courant des années 1980 ont d'ailleurs été symbolisés par la théorie dite des « 3 D » : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation. Cette dernière permettait de désigner le phénomène par lequel les besoins et les capacités de financement pouvaient directement se rencontrer sur les marchés financiers par le biais d'émission et d'acquisitions de titres sans l'intermédiation d'une banque. Voir C. Lombardini, *op. cit.*, note 37, p. 104 (où l'auteur réalise une distinction entre « l'investisseur » et « l'utilisateur du système bancaire »).

[44] C. Lombardini, *op. cit.*, note 37, p. 166.

Les activités essentielles réalisées par les banques dans le contexte d'une économie d'endettement ne pouvaient disparaître du fait d'un passage progressif à une économie de marché de capitaux. Le non-recours à l'interface bancaire n'implique pas la disparition de toute médiation et de la nécessité d'évaluer et de contrôler les risques relatifs aux instruments financiers. Ces activités internes à la banque ont été fragmentées, redéfinies et redistribuées ou réallouées à une pléiade d'acteurs, institutions et structures, non seulement afin d'assurer une mise en relation entre l'offre et la demande de financement, mais aussi afin de garantir l'intégrité des transactions et le bon fonctionnement du marché.

Ainsi, plusieurs des fonctions d'évaluation et de contrôle des risques financiers exercées par les banques ont été déléguées *de jure* ou *de facto* à de multiples acteurs satellites, les *gatekeepers* des marchés (cabinets d'audit, agences de notation, analystes financiers, etc.). Certains participent à la production d'une information « descriptive » (par exemple les auditeurs lorsqu'ils certifient la justesse des comptes), d'autres produisent une information prédictive (par exemple les analystes ou agences de notation)[45] qui constitue davantage une « opinion ». Certaines de ces professions avaient déjà été fortement exposées à l'occasion des scandales financiers du début des années 2000 (Enron, Worldcom, Parmalat, etc.) et ont fait l'objet de plusieurs réformes. C'était le cas notamment des cabinets d'audit et des analystes financiers. La crise de 2008 a permis de faire état des failles affectant la régulation d'autres types d'acteurs tels que les agences de notation, les conseillers en investissements ou les banques d'investissement.

La dissémination de ces différentes fonctions désormais exercées par des acteurs distincts a généré une dissociation dangereuse : ceux qui, d'une part, évaluent ou contrôlent le risque ne sont plus – à l'inverse des banques – ceux qui, d'autre

[45] Sur la distinction entre information descriptive et prédictive, voir J. Chacornac, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Paris, Dalloz, 2014.

part, l'assument financièrement. Les premiers font d'ailleurs commerce et profit du risque auxquels les seconds, c'est-à-dire les investisseurs, sont exposés. Cette fragmentation des fonctions et l'asymétrie d'informations et d'expertise en résultant portent en elles les germes des conflits d'intérêts auxquels sont exposés ces différents acteurs et qui sont susceptibles d'affecter plus ou moins directement les investisseurs. La question de la rémunération des intermédiaires se place au cœur de ces conflits d'intérêts. Celle-ci peut être en effet directement versée par l'entité contrôlée, tel que c'est le cas pour la rémunération des auditeurs et des agences de notation, configuration susceptible de générer une incitation à diminuer la sévérité du contrôle ou à minimiser le risque évalué pour des considérations commerciales. La façon dont se structurent certaines activités au sein d'une même entité peut aussi être génératrice de conflits d'intérêts. Certaines banques d'investissement cumulaient plusieurs activités (*underwriting*, courtage, analyse financière, *market making* – et parfois *trading* pour compte propre) sans nécessairement une séparation étanche entre elles alors que des connivences entre les différents acteurs y prenant part peuvent être de nature à générer des comportements préjudiciables aux investisseurs[46].

Ainsi, le passage d'une finance intermédiée à une finance directe, idéalisée et perçue comme le triomphe d'une modernité, a aussi généré un problème structurel dans la production de l'information financière. La critique peut d'ailleurs aller plus loin lorsque l'on revient sur les problèmes entourant la régulation des agences de notation.

[46] Voir par ex. J. Moret-Bailly, H. Ruiz Fabri & L. Scialom, *Les conflits d'intérêt, nouvelle frontière de la démocratie*, février 2017, p. 36-38 (rapport téléchargeable au lien suivant : http://tnova.fr/rapports/les-conflits-d-interets-nouvelle-frontiere-de-la-democratie).

III. Une régulation financière générant des « Frankenstein informationnels » : l'exemple des agences de notation

Le besoin d'information résultant de la désintermédiation n'a-t-elle pas généré des « Frankenstein informationnels » qu'il est devenu impossible de contrôler ? La crise financière de 2008 a permis de lever le voile sur certains des travers des activités des agences de notation qu'il semble pertinent d'exposer[47].

Une notation peut être définie comme une évaluation de la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un instrument financier selon un système de classification[48]. Cette évaluation est réalisée selon une méthodologie qui lui est propre et prenant en considération des éléments qualitatifs et quantitatifs. La notation ne procède pas d'une démarche scientifique, mais repose sur des techniques expérimentées, corrigées et perfectionnées progressivement par les agences. Une notation ne peut être qualifiée, du point de vue de son auteur, que d'opinion de l'agence et aucunement d'information susceptible d'être prouvée. Les agences le soulignent de façon constante, telle Fitch indiquant que les notations « *are opinions based on established criteria and methodologies. [They] are not facts, and therefore cannot be described as being "accurate" or*

[47] Nous résumons ici certains des éléments d'une étude précédente (R. Bismuth, « Agences de notation, dette souveraine et liberté d'expression – Quelques réflexions sur la légalité (et l'opportunité) d'un contrôle européen des notations souveraines non sollicitées », *in* G. Dufour & D. Pavot (dir.), *La crise des dettes souveraines et le droit : Approches croisées Canada – Europe*, Montréal, LexisNexis, 2014, pp. 87-111.

[48] Le règlement n°1060/2009 définit une « notation de crédit comme « un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers » (Règlement n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, art. 3(1)(a)).

"inaccurate" »[49]. Cette qualification d'opinion et pas d'information est particulièrement importante, car la diffusion d'une opinion (par exemple une diffusion au marché lorsque l'agence émet une notation non sollicitée par l'émetteur) bénéficie d'une protection spécifique au regard du droit à la liberté d'expression[50].

Ces opinions peuvent avoir une influence particulièrement significative sur les marchés, certains investisseurs (« *rating-based buyers* ») fondant leurs décisions sur les positions des agences de notation (dont on relève qu'elles se présentent sous la forme de notes extrêmement simples à comprendre), et ce, sans nécessairement s'intéresser à l'information résultant des obligations des émetteurs (qui est, quant à elle, complexe et trop détaillée)[51]. Les États ont aussi leur part de responsabilité dans cet état de fait en exigeant un recours aux agences de notation pour les opérations de titrisation et permettant l'utilisation des notations dans le cadre de la régulation prudentielle des institutions financières[52]. Il en a résulté, comme le souligne le rapport Larosière, que les agences jouaient un « rôle central et presque réglementaire »[53] sans pour autant faire l'objet d'un encadrement à la hauteur de leurs responsabilités.

[49] Cf. www.fitchratings.com.

[50] Voir par exemple, *Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc.*, 499 F.3d 520, 529 (6th Cir. 2007) (relevant que « *[a] Moody's credit rating is a predictive opinion, dependent on a subjective and discretionary weighing of complex factors. We find no basis upon which we could conclude that the credit rating itself communicates any provably false factual connotation. Even if we could draw any fact-based inferences from this rating, such inferences could not be proven false because of the inherently subjective nature of Moody's ratings calculation* »).

[51] C. H. Hill, *op. cit.*, note 39, p. 8.

[52] Sur ces aspects, voir R. Bismuth, « La réforme de l'encadrement prudentiel des banques par le Comité de Bâle, reflet des tensions entre les différents espaces de régulation financière », *in* A. Delion, L. Vidal (dir.), *Les réformes des régulations financières – Annales de la Régulation, vol. 3*, Paris, IRJS Éditions, 2013, p. 181.

[53] High-Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report*, 25 février 2009, p. 23, n°66.

L'ensemble de ces éléments a permis de démultiplier l'influence des agences sur les marchés et de conférer une dimension autoréalisatrice aux notations : il suffit en effet à une agence de dire qu'un émetteur est insolvable pour qu'il le devienne ; non parce qu'il est insolvable à l'origine, mais parce que la position de l'agence va générer des prises de décisions individuelles (désinvestissement, retrait des financements, etc.) qui, prises collectivement, peuvent rapidement aggraver sa situation financière. Comme cela a été souligné lors des auditions conduites devant la Chambre des représentants aux États-Unis, « *while the credit ratings [...] are intended to be opinions [...] and of course protected as opinions by the First Amendment, it appears that the treatment of these ratings by market participants is way beyond opinions* »[54]. Appréhendées à l'origine comme des opinions, les notations sont perçues comme des informations sensibles par le marché.

Est-il cependant possible pour les États de réguler ce Frankenstein informationnel qu'ils ont en partie généré ? Le choix de l'UE a par exemple été de s'employer à « désintoxiquer »[55] le marché des agences de notation tout en régulant leurs activités. On peut brièvement évoquer la façon dont les autorités européennes se sont employées à encadrer les notations souveraines non sollicitées (la notation de la dette d'une entité publique sans demande de celle-ci).

Le règlement 462/2013[56] encadre de manière très stricte le calendrier, de même que le moment et la fréquence des notations souveraines non sollicitées, et ce, afin de réduire le

[54] US House of Representatives, *Approaches to Improving Credit Rating Agency Regulation*, Hearing Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services, n°111–33, 19 mai 2009, p. 43.

[55] Sénat, *Rapport d'information fait au nom de la mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation*, n°598, t. 1, 18 juin 2012, p. 68, 77, 84, 86.

[56] Règlement (UE) n°1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *JOUE* L 302 du 17 novembre 2009, p. 1.

risque de volatilité générée par des notations erratiques et imprévisibles[57]. Les agences doivent publier à la fin du mois de décembre de chaque année, un calendrier pour l'année suivante fixant, au maximum, trois dates pour la publication de notations souveraines non sollicitées et des perspectives de notation correspondantes[58]. Ces publications ne peuvent intervenir qu'après la clôture des marchés et au moins une heure avant leur ouverture[59]. Enfin, l'agence doit informer l'entité notée au moins un jour ouvré complet avant la publication de la notation ou des perspectives de notation et cette information « précise les motifs essentiels sur lesquels se fondent la notation de crédit ou les perspectives de notation, afin que l'entité notée ait la possibilité de signaler à l'agence de notation de crédit toute erreur matérielle »[60]. Cette procéduralisation *ex ante* de la production des notations, dont certains aspects peuvent évoquer les droits de la défense, constitue une évolution tout à fait inédite laissant transparaître une reconnaissance du pouvoir de fait que ces agences exercent.

De façon plus surprenante, le règlement interdit aux agences de formuler dans leurs évaluations des recommandations politiques. Il indique en ce sens que si « au moment d'annoncer une notation de crédit, une agence de notation de crédit est tenue d'expliquer dans ses communiqués de presse ou ses rapports les principaux facteurs sous-tendant la notation de crédit, et quoique les politiques nationales puissent servir de facteur sous-tendant une notation souveraine, les notations souveraines ou les perspectives de notation ne contiennent pas de recommandations, de prescriptions ou

[57] Règlement (UE) n°462/2013, préc., préambule, § 42.
[58] Article 8 bis (3) du règlement (UE) n°1060/2009 tel que modifié par le règlement (UE) n°462/2013.
[59] Annexe I, Section D, III(3) du règlement (UE) n°1060/2009 tel que modifié par le règlement (UE) n°462/2013.
[60] Annexe I, Section D, I(3) du règlement (UE) n°1060/2009 tel que modifié par le règlement (UE) n°462/2013.

d'orientations de politique (...) »[61]. Cette obligation, elle aussi inédite, semble en contradiction avec l'impératif de transparence que le règlement impose en dépit de ce qu'indique la disposition en question. Il suffit pour s'en convaincre de consulter les rapports publiés après l'entrée en vigueur du nouveau règlement dans lesquels l'agence indique qu'une croissance en berne résulte d'un marché du travail, mais sans pouvoir dire explicitement qu'il devrait être flexibilisé[62]. En réalité, en devant publier un « rapport de recherche circonstancié expliquant tous les paramètres, hypothèses, limites et incertitudes ainsi que toute autre information dont il a été tenu compte »[63], les agences de notation ne peuvent que formuler indirectement des recommandations politiques.

C'est peut-être ici que surgit une nouvelle interrogation manifestement ignorée des autorités européennes en matière de régulation informationnelle lorsque celles-ci se sont employées à encadrer les activités d'agences de notation dont les États ont en partie sacralisé la parole : est-il possible, afin d'assurer la stabilité du marché, de limiter la liberté d'opinion d'un acteur régulé dès lors que ces opinions sont perçues comme des informations sensibles par le marché ?

[61] Annexe I, Section D, III(3) du règlement (UE) n°1060/2009 tel que modifié par le règlement (UE) n°462/2013.
[62] Ainsi, la dégradation de la note de la dette italienne intervenue en juillet 2013 par Standard & Poor's a été accompagnée d'un rapport indiquant que « *the low growth stems in large part from rigidities in Italy's labor and product markets* », que l'excédent budgétaire primaire « *stems from a budgetary composition that deters growth* », que « *[c]urrent expenditure is disproportionately high compared with capital expenditure* » et que « *tax levels on capital and labor are higher than those on property and consumption* » (Standard & Poor's, *Long-Term Ratings On Italy Lowered To 'BBB' – Outlook Negative (Key Elements Underlying the Credit Rating)*, 9 juillet 2013 (www.standardandpoors.com).
[63] Annexe I, Section D, III(1) du règlement (UE) n°1060/2009 tel que modifié par le règlement (UE) n°462/2013.

Sous la direction de
Gabriel ECKERT et Jean-Philippe KOVAR

LA REGULATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE FACE AUX DEFIS DE L'INFORMATION

De la régulation par l'information à la régulation de l'information

L'Harmattan