AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur : ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite de ce travail expose à des poursuites pénales.

Contact : portail-publi@ut-capitole.fr

LIENS

Code la Propriété Intellectuelle – Articles L. 122-4 et L. 335-1 à L. 335-10
Loi n° 92-597 du 1er juillet 1992, publiée au *Journal Officiel* du 2 juillet 1992

http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg-droi.php
http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm

THÈSE

En vue de l'obtention du

DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE

Délivré par l'Université Toulouse Capitole

École doctorale : **Droit et Science Politique**

Présentée et soutenue par

María EVANS

Le 20 juin 2022

L'évolution de la régulation des marchés financiers : analyse comparée France, États-Unis et Costa Rica

---

Discipline : Droit

Spécialité : Droit Public

Unité de recherche : IEJUC (EA 1919)

Directrice de thèse :

Mme Françoise FRAYSSE, Professeure émérite à l'Université Toulouse 1 Capitole

JURY

Rapporteurs	Mme Amel AOUIJ MRAD, Professeur, Université de Tunis El Manar M. Florian POULET, Professeur à l'Université d'Evry-Val-d'Essonne
Suffragants	M. Mathias AMILHAT, Maitre de conférences HDR, Institut des Études Juridiques de l'Urbanisme, de la Construction et de l'environnement (IEJUC), Université Toulouse 1 Capitole Mme Marie GAUTIER-MELLERAY, Maître des requêtes au Conseil d'État M. Fabrice HOURQUEBIE, Professeur à l'Université de Bordeaux, Dir. du Centre d'Études et de Recherches Comparatives sur les Constitutions, les Libertés et l'État (CERCCLE), SG de l'Association française de droit constitutionnel (AFDC) Mme Céline CHWARTZ-LAIR, HEC Paris, Notaire à Toulouse

« L'université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions particulières de l'auteur. »

À mes parents, à Olivier et Charlotte

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier en primer lieu ma directrice de thèse, Madame la Professeure Françoise FRAYSSE, elle a compris l'intérêt de ma démarche, moi qui arrivais d'un autre continent, et s'est pleinement investie pour me guider pendant toutes ces années de recherche. Je tiens aussi à la remercier pour son soutien inconditionnel, sa bienveillance, son encouragement et ses conseils durant la rédaction de ma thèse.

Je remercie également les membres de mon jury pour l'honneur qu'ils m'ont fait en acceptant de consacrer du temps à lire et à juger ce travail.

Mes remerciements chaleureux s'adressent à mon centre de recherche, l'Institut d'Études Juridiques de l'Urbanisme, de la Construction et de l'environnement, pour m'avoir donné le soutien matériel et personnel durant cette étude. Je remercie également le Centre de Droit Comparé où les échanges autour du droit comparé m'ont aidé à former mon raisonnement. Je remercie mes chers amis doctorants et ceux qui à ce jour sont déjà Docteurs, Maîtres de conférence, Professeurs et Avocats, avec lesquels cette aventure académique a commencé, pour avoir été une source de compréhension et d'affinité dans ce défi intellectuel. Je voudrais remercier aussi mes collègues et amis du Département Langues et Cultures, en particulier Michel, Félix, Sylvie et Charlotte.

Je remercie ma grande famille. Mes parents, Hilda et Enrique pour leur amour et soutien inconditionnel. Je remercie Marianne et Serge pour leur aide, encouragement et relecture. Je remercie Alfonso pour être toujours présent avec ses encouragements et ses bons conseils. Je remercie Sarita pour être toujours là. Une pensée très spéciale à Esteban, Luis Miguel et Loïc mes amis et partenaires dans ce challenge personnel et démarche académique. Je remercie Inès, Sarah, Fred, Suzon, Jon, Clara, Lina, Nicolas D., Flore, Nicolas G., Lucas, Audrey, Pauline, Cinthya, Vanessa, Gidgett, Gaby, Martin et Jesús pour leur grande amitié, ainsi que pour m'avoir accompagnée et soutenue tout au long de ces années. Que les personnes non mentionnées et m'ayant accompagne reçoivent le témoignage de ma gratitude.

Pour finir, Charlotte et bébé pour être l'inspiration de ma vie, mais surtout pour terminer ce travail. À Olivier, mon amour, pour avoir su gérer cette épreuve avec patience et constance. Plus qu'un soutien inconditionnel, un amour inconditionnel.

SOMMAIRE

PREMIÈRE PARTIE. LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : LA DIVERSITÉ DES MODÈLES INSTITUTIONNELS

TITRE I. DES AUTORITÉS DE RÉGULATION CONFORTÉES DANS LEUR STATUT JURIDIQUE

Chapitre I. La nature juridique des autorités de régulation

Chapitre II. L'organisation des autorités de régulation

TITRE II. LES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX ATTRIBUTIONS RENFORCÉES

Chapitre I. Des autorités de régulation aux missions consolidées

Chapitre II. Des autorités de régulation aux pouvoirs accrus

DEUXIÈME PARTIE. LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : UN RENOUVELLEMENT DE MODÈLE

TITRE I. UN MODÈLE DE RÉGULATION ET DE MULTIPLES MODÈLES D'ACTEURS

Chapitre I. La régulation des nouvelles technologies

Chapitre II. Les autorités de régulation et leurs corrélations

TITRE II. DES MODÈLES EN RECHERCHE D'EFFICACITÉ

Chapitre I. Des modèles de régulation : la multiplication de solutions

Chapitre II. Le modèle de régulation : de la simplification a l'adaptation

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
AJDA	Actualité juridique droit administratif
AMF	Autorité des marchés financiers
APA	Administrative Procedure Act
ATS	Alternatives trading systems
CAC	Cotation assistée en continu
Cass. Ass. Plén.	Cour de cassation, Assemblée plénière
Cass. Com.	Cour de Cassation Chambre commerciale
CAT	Consolidated Audit Trail
CDO	Collateralized debt obligation
CEDH	Cour européenne des droits de l'homme
CFPB	Consumer Financial Protection Bureau
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CFR	Code federal of regulations
CIF	Conseillers en investissement financier
CJUE	Cour de justice de l'Union européenne
COB	Commission des opérations de bourse
CONASSIF	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
D.C. Cir. ou D.C. Circuit	United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit
DAO	Decentralized autonomous organization
DEEP	Dispositif d'enregistrement électronique partagé
DLT	Distributed ledger technologie ou technologie des registres distribués
DOT	Designated Order Turnaround
ECN	Electronic communication networks
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval
ESG	Critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance)
FIA	Fonds d'investissement alternatif
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FMI	Fonds monétaire international

FSB	Financial Stability Board
FSOC	Federal Stability Oversight Counsel
G20	Le Groupe des vingt
GAO	Gouvernment Accountability Office
GPIF	Government Pension Investment Fund, Japon
GRI	Global Reporting Initiative
HCSF	Haut Conseil de stabilité financière
HFT	High-frequency trading, négociation automatisée à haute fréquence
ICO	Initial Coin Offering
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISR	Investissement socialement responsable
LTECV	Loi de transition énergétique pour la croissance verte
MIDAS	Market Information Data Analytics System
MMoU	Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information
MOU	Memorandum of understanding
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nat'lAss'n of Mfrs	National Association of Manufacturers
NYSE	New York Stock Exchange
ONGs	Organisations non gouvernementales
Op. Cit.	Opus citatum
PGR	Procuradoría General de la República
PSI	Prestataires des services d'investissement
PUAM	Presses universitaires d'Aix-Marseille
PUF	Presses universitaires de France
RFAP	Revue française d'administration publique
RFDA	Revue française de droit administratif
RIDC	Revue internationale de droit comparé
RIDE	Revue internationale de droit économique
RSC	Revue de science criminelle et de droit pénal comparé
RTD Com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTD Eur.	Revue trimestrielle de Droit européen
SAFIs	Systemically important financial institutions
SDGs	Sustainable Development Goals

SEC	Securities and exchange commission
SROs	Self-regulatory organization, Organisations d'autorégulation
SUGEVAL	Superintendencia general de valores
U.S. Code	United States Code
Vol.	Volume

INTRODUCTION

« … l'exemple de la régulation enseigne plusieurs choses. La première est que l'État, confronté à des défis inédits et des problématiques nouvelles, doit savoir s'adapter… Il témoigne enfin de la nécessité pour l'État, dans toutes ses fonctions, de savoir se remettre en cause » -Bruno Lasserre[1]

1. La régulation des marchés financiers est un sujet d'actualité qui est en constante transformation. Les technologies émergentes, les crises financières et les transformations des marchés remettent en question les modèles de régulation traditionnels, les obligeant à se réformer. Les législateurs et les régulateurs sont toujours en train de modifier les lois et les règles pour faire face aux nouveaux défis et mettre en place un modèle de régulation plus adapté et efficace. La régulation possède un champ très large, il apparaît donc opportun de préciser l'objet de notre étude (Section 1), ainsi que la méthode de la recherche (Section 2), la problématique (Section 3) et le plan adopté (Section 4).

Section 1. L'objet de la recherche

2. L'objet de cette étude est l'évolution de la régulation dans les marchés financiers, mais dans un premier temps il est important d'essayer de définir cette notion (§1) et d'expliquer ainsi les raisons de notre choix (§2).

§1. La régulation

3. L'État « *a subi de profondes transformations tant du point de vue de son organisation que d'un point de vue juridique : sous l'effet de la mondialisation, la souveraineté étatique s'est érodée au profit d'une gouvernance polycentrique faite d'acteurs nouveaux et concurrents, alors qu'en parallèle plusieurs phénomènes sociaux – l'hyper-*

[1] LASSERRE Bruno, L'État régulateur, discours 25 janvier 2019, École nationale d'administration, Strasbourg. En ligne https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/l-etat-regulateur-discours-de-bruno-lasserre-vice-president-du-conseil-d-etat.

individualisme et la fragmentation du corps social – questionnent la légitimité et l'efficacité de l'État à intervenir au nom de l'intérêt général »[2]. Ces changements sociaux et juridiques donnent naissance à une nouvelle forme étatique : l'État régulateur[3] qui dépasse les anciennes formes étatiques et qui utilise de nouvelles techniques. Selon Bruno LASSERRE, l'« *État régulateur est un État transformé dans ses fonctions et modalités d'action, un État qui n'est plus un opérateur direct du jeu économique, mais qui tend, par des méthodes normatives plus souples que la prescription et la contrainte, à inciter et à canaliser les comportements individuels et privés afin d'atteindre un équilibre et de garantir le fonctionnement du système complexe qu'est la société* »[4]. Pour sa part Sophie NICNSKI clarifie qu'il « *ne relève ni de la philosophie libérale, car il assume et revendique sa présence dans le monde économique, ni de la philosophie interventionniste,* [car] *l'efficacité doit être atteinte par la voie la moins invasive possible pour les opérateurs économiques* »[5].

4. En raison de ce changement dans le paradigme étatique, la régulation fait son incursion dans le monde juridique et politique. La régulation est une nouvelle forme d'intervention de l'État dans l'économie[6], elle *« réalise l'une des fonctions de l'État qui est de garantir le fonctionnement optimal du marché* »[7]. Elle fait son incursion dans le droit public à travers le droit public économique[8] qui renvoie « *aux règles gouvernant l'action publique en matière d'économie* »[9]. Ce que la régulation cherche est « *encadrer l'activité des personnes privées* »[10].

---

[2] LASSERRE Bruno, L'État régulateur*,* discours 25 janvier 2019, École nationale d'administration, Strasbourg. En ligne https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/l-etat-regulateur-discours-de-bruno-lasserre-vice-president-du-conseil-d-etat.

[3] Il « *évoque la vision nouvelle de l'État consécutive au déclin de l'État-providence : à un État omniprésent dans la vie sociale aurait succédé un État « modeste », dont la fonction serait avant tout d'assurer la préservation des grands équilibres économiques et sociaux dans un monde où l'incertitude domine ; l'État régulateur romprait ainsi avec l'interventionnisme et le dirigisme qui ont été la marque de l'État-providence, pendant les heures de gloire des Trente Glorieuses* ». CHEVALLIER Jacques, « L'état régulateur », RFAP, vol. 111, no. 3, 2004, p. 473.

[4] LASSERRE Bruno, *op. cit.*

[5] NICINSKI Sophie, *Droit public des affaires,* LGDJ, 2021, p. 45.

[6] BRACONNIER Stéphane, *Droit public de l'économie,* PUF, 2021, p.1.

[7] AOUIJ MRAD Amel, *Droit public de l'économie*, Latrach, 2019, p. 229.

[8] Selon Pierre DELVOLVE « Le droit économique, caractérisé par ses relations particulières avec l'économie » DELVOLVE Pierre, *Droit public de l'économie*, Dalloz, 2021, p.1.

[9] BRACONNIER Stéphane, *op. cit.,* p. 1.

[10] GAUDEMET Yves, *Droit administratif,* LGDJ, 2020, p. 452.

5. Définir la régulation n'est pas une tâche simple, car nous sommes face à une notion polysémique[11], par exemple, en anglais, la notion de régulation peut faire référence également à la réglementation[12]. La notion de régulation est empruntée aux sciences exactes[13]. Selon le Conseil d'État, la régulation « *désigne en fait les formes diverses d'intervention par lesquelles l'État garantit « pour le présent et pour l'avenir, le projet social, économique et culturel dont une communauté humaine s'est dotée », tout en déléguant au maximum les tâches opérationnelles à d'autres acteurs* »[14].

6. La doctrine a elle aussi donné une définition de cette notion. Pour Jacques CHEVALLIER, « *la régulation est devenue un de ces mots passe-partout, "omnibus", un de ces "gadgets" par lesquels passe le discours politique ; son contenu conceptuel devient de plus en plus vague, imprécis, incertain alors même que se développe son utilisation* »[15]. D'autres auteurs, comme Jean-Louis AUTIN ont considéré la régulation comme une notion polysémique[16]. Cependant, les essais pour éclaircir cette notion finissent par donner de multiples définitions. Gérard TIMSIT a développé l'existence de trois conceptions de la régulation : a) comme moyen de pallier les déficiences de hiérarchie ; b) comme moyen de pallier les défaillances de marché et c) comme moyen de pallier un déficit de légitimité [17]. Dans cette même démarche, Bertrand DU MARAIS a soutenu qu'il y a des acceptions dans le domaine scientifique et technique[18], dans des termes de politique économique et une acception plus générale qui est définie par la sociologie politique[19]. Certains auteurs comme Gérard MARCOU définissent la régulation comme « *une fonction de la puissance publique qui tend à établir un compromis entre des objectifs et des valeurs économiques et non*

---

[11] AUBY Jean-Bernard, « Régulations et droit administratif », Mélanges offerts à Gérard Timsit, Bruylant, 2005, p. 209, FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Définition du droit de la régulation économique » in FRISON-ROCHE Marie-Anne, *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p.7.

[12]ZILLER Jacques, « La régulation comme prévention des crises », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, Les risques de régulation, Presses de Science Po et Dalloz, 2005, p. 51 et BAZEX Michel et DU MARAIS Bertrand, « Introduction », in BAZEX Michel, ECKERT Gabriel, LANNEAU Régis, LE BERRE Christophe, DU MARAIS Bertrand et SEE Arnaud, *Dictionnaire des régulations*, Lexisnexis, 2016, p. 2.

[13] « *Cette notion convient bien à la description d'un système global et de la fonction qui maintient et reproduit l'ordre de ce système* » MARCOU Gérard, « La notion juridique de régulation », AJDA, 2006, p. 347.

[14] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 200, p. 279.

[15] CHEVALLIER Jacques, « De quelques usages du concept de régulation », in MIAILLE Michel, *La régulation entre droit et politique*, L'Harmattan, 1995, p. 73.

[16] AUTIN Jean-Louis, « Réflexion sur l'usage de la régulation en Droit public », in MIAILLE Michel, *La régulation entre droit et politique*, L'Harmattan, 1995, p. 47.

[17] TIMSIT Gérard, « La régulation. La notion et le phénomène », RFAP, n° 109, 2004, p. 5.

[18] L'« *ensemble des mécanismes permettant le maintien de la constance d'une fonction* », DU MARAIS Bertrand, *Droit public de la régulation économique,* Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p. 483.

[19] Le terme de régulation « *regroupe l'ensemble des règles et des institutions qui permettent la vie en société* » DU MARAIS Bertrand, *op. cit.*, p. 484.

économiques, pouvant être antinomiques, dans le cadre d'un marché concurrentiel »[20], dans ce sens Laurence CALANDRI définit la régulation comme « *une fonction, une activité* »[21], car il s'agit d'une « *« notion fonctionnelle » au service du phénomène juridique* »[22]. Des travaux de recherche récents ont aussi qualifié la régulation d'institution juridique[23].

7. Pour cette recherche nous nous intéressons à la régulation en tant que fonction à vocation économique[24], puisqu'il s'agit de réguler les marchés et de mettre en place la concurrence, alors nous retenons la définition de régulation vue « *comme moyen de pallier les défaillances du marché* »[25] et pour cela elle a à sa disposition des objectifs et des modalités spécifiques d'intervention[26]. Bien que la régulation ne soit pas un objet d'étude nouveau, le contexte mondial fait qu'elle est toujours importante et toujours d'actualité. Cela explique sa constante évolution.

8. L'intervention de la régulation dans l'économie est très vaste et il faudra, en conséquence, centrer l'analyse sur la régulation des marchés financiers. Nous trouvons que dans ce domaine les crises économiques et financières sont toujours présentes et la régulation est fondamentale dans ces périodes. En règle générale quand nous sommes face à une crise, cela conduit « *à une réforme de la régulation* »[27], car la « *nécessité de la régulation est renforcée en cas de crise* »[28]. La régulation financière peut être considérée comme un mode de régulation transversale qui encadre des conduites et est applicable indifféremment à l'ensemble des secteurs d'activités[29], car elle agit pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des investisseurs.

[20] MARCOU Gérard, « La notion juridique de régulation », AJDA, 2006, p. 350.
[21] CALANDRI Laurence, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2008, p. 672.
[22] *Ibidem*, p. 671.
[23] RAMBAUD Romain, *L'institution juridique de régulation. Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, L'Harmattan, 2012, p. 45.
[24] RAMBAUD Romain, *op. cit.*, p. 27.
[25] TIMSIT Gérard, « La régulation. La notion et le phénomène », RFAP, nº 109, 2004, p.8.
[26] NICINSKI Sophie, *Droit public des affaires,* LGDJ, 2021, p.25.
[27] CAZENAVE Thomas et POUYET Jérôme, « Crise de régulation », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, Les risques de régulation, Presses de Science Po et Dalloz, 2005, p. 1.
[28] *Ibidem*.
[29] COLSON Jean-Philippe et IDOUX Pascale, *Droit Public Économique,* LGDJ, 2018, p. 535.

§2 La régulation des marchés financiers

9. La régulation financière « *est rendue nécessaire par le fait que les opérations financières étant les contreparties de toutes les opérations réelles de production et de distribution, une rupture des chaînes financières entraîne une rupture des chaînes réelles* »[30]. Elle consiste en « *un ensemble de règles, de pratiques et d'encadrement des activités financières dont les objectifs prioritaires sont le bon fonctionnement du marché (transparence et intégrité), la protection de l'épargnant, la stabilité du système financier* »[31]. L'efficacité du secteur financier dépend en partie de la qualité de sa régulation[32], elle exerce une grande influence dans le bon fonctionnement du marché.

10. La régulation financière n'est pas seulement encadrée par le droit public économique et le droit administratif. Le droit financier joue lui aussi un rôle essentiel dans son encadrement. Le droit financier « *se rattache également au droit économique que regroupe les règles… conçues pour donner à l'administration un pouvoir d'action sur une économie … libéral…* »[33], car elle est dans une position de pouvoir et son objectif est « *orienter, soutenir, contraindre, protéger ou encore modeler les opérateurs économiques agissant sur le marché* »[34]. Ainsi nous sommes devant un domaine où le droit public et le droit privé se rencontrent et collaborent pour maintenir la stabilité du marché.

11. La finance est globalisée. Elle peut être définie comme « *un processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire* »[35]. Ce phénomène s'est accentué avec la « *financiarisation de l'économie* »[36] dans ses différents volets : « *appel aux marchés de capitaux – actions ou obligations – eux-mêmes en compétition dans des continents ou des pays différents, adoption d'objectifs de rentabilité purement financière pesant sur la gestion, utilisation d'instruments financiers complexes pour couvrir ou répartir*

[30] SAINT-ÉTIENNE Christian, « La finance est vitale à condition d'être bien régulée », in COEURE Benoît (dir.), *Le monde a-t-il encore besoin de la finance ?,* PUF, 2010, p. 27.
[31] La régulation des marchés financiers. La finance pour tous. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/regulation/regulation-definition-et-enjeux/.
[32] SAINT-ÉTIENNE Christian, *op.cit.,* p. 33.
[33] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 49.
[34] NICINSKI Sophie, *Droit public des affaires,* LGDJ, 2021, p. 25.
[35] PLIHON Dominique, « La globalisation financière », BENASSY-QUERE Agnès (dir.), *Les enjeux de la mondialisation. Les grandes questions économiques et sociales III.* La Découverte, 2019, p. 23.
[36] RAMEIX Gérard, « Globalisation et compétition réglementaire », Revue d'économie financière, n° 129, 2018, p. 19.

des risques, optimisation de la localisation des opérations pour réduire la charge fiscale imposée par les autorités nationales »[37]. La globalisation[38] financière a permis une croissance très forte de l'économie mondiale[39], laquelle a été aussi favorisée par l'« *échec de Bretton Woods et la libéralisation subséquente de l'économie monétaire internationale… qui fut renforcée par la libéralisation financière dès 1980-1990* »[40]. Ce phénomène a favorisé une déréglementation[41] des marchés financiers et une autorégulation[42] qui était encouragée par le Président de la *Federal Reserve* de l'époque, Alan Greenspan. Celui-ci a affirmé que « *la discipline de marché, la surveillance des contreparties et l'auto-régulation étaient des meilleurs garants de la stabilité financière qu'un encadrement prudentiel rigoureux doublé d'une surveillance vigilante des autorités* »[43]. Malgré la globalisation des marchés financiers, ce sont toujours les États qui au niveau national mettent en place la régulation des marchés financiers alors qu'elle n'est pas tout à fait la même dans tous les pays. Il existe cependant des tendances ou standards dictés par des organisations internationales, comme le G20 et le Comité de Bâle, même s'ils ne sont pas partout adoptés avec la même rigueur.

12. La régulation «*juridique passe, dans les sociétés contemporaines, par l'intervention d'acteurs multiples* »[44], par des structures transversales[45], qui ne sont pas ordonnées par le principe hiérarchique[46]. Ces structures sont les autorités de régulation. La notion d'autorités de régulation est expliquée par la doctrine comme *« les autorités indépendantes dans le secteur économique. L'expression est utilisée comme une sorte de label*

[37] RAMEIX Gérard, « Globalisation et compétition réglementaire », Revue d'économie financière, n° 129, 2018, p. 19.
[38] Il s'agit de la tendance des entreprises multinationales à concevoir des stratégies à l'échelle planétaire, conduisant à la mise en place d'un marché mondial unifié. Dictionnaire Larousse. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/globalisation/37156. Il est un synonyme de mondialisation qui est l'élargissement du champ d'activité des agents économiques (entreprises, banques, Bourses) du cadre national à la dimension mondiale. Dictionnaire Larousse. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/mondialisation/52183.
[39] BRENDER Anton, « Faut-il renoncer à la globalisation financière ? », in COEURE Benoît (dir.), *Le monde a-t-il encore besoin de la finance ?,* PUF, 2010, p. 68.
[40] SÈVE Margot, *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, Bruxelles, 2013, p. 55. Voir aussi BASTIDON GILLES Cécile, BRASSEUL Jacques, et GILLES Philippe, *Histoire de la globalisation financière. Essor, crises et perspectives des marchés financiers internationaux*, Armand Colin, 2010, p. 5.
[41] C'est la suppression progressive de règles, fixées par les pouvoirs publics, qui encadrent l'activité des secteurs économiques. Dictionnaire Larousse. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/déréglementation/24002.
[42] L'« *autorégulation désigne un système apte à définir ses équilibres par ses seules forces ou, s'il y a un dysfonctionnement en son sein, de les rétablir également par ses seules forces* » FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Autorégulation », 2015. En ligne https://mafr.fr/fr/article/autoregulation/.
[43] BRENDER Anton*, op. cit*., p. 69.
[44] CHEVALLIER Jacques, *L'État post-moderne,* LGDJ, 2017, p. 157. Voir aussi BRACONNIER Stéphane, *Droit public de l'économie,* PUF, 2021, p. 137.
[45] CHEVALLIER Jacques, *L'État post-moderne,* LGDJ, 2017, p. 107.
[46] CHEVALLIER Jacques, *op. cit.*, p. 157.

pour désigner ces autorités »[47]. Ces autorités « *participent en fait d'un vaste mouvement, général aux grands pays démocratiques… un nouveau mode de répartition et d'exercice du pouvoir d'état, notamment dans les domaines sensibles* »[48]. La notion d'autorités de régulation inclut les autorités administratives indépendantes et les autorités publiques indépendantes qui sont différentes, mais qui agissent dans le domaine de la régulation économique.

13. Ces autorités réalisent la régulation au niveau national par une délégation que donne l'État[49]. Et cela a « *entraîné une modification de l'architecture étatique traduite par la mise en place d'autorités indépendantes* »[50]. Ces autorités sont chargées de la régulation de différents domaines où l'État ne va pas intervenir directement, il détient un « *rôle de gardien et de garant du marché* »[51]. Ainsi « *l'État ne se pose donc plus en acteur, mais en arbitre du jeu économique, en se bornant à poser des règles aux opérateurs et en s'efforçant d'harmoniser leurs actions* »[52] à travers des autorités de régulation. Dans notre cas spécifique, il s'agit des autorités de régulation financière, leur étude devient alors indispensable. Il portera sur trois institutions de régulation depuis une perspective comparatiste : la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis, l'Autorité de marchés financiers (AMF) en France et la *Superintendencia General de Valores* (SUGEVAL) au Costa Rica.

14. La genèse des autorités de régulation se situe après la crise de 1929 aux États-Unis. Le Congrès a opté pour une réglementation boursière et la création d'une agence indépendante des pouvoirs législatifs et exécutifs, la SEC, à travers la *Securities Act* de 1933 et l'*Exchange Act* 1934[53]. Selon Pierre-Henri CONAC, l'intervention de la SEC a donné lieu à une forme juridique innovante. Cette régulation financière consiste à assurer, de manière neutre, l'encadrement par le droit d'une activité afin de veiller à son bon fonctionnement et à la développer. Ainsi, elle « *constitue une forme verticale de séparation des pouvoirs, car*

[47] PERROUD Thomas, *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France*, Dalloz, 2013, p. 63. Voir aussi LINOTTE Didier, PIETTE Dorian et ROMI Raphaël, *Droit public économique,* LGDJ, 2018, p.161.
[48] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 257.
[49] GAUDEMET Yves, « Introduction », RFAP, n° 109, 2004, p.15.
[50] CHEVALLIER Jacques, « L'état régulateur », RFAP, vol. 111, n° 3, 2004, p. 479.
[51] NICINSKI Sophie, *Droit public des affaires,* LGDJ, 2021, p. 85.
[52] CHEVALLIER Jacques, *Science administrative,* PUF, 2019, p. 223.
[53] « *Au lendemain du krach boursier de 1929, vingt millions d'investisseurs individuels constatent du jour au lendemain que la moitié de leurs titres sont dorénavant sans valeur. En réaction, le gouvernement fédéral décide de créer la Securities and Exchange Commission en 1934, pour restaurer la confiance dans les marchés de capitaux, contraindre les entreprises à davantage de transparence, limiter les risques encourus par les acteurs du marché, veiller à la production et à la bonne application des normes comptables para les sociétés cotées* » VALETTE Jean-Paul, *Régulation des marchés financiers,* Ellipses Éditions, 2013, p. 73.

l'État n'intervient pas directement dans le secteur qui est soumis à une régulation, mais use d'un filtre »[54].

15. Ce modèle de régulation administrative est adopté par différents pays après la Seconde Guerre mondiale, et la SEC, avec son mode de fonctionnement a influencé d'autres autorités de régulation, tout particulièrement en France[55]. Le législateur français a créé la Commission des opérations de bourse (COB) en 1967, le prédécesseur de l'AMF[56]. Cette dernière est née de la fusion de la COB et du Conseil des marchés financiers (CMF) en 2003[57] dans le but de rendre plus efficace la régulation des marchés face aux exigences européennes[58].

16. En revanche, au Costa Rica, le marché financier s'est développé tardivement. Dans les années quatre-vingt-dix, la loi sur le marché financier a été promulguée et a ouvert la possibilité à différentes entreprises d'être cotées en bourse[59]. De plus, l'ouverture à la concurrence du monopole bancaire a permis aux autres intermédiaires de participer au marché. Mais il a peu évolué, conservant une taille réduite, où l'État est l'intervenant le plus important. Le marché financier costaricien est très récent, il a émergé dans les années quatre-vingt, avec une réglementation faible[60]. Après la crise financière de 1987, il a été nécessaire de mettre en marche une nouvelle réglementation, la première *Ley Reguladora del Mercado de Valores* est adoptée en 1990. Elle a créé la *Comision Nacional de Valores* (CNV) qui a été influencée par une tendance à l'autorégulation[61]. L'évolution du marché a rendu indispensable une réforme de la législation. De fait, en 1998 la nouvelle *Ley Reguladora del Mercado de Valores* est promulguée. De cette loi est née la SUGEVAL, qui devient l'autorité régulatrice du marché. C'est une autorité autonome assujettie aux directives du gouvernement, à la

[54] CONAC Pierre-Henri, *La Régulation des Marchés Boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, LGDJ, 2002, p.23.
[55] DU MARAIS Bertrand, *Droit public de la régulation économique*, Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p. 493.
[56] « *La Securities and Exchange Commission (SEC), créée en 1934 par le gouvernement du New Deal pour assurer la police des marchés financiers, a ainsi directement inspiré la création du premier régulateur indépendant instauré dans le paysage institutionnel français : la COB* » DU MARAIS Bertrand, *op. cit*, 2004, p. 493.
[57] DAIGRE, Jean-Jacques « La création de l'autorité des marchés financiers », Revue des sociétés, 2004, p. 823.
[58] Art. 11 de la Directive 2003-6 CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).
[59] CIJUL, Bolsa de Comercio, informe de investigación. En ligne https://cijulenlinea.ucr.ac.cr/?submit=Buscar&s=bolsa+de+comercio+.
[60] Ley de Regulación de la Publicidad de la Oferta Pública de Valores.
[61] RODRIGUEZ HERRERA Adolfo, «Un mercado en desarrollo: La nueva ley de valores», Sugeval, 1998, p. 20.

différence des autres autorités de régulation étudiées qui sont indépendantes du gouvernement. Elle est chargée de la surveillance et du contrôle du marché.

17. Ces autorités, leurs structures, leurs missions, leurs pouvoirs, leurs relations et leurs réformes seront analysés dans cette étude, particulièrement au regard de la crise financière de 2007/2008. La crise a « *son origine dans la bulle immobilière américaine et le marché des crédits hypothécaires risqués (crédits subprimes), cette crise toucha ensuite les institutions financières américaines, puis les européennes et les asiatiques, puis les marchés boursiers, aucun compartiment du marché financier international n'y échappant, avant d'avoir des conséquences sur les économies réelles de la planète* »[62]. La régulation réalisée par les autorités de régulation a été mise en cause[63], surtout aux États-Unis où elles ont accepté une sorte d'auto-gestion des risques et des produits complexes par les institutions financières[64]. La mondialisation de la finance a également joué un rôle important dans la propagation de la crise et a renforcé ce questionnement sur la régulation des marchés financiers dans ses deux composantes : la réglementation et la supervision[65]. Il est possible d'identifier d'autres aspects qui ont contribué à la crise comme la politique économique qui a consisté à laisser faire, sous la forme d'une déréglementation dans un contexte de croissance de l'innovation financière[66]. Comme l'a exprimé Jean TIROLE « *la crise financière de 2008 a reflété aussi une crise de l'État, peu enclin à accomplir son travail de régulateur* »[67]. Cette crise majeure, la plus importante après la crise financière de 1929 et qui avait donné lieu à une régulation étatique, nous a montré les défaillances de l'État et de ses institutions. Les régulateurs financiers ont été complaisants avec les opérateurs et ont oublié en partie leur devoir de protection des investisseurs et de leur épargne.

18. Les crises financières donnent l'opportunité d'adapter le marché par de nouvelles modalités de contrôle et de surveillance afin de prévenir le risque d'une autre crise. Les

[62] ESPOSITO Marie-Claude, « La véritable histoire de la crise financière 2008 – », Outre-Terre, vol. 37, no. 3, 2013, p. 127.
[63] ARUP Christopher, « The Global Financial Crisis: Learning from Regulatory and Governance Studies», Law & Policy, vol. 32, n° 3, 2010, p. 366.
[64] *Ibidem.*
[65] COLIN Frédéric, *Droit public économique*, Gualino-Lextenso éditions, 2017, p. 43 et DE LAROSIÈRE Jacques, Rapport, Groupe de travail sur la supervision financière dans l'Union européenne, 25 février 2009, p.12.
[66] CASSOU Pierre-Henri, « Quel champ pour la régulation bancaire et financière ? », REF, no. 101, mars 2011, p. 20. « *La crise actuelle s'explique par de multiples causes qui, en se cumulant, ont permis l'émergence et la propagation d'un choc économique sans précédent. Alors que l'innovation financière et la dérégulation des marchés nationaux ont sensiblement accru l'opacité ainsi que la complexité des produits financiers, les régulateurs nationaux et internationaux n'ont pas su répondre efficacement à ces nouveaux enjeux* » TERTRAIS Laure, « La régulation et la crise financière : le rôle de l'Autorité des marchés financiers », RFDA, 2010, p. 741.
[67] TIROLE Jean, *Économie du bien commun*, PUF, 2018, p. 468.

conséquences de la crise sur le système financier mondial ont aidé à revenir sur l'idée de la régulation des marchés, mais surtout sur le rôle des autorités de régulation. Les pays étudiés ont mis en place de nouvelles réglementations visant à protéger le marché des effets de la crise, en améliorant les conditions actuelles, tout en prévenant les possibilités d'une nouvelle crise.

19. Les réformes effectuées dans les trois pays ont été inspirées par le G20, qui a pris en charge la création d'une nouvelle gouvernance financière. Il a établi cinq principes communs : renforcer la transparence et la responsabilité, favoriser une régulation saine, promouvoir l'intégrité des marchés financiers, renforcer la coopération internationale et réformer les institutions financières internationales[68] . En outre, le Comité de Bâle a émis l'accord Bâle 3 qui renforce les standards appliqués[69] aux systèmes financiers avec une réglementation plus stricte, portant sur des pourcentages de fonds propres plus élevés, ainsi que sur des ratios de liquidités plus élevés.

20. Les États-Unis ont entrepris une réforme colossale avec la *Dood-Frank Wall Street Reform and Consumers Protection Act* de 2010, qui a pour mission de traduire en droit américain les accords qui ont été pris par le G20. Elle a créé un bureau pour la protection des investisseurs en prenant des mesures pour éviter qu'une entreprise financière devienne « *too big to fail* », c'est-à-dire trop grosse pour faire faillite. La loi a imposé des exigences de fonds propres et un régime de liquidation des entreprises (*Orderly Liquidation Authority, OLA*) pour éviter leur sauvetage dans la même mesure qui a été assuré pendant la crise[70]. À l'instar de la *Dodd-Frank Act*, la loi de régulation bancaire et financière n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 a été la réponse française à la crise et aux accords du G20. Elle a créé un Conseil de régulation financière et du risque systémique et elle a élargi les pouvoirs de l'AMF tout en

---

[68] COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud et ROBINE David, *Droit financier,* Dalloz, 2019, p. 1487.

[69] Bâle III constitue la troisième série d'accords établis par le Comité de Bâle, après ceux dits de Bâle I et de Bâle II. Ces accords ont été pris en réponse à la crise des subprimes qui a pointé la fragilité des banques. Ils ont établi trois standards : 1-Ratio de solvabilité bancaire, 2-L'introduction d'un ratio d'effet de levier et 3- La gestion du risque de liquidité. La finance pour tous, Bâle III, 2019. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/comite-de-bale/bale-iii/

[70] L'objectif est de limiter les dégâts causés dans le cas où une institution d'importance systémique fait faillite. Le Titre II de la *Dodd-Frank Act* permet au secrétaire au Trésor, en consultation avec le président, de nommer la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) comme administrateur judiciaire d'une entreprise financière en grande difficulté. La FDIC assume une large autorité statutaire pour liquider et vendre la société immédiatement ou transférer ses actifs à une nouvelle société relais. SKEEL David A., «The new financial deal: Understanding the Dodd Frank Act and its (Unintended) consequences, Institute for Law and Economics», University of Pennsylvania, 2010, p. 8. Voir aussi 12 U.S. Code § 5383.

fixant aussi un régime de responsabilité des agences de notation[71]. Au Costa Rica, la volonté de réforme n'a pas été de la même ampleur que pour les autres pays étudiés. Mais elle a mis en place une législation pour la protection des investisseurs, des codes d'éthique et la responsabilité des personnes morales dans le cas d'abus de marché[72].

Section 2. La méthode de la recherche

21. Une étude comme celle-ci doit être dotée d'une méthode et d'une forme raisonnée pour parvenir à une démonstration. Dans notre cas nous avons adopté une démarche comparative des autorités de régulation de trois pays (§1) et nous expliquons les raisons qui ont motivé ce choix (§2).

§1. Une approche comparée

22. La méthode « *c'est la façon de voir, de comprendre, et surtout d'expliquer* »[73] un problème ou une situation. Il est donc fondamental de préciser la portée scientifique d'une étude puisque la méthode est présente « [d] *ans toutes les disciplines sociales, les problèmes les plus complexes sont les problèmes de méthode* »[74]. Cette recherche propose une étude qui s'inspire des méthodes de droit comparé qui est « *la comparaison de plusieurs droits* »[75]. Aussi la comparaison « *requiert plus d'un élément…* [elle] *doit impliquer leur différence* »[76]. En conséquence la compréhension des mutations du droit contemporain, de la globalisation du droit et de l'interpénétration des ordres juridiques peut être réalisée dans des conditions privilégiées par la comparaison[77].

---

[71] RONTCHEVSKY Nicolas et STORCK Michel, « Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », RTD Com., 2011, p. 141.
[72] Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos et Código de Ética para los directores de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, miembros del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, Gerente, Subgerente, Superintendentes e Intendentes y personal del Banco Central de Costa Rica y sus órganos de desconcentración máxima.
[73] MIRKINE-GUÉTZÉVITCH Boris, « Les méthodes d'étude du droit constitutionnel comparé », RIDC, vol. 1 n° 4, 1949, p. 397.
[74] *Ibidem.*
[75] RIVERO Jean, « Le droit administratif en droit comparé : rapport final », RIDC, n° 4, 1989, p. 925.
[76] LEGRAND Pierre, *Le droit comparé*, PUF, 2015, p. 95.
[77] AUBY Jean-Bernard, *La globalisation, le droit et l'État*, LGDJ, 2020, p. 145. « *La « globalisation » du droit ainsi que l'interpénétration progressive des ordres juridiques, renforcée par l'avancée des ordres juridiques supranationaux semble ici donner toute sa légitimité à cette nouvelle démarche* » PFERSMANN Otto. « Le droit comparé comme interprétation et comme théorie du droit », RIDC, vol. 53, n°2, 2001, p. 275.

23. Le « *droit comparé fait toujours l'objet de controverses aussi bien quant à sa méthodologie, son rôle qu'à sa place dans le cursus académique* »[78].Comme l'a indiqué Uwe KISCHEL « *on peut avoir l'impression qu'il est extrêmement difficile, voire impossible de faire du droit comparé, de travailler sur le droit étranger et, surtout de le comprendre* »[79]. Mais comme l'a exprimé Pierre LEGRAND, la *« comparaison se constitue dans l'errance, à la fois en route et par erreur. Elle relève du non-savoir, de l'hypothèse* »[80]. Quand il s'agit de comparer des institutions de droit administratif, pour certains auteurs, nous comparons « *l'incomparable* »[81,] car en droit administratif il existe « *une diversité de conceptions, de règles et d'institutions* »[82]. Il nous semble qu'il n'existe « *pas une méthode du droit comparé, mais des méthodes de droit comparé* »[83], entre autres la méthode descriptive et l'approche évolutionniste, la méthode conceptuelle, la méthode fonctionnelle, la méthode factuelle et l'approche contextualisée ou culturelle[84], ainsi que dernièrement la macro-comparaison et la micro-comparaison[85]. Nous utilisons ici une approche comparée ou une démarche comparative dans l'analyse de la régulation financière et des autorités de régulation qui ne s'inscrit pas dans une école de pensée particulière.

24. La diversité des méthodes de droit comparé permet de « *décrire les structures de n'importe quel système juridique à l'aide de concepts généraux présentant la finesse nécessaire et suffisante* »[86]. En ce sens, Pierre LEGRAND a signalé que « *la comparaison, dans sa démarche même, doit se donner pour ambition de faire ressortir le divers dans le*

---

[78] PONTHOREAU Marie-Claire, « Le droit comparé en question(s). Entre pragmatisme et outil épistémologique », RIDC, vol. 57, n°1, 2005, p. 9.
[79] KISCHEL Uwe, « La méthode en droit comparé. L'approche contextuelle », RIDC, n°4, 2016, p. 908.
[80] LEGRAND Pierre, *Le droit comparé*, PUF, 2015, p. 120.
[81] HAUT François, « Réflexion sur la méthode comparative appliquée au droit administratif », RIDC, vol. 41-4, 1989, p. 907.
[82] *Ibidem.*
[83] JALUZOT Béatrice, « Méthodologie du droit comparé : bilan et prospective », RIDC, vol. 57, 2005, p. 44. « *La comparaison des droits suppose au contraire plusieurs méthodes. Si on opte pour une pluralité des approches, le droit comparé ne sert plus un discours (celui de l'unification du droit ou bien de l'américanisation du droit ou bien encore celui du relativisme culturel), mais il est un instrument, parmi d'autres, pour une compréhension critique du droit* » PONTHOREAU Marie-Claire, « Le droit comparé en question(s). Entre pragmatisme et outil épistémologique », RIDC, vol. 57, n°1, 2005, p. 23.
[84] JALUZOT Béatrice, *op. cit.*, p. 38 et ss.
[85] « *Il semble impossible de considérer de la même manière la méthode appliquée pour la « micro comparaison » et celle appliquée pour la « macro comparaison » …Cependant, la macro comparaison a pour objectif la taxonomie des systèmes juridiques, elle permet ainsi au micro comparatiste de se situer. Il lui faut donc un certain nombre d'outils permettant la classification des systèmes et ceux-ci sont largement inutiles en matière de micro comparaison. À l'inverse, la micro comparaison, qui poursuit la comparaison entre deux institutions juridiques ou encore la comparaison des solutions apportées à un même problème, a donné naissance à différentes méthodes qui sont elles aussi peu transposables en matière de macro comparaison* » JALUZOT Béatrice, *op. cit.,* p. 46.
[86] PFERSMANN Otto, « Le droit comparé comme interprétation et comme théorie du droit », RIDC, vol. 53, n°2, 2001, p. 286.

droit et de justifier ce divers […] La conscience de l'altérité figurera ainsi au premier plan dans toute théorie et dans toute pratique de la comparaison »[87]**.** Le droit comparé sert à découvrir l'essence de la matière juridique, c'est ainsi que le droit comparé rejoint la théorie du droit[88]. En droit comparé « *il faut classer un phénomène juridique dans le tout* »[89], par conséquent, l'analyse des similitudes dans les modèles de régulation permet de faire ressortir des caractéristiques communes pour proposer un modèle plus efficace de régulation.

25. Dans le cas des autorités de régulation, « *la globalisation juridique [crée] un besoin de droit comparé* »[90], car dans *« l'univers de la globalisation… l'exercice comparatiste acquiert une dimension d'opérationnalité… Les autres systèmes juridiques ne sont plus seulement des modèles envisageables… Ils sont des partenaires et des concurrents à la fois…* » [91], c'est ainsi que les autres systèmes peuvent inspirer des solutions, mais aussi permettre une collaboration dans la création de solutions. C'est pourquoi l'approche comparée permet de déterminer les inspirations anglo-saxonnes dans la création de régulateurs, mais aussi de mettre en évidence les solutions que les organisations internationales proposent en réponse aux défis qu'elles affrontent. Cette approche comparative « *peut intervenir comme véritable outil d'évaluation de la nécessité* »[92]conduisant à la conclusion que les régulateurs partagent les mêmes besoins « *d'efficacité, de souplesse pour faire face aux interventions grandissantes et d'indépendance vis-à-vis de l'État* »[93].

§2 Le choix des pays

26. Les systèmes juridiques ont pour objectif de réguler et d'harmoniser l'activité humaine au sein de leurs sociétés respectives, « *un droit s'inscrit inéluctablement en une culture juridique… en une tradition juridique* »[94] . Dans chaque société, le système juridique

[87]L EGRAND Pierre, *Le droit comparé*, PUF, 2015, p. 98 et 99.
[88] PFERSMANN Otto, « Le droit comparé comme interprétation et comme théorie du droit », RIDC, vol. 53, n° 2, 2001, p. 275.
[89] KISCHEL Uwe, « La méthode en droit comparé. L'approche contextuelle », RIDC, n°4, 2016, p. 917.
[90] AUBY Jean-Bernard, *La globalisation, le droit et l'État*, LGDJ, 2020, p.144.
[91] *Ibidem,* p. 146.
[92] ROBERT Véronique, et USUNIER Laurence, « Conclusion. Du bon usage du droit comparé », in DELMAS-MARTY Mireille (dir.), *Critique de l'intégration normative. L'apport du droit comparé à l'harmonisation des droits*, PUF, 2004, p. 229.
[93] LE MESTRE Marie-Ange, « L'argument de droit comparé et les autorités administratives indépendantes » in Fabrice MELLERAY (dir.), *L'argument de droit comparé en droit administratif français*, Bruxelles, Bruylant, 2007, p.141.
[94] LEGRAND Pierre, *op. cit.*, p. 5.

fait partie de la culture et de la civilisation ainsi que de l'histoire et de la vie de son peuple[95]. Dans cette étude nous avons sélectionné trois pays : les États-Unis, la France et le Costa Rica.

27. Le premier pays, les États-Unis, appartient à la tradition juridique de *Common law* qui a évolué dans la mesure où ce n'est plus un système dans lequel seul le juge « *fait la règle de droit* »[96]. Maintenant une partie importante des règles juridiques sont étudiées par les parlements, même si les juges gardent toujours un rôle privilégié, car ils « *ont recours à des interprétations parfois très larges et très libres des dispositions législatives* »[97]. Les deux autres pays, la France et le Costa Rica font partie de la tradition juridique continentale. Pour ce système juridique, une évolution s'est aussi opérée. Bien que la codification soit toujours un enjeu privilégié, le juge a su trouver sa place, notamment en droit administratif. Le rapprochement entre *Common law* et la tradition romaniste est palpable dans la mesure où leurs systèmes juridiques ont quitté les extrêmes qui les opposaient et sont allés vers un point intermédiaire[98]. Ceci bien que dans un système la jurisprudence exerce encore une influence majeure et que dans l'autre système c'est la codification des normes qui l'emporte[99].

28. C'est ainsi que nous pouvons affirmer que l'« *actualité jurisprudentielle et législative est désormais riche d'évolutions plus ou moins directement inspirées par des expériences étrangères* »[100]. Malgré les distinctions entre les systèmes, ceux-ci peuvent emprunter et introduire quelques figures ou notions juridiques appartenant à l'autre système[101]. Ainsi, « *la rencontre des grandes traditions juridiques peuvent résulter, selon un ordre croissant de rapprochements, des coordinations, des harmonisations et des unifications* »[102]. Souligner les différences entre les systèmes juridiques comparés ne signifie pourtant pas renoncer à signaler les aspects que ces systèmes partagent.

29. Il convient d'insister sur l'influence des *independent agencies* dans la création et le développement des autorités de régulation dans un monde de plus en plus globalisé. C'est

[95]DAINOW Joseph, « The Civil Law and the Common Law: Some Points of Comparison», American Journal of Comparative Law, vol. 15, n° 3, 1967, p. 419.
[96] ROSENFELD Michel, « Rapprochements et divergences persistantes des systèmes juridiques de Civil Law et de Common Law », Annuaire international de justice constitutionnelle, vol. 24-2008, 2009, p. 34.
[97] *Ibidem.*
[98] Vers une globalisation du droit. AUBY Jean-Bernard, *La globalisation, le droit et l'État,* LGDJ, 2020, p. 37.
[99]« *In effect, while the common law starts with a case-law basis it also includes legislative encroachments, and while the civil law starts with a legislative basis, it incorporates developments of case-law* » DAINOW Joseph, *op. cit.,* p. 427.
[100] MELLERAY Fabrice, « L'imitation de modèles étrangers en droit administratif français », AJDA, 2004, p.1224.
[101] DAINOW Joseph, *op. cit.,* p. 434.
[102] RAMBAUD Thierry, *Introduction au droit comparé. Les grandes traditions juridiques dans le monde*, PUF, 2017, p. 281.

ainsi que « *l'internationalisation du droit a désormais acquis une grande visibilité puisqu'elle touche le droit public et donc le droit par nature solidaire de la formation de l'État* »[103], notamment dans la création de nouvelles institutions, ce qui signifie une réforme de l'action étatique. Il faut prendre en compte le fait que la finance est une finance globalisée et que son action échappe souvent aux frontières nationales. Cela permet de rendre plus visible la perméabilité entre systèmes juridiques et entre pays. C'est pourquoi une démarche comparative pour leur étude semble possible, voire souhaitable.

30. Au début de cette recherche nous avions envisagé de traiter seulement deux pays, la France et le Costa Rica, car il s'agit de deux pays unitaires avec une tradition juridique romano-germanique. Le Costa Rica, comme le reste de l'Amérique Latine, a suivi une forte influence de la France dans sa législation, notamment par le Code civil de Napoléon[104]. Ainsi, il nous a semblé pertinent de comparer la régulation financière réalisée par les autorités de régulation dans les deux pays, afin de trouver des évolutions qui pourraient améliorer l'un ou l'autre système. Mais l'influence des États-Unis dans les marchés financiers est indéniable. Pour aborder la régulation des marchés financiers et son évolution, il était nécessaire d'étudier le pays par qui tout a commencé, car la régulation moderne des marchés financiers naît après la Grande dépression de 1929 avec la *Securities Act* et la *Securities Exchange Act.* Ces textes cherchent à assainir le marché des mauvaises pratiques et des instruments financiers qui n'ont pas de valeur. La première loi a imposé aux entreprises la divulgation des informations et la deuxième loi a créé la SEC qui a la charge de réaliser la régulation ainsi que l'agrément des entreprises qui veulent participer aux marchés[105]. De nos jours l'influence exercée par les États-Unis dans la régulation des marchés financiers persiste, mais dans un moindre degré pour la France, car l'Union européenne établit ses propres régulations financières. Enfin pour le Costa Rica cette influence peut toujours être constatée dans la mesure où, pour certains sujets, la SUGEVAL fait un renvoi à la régulation américaine. Ainsi, pour des produits non présents dans le marché costaricien les courtiers proposent des instruments financiers américains.

---

[103] PONTHOREAU Marie-Claire, « Trois interprétations de la globalisation juridique. Approche critique des mutations du droit public », AJDA, 2006, p. 20.

[104] FERNÁNDEZ ROZAS José Carlos, «El Código de Napoleón y su influencia en América Latina: reflexiones a propósito del Segundo Centenario», in *El derecho internacional en tiempos de globalización: libro homenaje a Carlos Febres Pobeda*, Universidad de los Andes, Publicaciones del Vicerrectorado Académico, 2005, p. 170-172.

[105] COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Casebook, 2017, p. 9-10.

31. Il faut préciser aussi que le choix est d'analyser les autorités de régulation nationales de chaque pays et non les institutions internationales de régulations financières, nous allons cependant étudier des relations qu'elles entretiennent. D'un autre côté, nous n'allons pas non plus analyser directement les régulateurs supranationaux, car seule la France en tant que membre de l'Union européenne a des institutions supranationales.

32. Les économies des pays sont aussi importantes, car elles exercent une grande influence sur le développement des marchés financiers. Les États-Unis sont une économie de marché libre, mais ils ont un degré élevé d'intervention étatique dans l'économie avec des régulations et des réglementations. Nous pouvons dire qu'il s'agit d'une économie mixte qui soutient la liberté économique d'entreprendre ainsi que la liberté de l'utilisation du capital, mais permet l'intervention du gouvernement pour protéger l'intérêt général. Nous sommes devant la première puissance économique mondiale avec un PIB de 20,9 trillions de dollars. L'économie des États-Unis est une des plus diversifiées avec des secteurs très productifs et industrialisés[106]. La France appartient au groupe privilégié des puissances économiques mondiales avec une économie industrialisée dans divers secteurs comme l'aviation. La France a une économie où il existe une intervention des entreprises privées, mais aussi des entreprises étatiques ou de l'État. Malgré cela, l'intervention du gouvernement dans l'économie est plus marquée qu'aux États-Unis, car le gouvernement dirige l'activité économique et il est actionnaire dans des entreprises privées importantes[107], comme dans le secteur automobile et les transports[108]. Comme pour les autres pays étudiés, le Costa Rica a une économie dans laquelle les entreprises publiques et privées jouent un rôle important. Le Costa Rica a une économie diversifiée surtout vers le secteur des services et du tourisme et bien moins industrialisée. L'économie costaricienne n'est pas une des économies les plus importantes dans le paysage économique, au contraire des États-Unis et la France[109].

33. D'autre part les marchés financiers des pays choisis ont des tailles très différentes. Les marchés des instruments financiers des États-Unis réunissent environ 50% de la valeur

---

[106] The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, United States. En ligne https://www.heritage.org/index/country/unitedstates.

[107] The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, France. En ligne https://www.heritage.org/index/country/france.

[108] Par exemple Renault SA ou Air France-KLM ou l'État a une participation portée à 28,6 % du capital. Agence des participations de l'État, Rapport d'activité 2020 – 2021, 2021, p. 22. En ligne https://www.economie.gouv.fr/files/files/directions_services/agence-participations-etat/Documents/Rapports-de-l-Etat-actionnaire/2021/Rapport%20Etat%20actionnaire-APE-nov2021.pdf?v=1647592931.

[109] The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, Costa Rica. En lignehttps://www.heritage.org/index/country/costarica.

des transactions. Euronext qui inclut la bourse en France effectue 4,3% des transactions. Quant au Costa Rica, il n'est même pas quantifié dans le sens où sa taille est infime en comparaison des autres pays[110]. Les trois pays visent avec leur régulation les mêmes objectifs comme la protection des investisseurs et un marché efficient et ordonné.

34. L'autre élément de distinction entre les pays choisis -et qui a été une difficulté supplémentaire dans notre recherche- est que les trois pays ont des langues différentes, français, espagnol et anglais. Le choix a été fait d'« *éviter le piège qui consiste à vouloir systématiquement traduire ou trouver un équivalant à un mot étranger. Cette démarche risque trop souvent de conduire à des erreurs d'analyse* »[111]. Certains termes utilisés n'ont pas la même signification dans les trois langues. Un bon exemple est le terme compliance qui en anglais a une signification plus vaste que le terme conformité en français. Un autre exemple est la notion de régulation comme nous l'avons indiqué supra, ainsi que le mot *diclousure* qui peut être traduit par divulgation en français. Mais sa signification n'est pas exactement la même, car en français elle est liée à la divulgation de secrets, mais dans le droit financier il s'agit de la divulgation des informations qui est un terme utilisé couramment dans ce domaine. L'autre difficulté par rapport à la langue est l'accès aux sources sur la régulation financière aux États-Unis, surtout pour des ouvrages généraux. Pour le Costa Rica le problème par rapport aux sources réside dans le fait que la production doctrinale est peu développée. En ce qui concerne la production doctrinale relative à la régulation, elle y est pratiquement inexistante.

Section 3. Problématique

35. Nous allons dans cette section définir dans un premier temps la question soulevée dans cette étude et ses conditions (§1), dans un deuxième temps nous allons expliquer la thèse retenue qui cherche donner une explication au questionnement antérieur (§2).

[110] DESJARDINS Jeff, All of the World's Money and Markets in One Visualization, 2020. En ligne https://www.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-money-and-markets-in-one-visualization-2020/.
[111] GÉLARD Patrice, « Quelques conseils au constitutionnaliste de droit comparé », *in Renouveau du droit constitutionnel. Mélanges en l'honneur de Louis FAVOREU*, Dalloz, 2007, p. 707.

§1. Prémisse

36. L'impact que des évènements tels que la crise financière de 2007/2008 a eu sur les autorités de régulation nous ont amené à nous interroger sur les limites et les insuffisances de l'ancienne régulation et leur éventuel manque d'adaptation en période de crise. Il est également essentiel de se demander si les autorités de régulation auraient pu prévenir la crise ou si leurs missions et leurs pouvoirs étaient trop limités. Les rapports sur les causes de la crise mettent en évidence, parmi les facteurs qui ont précipité la crise, une déficience dans la régulation en raison de la dérégulation réalisée pendant des années et également une déficience des autorités de régulation[112].

37. Un autre questionnement concerne la nouvelle régulation mise en place dans les pays étudiés. Nous nous sommes demandé si ces réformes étaient suffisantes ou s'il était nécessaire de réformer plus en profondeur. La possibilité d'une nouvelle crise de cette envergure fait apparaître des doutes sur la qualité de la régulation, surtout en raison des défis que la Covid-19 a déclenché sur les marchés. Ainsi il faut continuer à reformer la régulation là où elle n'est pas infaillible.

38. Dans la même ligne de pensée, nous pouvons nous demander dans quelle mesure l'État doit intervenir directement dans le marché financier. Après la crise, l'intervention des États a été majeure dans la recherche de la stabilisation du marché et dans la restauration de la crédibilité des entités financières[113]. Si l'intervention étatique est justifiée, elle met en cause l'existence des autorités de régulation. Nous nous sommes aussi interrogés sur le rôle que les autorités de régulation doivent jouer dans la régulation et nous nous demandons si elles fonctionnent de manière démocratique. D'autres questions se sont posées sur le degré de régulation nécessaire, mais également si les pouvoirs et les missions des autorités de régulation doivent être flexibles. Cela pour permettre une intervention quand c'est nécessaire avec des outils souples. Mais nous nous demandons si ces outils ont perdu leur intérêt depuis que le juge a décidé de les contrôler[114]. Un autre questionnement concerne la régulation des produits, des conduites et des acteurs non régulés jusqu'alors et leur impact sur la régulation

[112]The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. 34. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf

[113] JACKSON Howell E. et SCHWARCZ Steven L., « Protecting Financial Stability: Lessons from the COVID-19 Pandemic», Harvard Business Law Review, vol. 11, n° 2, 2021, p. 196.

[114] CE, Sect., Mme Duvignères, 18 décembre 2002, n° 233618, Rec. p. 463 et CE Ass., 21 mars 2016, Sociétés Numéricable et Fairvesta international et autres (2 espèces), n° 368082-84 et 390023.

des marchés financiers. Nous nous sommes demandé dans quelle mesure les particularités des cas étudiés rendent possible un renforcement de la régulation des autres pays analysés.

39. En conséquence de tous les questionnements évoqués nous considérons que l'approche comparative nous apporte une vision plus large que les autres approches. Il est possible que des solutions mises en œuvre dans un pays étudié soient adaptées au contexte d'un autre pays analysé afin d'améliorer son modèle de régulation.

40. C'est ce chemin de réflexion qui nous a permis arriver à notre problématique. S'il existe un modèle institutionnel commun de régulation, ce modèle est (ou devrait) être compatible avec un monde dans lequel la finance est globalisée.

§2. Thèse soutenue

41. À l'issue de la comparaison entre les trois pays (les États-Unis, la France et le Costa Rica), il s'agira de voir si les modèles de régulation sont en train de devenir un seul et unique modèle de régulation financière. Soit nous sommes devant une convergence de modèles, en raison de l'harmonisation et de la standardisation des normes relatives aux marchés financiers, faite *via* des organismes internationaux et supranationaux, soit les modèles restent indépendants avec des caractéristiques communes dans la recherche d'un système efficace de régulation.

Section 4. Plan.

42. Pour mieux analyser les autorités de régulation et les modèles que les pays ont favorisé, la présente recherche sera abordée en deux temps. Cette approche permettra d'analyser les modèles de régulation en vigueur dans les pays étudiés, de déterminer les caractéristiques des régulateurs et d'étudier comment les différents acteurs font face aux innovations financières et aux nouvelles exigences des investisseurs.

43. Dans une première partie, nous analyserons les différents modèles de régulation financière, les plus utilisés dans le monde de la finance et nous étudierons les modèles adoptés par chaque pays afin d'en déterminer les caractéristiques. Nous analyserons également le

statut juridique et les attributions des autorités de régulation. Cela nous permettra de démontrer éventuellement que les modèles et les régulateurs choisis sont indispensables pour le bon fonctionnement des marchés.

44. Dans la deuxième partie, nous étudierons la diversité des modèles de régulation et la diversité des acteurs. Nous cherchons à estimer dans quelle mesure les réformes et les nouvelles technologies aident les régulateurs à s'adapter aux nouvelles contraintes du marché en privilégiant un modèle plus efficace de régulation et dans quelle mesure les changements entrepris permettent une meilleure coopération entre les acteurs de la finance.

PREMIÈRE PARTIE. LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : LA DIVERSITÉ DES MODÈLES INSTITUTIONNELS

DEUXIÈME PARTIE. LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : UN RENOUVELLEMENT DE MODÈLE

PREMIÈRE PARTIE : LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : LA DIVERSITÉ DES MODÈLES INSTITUTIONNELS

45. Le système financier joue un rôle vital dans l'économie. Il s'agit d'une redistribution de ressources pour financer des projets à travers les investissements des investisseurs. Alors pour que cet échange soit juste et équilibré et que chaque partie reçoive ce qu'elle attend, la régulation intervient comme un arbitre par la voie des autorités de régulation. Ces autorités sont structures selon des modèles institutionnels. Les structures sont un reflet des marchés régulés et elles donnent les combinaisons organisationnelles nécessaires pour la réalisation de leur action.

46. Au vu de l'importance d'établir une structure de régulation qui a des niveaux optimaux des surveillance le modèle doit s'adapter aux besoins du marché qu'il régule pour cela il existe plusieurs modèles de régulation. Ces modèles permettent établir des priorités de régulation et de savoir de quelle manière l'action des autorités est dirigée. Dans un premier temps nous abordons des autorités de régulation confrontés dans leur statut juridique (Titre I) et dans un deuxième temps nous présenterons les autorités de régulation aux attributions renforcées (Titre II).

TITRE I : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION CONFORTÉES DANS LEUR STATUT JURIDIQUE

47. Une autorité de régulation existe dès qu'on lui confère d'un statut juridique. Le statut juridique des autorités de régulation est défini par la loi, c'est le législateur qui décide quelle est la forme les autorités de régulation, leurs attributions, leurs missions et autres caractéristiques.

48. Chaque pays a un contexte qui lui est propre : son système juridique, sa culture, son modèle économique, mais aussi le moment historique que la société est en train de vivre, tous ces facteurs jouent dans la conception de ces autorités. L'octroi d'un statut juridique n'est pas toujours uniforme, dans d'un pays les régulateurs financiers peuvent avoir des statuts juridiques différents par exemple l'AMF et l'ACPR et il semble que « *la question de leur statut semble demeurer toujours ouverte* »[115]

49. Éclaircir la nature juridique des autorités de régulation ainsi que leur organisation est fondamentale pour déterminer leur statut juridique qui a été consolidé après la crise de 2007/2008. Leur statut permet de déterminer les objectifs sur les quels l'autorité de régulation doit travailler. Mais il fixe aussi la base des relations avec les pouvoirs de l'État, les opérateurs et les investisseurs.

50. Dans un premier temps nous explorons la nature juridique des autorités de régulation (Chapitres I) et dans un deuxième temps nous abordons l'organisation des autorités de régulation (Chapitre II).

[115] EPRON Quentin, « Le statut des autorités de régulation et la séparation des pouvoirs », RFDA, Dalloz, 2011, p.1007.

CHAPITRE I : LA NATURE JURIDIQUE DES AUTORITÉS DE REGULATION

51. Pour découvrir les autorités de régulation que nous allons étudier il faut commencer par une des composantes les plus importantes de ces institutions : sa nature juridique[116], c'est-à-dire tous les éléments qui constituent son essence au regard du droit. Les autorités sont insérées dans un système où le législateur de chaque pays a créé une forme institutionnelle adaptée au besoin de son système financier.

52. Les formes institutionnelles (Section 1) qui peuvent être adoptées par les autorités de régulation sont multiples et chaque pays choisit selon son contexte particulier. Le modèle adopté a des attributs fondamentaux (Section 2) qui doivent être analysés pour comprendre le fonctionnement des autorités de régulation.

[116] CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 674.

Section 1. Les formes institutionnelles

53. La structure institutionnelle ne permet à elle seule la régulation des marchés financiers, mais est un facteur essentiel pour assurer une régulation efficace[117]. Les régulateurs des marchés financiers font partie d'une architecture qui propose diverses formes institutionnelles de régulation (*Sous-section* 1). C'est dans cette variété d'options que chaque pays adopte le modèle qui s'adapte le mieux à sa réalité juridique (*Sous-section* 2).

Sous-section 1. Les structures de régulation financière

54. Il n'existe pas un modèle universel de régulation et de supervision financière, la doctrine n'est pas d'accord sur le meilleur modèle ou sur la structure qui doit être adoptée pour un pays, comme cela a été signalé par Bruno DELETRE : *« Il existe donc à peu près autant d'architectures de systèmes de supervision que de pays dans le monde »*[118]. C'est un sujet qui a retrouvé son importance en raison de la défaillance de la régulation financière[119] qui a été un des facteurs contributeurs à la crise financière de 2007/2008.

55. La structure institutionnelle des autorités de régulation est le nombre des institutions et la forme dans laquelle elles réalisent la régulation du système financier[120].Il est possible de s'en tenir aux modèles suivants de supervision et de régulation financière : l'institutionnel, le fonctionnel, l'intégré et les *twin peaks* [121].

---

[117] TAYLOR Michael W., « Regulatory reform after the financial crisis», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 13.
[118] DELETRÉ Bruno, « Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France », Inspection générale des finances, no 2008-M-069-02, janvier 2009, p.12.
[119] BOURETZ Emmanuelle, « La défaillance de la régulation financière », Revue de Droit bancaire et financier, n° 5, 2009, dossier 26, p. 1.
[120]LLEWELLYN David T, « Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues », Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, 2006, p. 4.
[121] Working group on financial supervision, « The structure of financial supervision : Approaches and challenges in a Global Marketplace » Group of Thirty, 2008, p. 24 et DELETRÉ Bruno, *op. cit.*, p.12.

§1. Les modèles les plus développés

56. Il est possible d'identifier différents modèles institutionnels de régulation : le modèle sectoriel, le modèle institutionnel, le modèle fonctionnel, le modèle intégré et le modèle objectifs *ou twin peak*s[122].

57. Le **modèle sectoriel** traditionnel comporte des régulateurs distincts pour chaque secteur financier : banque, valeurs mobilières et assurances. Une seule institution prend en charge de la solidité et de la pérennité de l'institution ainsi que la conduite commerciale. De nos jours ce type de modèle n'est pas très strict, car les marchés et les institutions deviennent de plus en plus intégrés, la séparation institutionnelle devient donc très difficile[123].L'Espagne est un des pays qui l'ont adopté[124]

58. Le **modèle fonctionnel** divise les régulateurs par fonction (la stabilité financière, prudentielle, la sécurité et la solidité, la conduite commerciale et la concurrence), et non par institution[125].

59. Le **modèle institutionnel** permet la régulation et la supervision des institutions en fonction de leur statut juridique, c'est-à-dire il est fondé sur les frontières traditionnelles de l'activité réalisée par chaque institution, si elle est constituée en banque elle est régulée par la Banque centrale de son pays[126]. Ainsi il existe une autorité de régulation qui surveille toutes les activités réalisées par les institutions. Celles-ci sont divisées en banques, intermédiaires financiers et assureurs, les établissements les plus classiques dans la finance[127].Cependant, la Chine a choisi l'approche institutionnelle. Elle a deux institutions, le *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC) pour la banque et l'assurance et le *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) pour les marchés financiers[128]. Le plus grand obstacle de ce modèle est le manque d'adaptabilité des régulateurs puisque les marchés sont

[122] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, « Addressing Systemic Risk: Financial Regulatory Design », *Texas International Law Journal*, vol. 49, n° 2, 2014, p.179 et CALVO Daniel, CRISANTO Juan Carlo, HOHL Stefan et GUTIÉRREZ Oscar Pascual, « Financial Supervisory Architecture: What has changed after the crisis?», FSI Insights on Policy Implementation nº 8, 2018, p.7.
[123] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, *op. cit.*, p.180.
[124] LIDÓN LARA-ORTIZ María, «Diferentes modelos de regulación de los mercados financieros en derecho comparado», Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, 2015, p.25.
[125] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, *op. cit.*, p. 183.
[126] *Ibidem*, p. 180.
[127] Working group on financial supervision, « The structure of financial supervision: Approaches and challenges in a Global Marketplace », Group of Thirty, 2008, p. 34.
[128] HUANG, Robin Hui, « Financial Regulatory Structure in China: Challenges and Transitioning to Twin Peaks», in GODWIN Andrew et SCHMULOW Andrew, *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021, p. 254.

toujours en pleine transformation : par exemple une entité bancaire peut devenir un conglomérat financier qui intervient dans d'autres activités que celles dans lesquelles elle est régulée.

60. Le **modèle intégré** a été très salué avant la crise de 2007/ 2008. Il s'agit d'une seule institution, le régulateur universel, qui regroupe la régulation et la supervision de toutes les institutions financières et de toutes les branches d'activité[129]. Elle surveille aussi la solidité, la pérennité et la conduite commerciale des institutions financières. Un des avantages de cette approche est la diminution des coûts, l'harmonisation des décisions. Car quand un système se retrouve avec plusieurs régulateurs, la multiplication des avis sur un même sujet peut produire des décisions divergentes[130]. L'exemple phare de ce modèle a été la *Financial Services Authority, FSA* [131] au Royaume-Uni, qui a cherché d'une part une organisation plus efficiente et efficace de la régulation et d'autre part qu'une seule autorité soit responsable devant le Parlement. La FSA a été réformée en 2012 par la *Financial Services Act*. Son modèle a changé pour un modèle par objectifs, en créant deux nouvelles institutions pour remplacer la FSA, la *Financial Conduct Authority, FCA*[132]et la *Prudential Regulatory Authority, PRA*[133]. La première a à sa charge de veiller sur la conduite commerciale des opérateurs et la deuxième a à sa charge la régulation prudentielle.

61. Le **modèle par objectifs** (*twin peaks*) est décrit par la doctrine comme une régulation divisée en deux objectifs : le prudentiel et le commercial[134]. Il confie à une autorité l'objectif prudentiel (solidité et pérennité) et à une autre autorité la conduite commerciale et les aspects de la protection des investisseurs des institutions financières[135].L'Australie est l'exemple plus important de ce modèle. Elle possède la *Prudential Regulatory Authority*[136] qui effectue le contrôle prudentiel et l'*Australian Securities and Investment*

[129] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, « Addressing Systemic Risk: Financial Regulatory Design », *Texas International Law Journal*, vol. 49, n° 2, 2014, p. 182
[130] Working group on financial supervision, « The structure of financial supervision: Approaches and challenges in a Global Marketplace » Group of Thirty, 2008, p. 24.
[131] « *La Financial Services Authority (FSA) était un organisme indépendant et non-gouvernemental, dont les pouvoirs étaient définis par la Financial Services and Markets Act 2000. La Financial Services Authority (FSA) a été supprimée le 1er avril 2013* » Le journal de la régulation et la compliance. En ligne https://thejournalofregulation.com/fr/article/financial-services-authority/
[132]Financial conduct authority. En ligne https://www.fca.org.uk
[133] Bank of England. En ligne https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation
[134] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, *op. cit.*, p. 183.
[135] Working group on financial supervision, *op. cit.*, p. 24 et HADJIEMMANUIL Christos « Institutional Structure of Financial Regulation: A Trend towards Megaregulators », Yearbook of International Financial and Economic Law, 2000-2001, p. 137
[136] Australian Prudential Regulation Authority. En ligne https://www.apra.gov.au

Commission[137] qui est responsable de l'intégrité du marché et de la protection des consommateurs. La plupart des pays du monde ont adopté le modèle *twin peaks*[138]

62. Nous considérons qu'il existe **un modèle complexe**, l'américain, car il ne correspond pas aux modèles cités et qui a ses propres complexités. La supervision et la régulation sont dissociées[139]. Ce modèle tend vers un modèle sectoriel, mais il présente aussi des caractéristiques du modèle **fonctionnel**[140]. En principe nous trouvons plusieurs régulateurs[141], mais il y en a cinq principaux *Bord of Governors of the Federal Reserve System* ou mieux connu comme la *Federal Reserve* (FED)[142] ou *l'Office of the Comptroller of the Courrency*[143] pour les banques. Les marchés financiers ont la *Commodity Futures Trading Commission, CFTC*[144] et *la Securities and Exchange Commission, SEC*[145] , en plus des *Self-Regulatory Organization, SRO's*[146]. Pour sa part le secteur de l'assurance est régulé par les autorités étatiques[147].

63. La complexité du système est liée aux deux différents aspects : les niveaux de régulation, d'une part les états et d'une autre par l'état fédéral. Par exemple la régulation de l'assurance est réservée aux états, les instruments financiers ont une régulation fédérale,

---

[137] Australians Securities and Investment Commission. En linge https://asic.gov.au
[138] HAN Miao, « Twin Peaks Regulation after the Global Financial Crisis: A Reform Model for China», Asian Journal of Law and Economics, vol. 8, n° 3, December 2017, p. 4.
[139] GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016, p. 7.
[140] Malgré le fait qu'il peut être considéré fonctionnel nous considérons qu'il s'agit d'un modèle complexe en raison de ses multi niveaux et sa grande fragmentation. Voir OMAROVA Saule T., « One step forward, two steps back? The institutional structure of US financial services regulation after the crisis of 2008», », in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 138 et GAO, Financial regulation: Industry changes prompt need of Reconsider US Regulatory Structure, GAO-05-61, 2004, p. 5.
[141] PAN, Eric J., « Structural Reform of Financial Regulation», Transnational Law & Contemporary Problems, vol. 19, n° 3, 2011, p. 837, CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 838 et ss et KUSHMEIDER Rose Marie, « The U.S. Federal Financial Regulatory System: Restructuring Federal Bank Regulation», FDIC Banking Review, vol. 17, n° 4, 2005, p. 2.
[142] Federal Reserve System. En ligne https://www.federalreserve.gov et GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016, p. 14.
[143] Office of the Comptroller of the Courrency. En ligne https://www.occ.treas.gov/about/index-about.html et GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness *op. cit.*, p. 14.
[144] Commodity Futures Trading Commission. En ligne https://www.cftc.gov et Congressional Research Service, « *Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework*», 2020, p. 8.
[145]Congressional Research Service, « Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework», 2020, p. 16.
[146] Congressional Research Service, *op. cit.*, p. 20.
[147] OMAROVA Saule T., *op. cit.*, p. 138.

excepté les instruments financiers municipaux qui sont régulés par les autorités étatiques[148]. De plus, l'autorégulation réalisée dans les divers domaines crée une toile extrêmement compliquée, une superposition des tâches entre les autorités, qu'elles soient fédérales, et étatiques ou régulatrices de banques, des marchés financiers ou des assurances. Cela cause également une régulation lacunaire pour certaines institutions, qui se retrouvent sans aucune supervision[149].

64. La doctrine et la réalité nous ont montré que dans le monde entier les pays ont fait des choix distincts entre les modèles de régulation qu'ils ont établis dans leurs territoires. Les pays étudiés ont opté pour des modèles qui semblent satisfaire leurs besoins de régulation et de supervision. Cependant, au fur et à mesure ils y ont apporté des modifications en fonction de leurs particularités.

§2. Les modèles adoptés

65. Le type de modèle adopté est important, car il doit refléter l'industrie qu'il régule, la façon dont les ressources sont distribuées et la forme sous laquelle les autorités coordonnent la régulation[150]. Le législateur de chaque pays étudié a privilégié une forme institutionnelle pour satisfaire le besoin de l'intérêt général : réguler le marché. Alors chaque modèle choisi s'adapte à la situation sociale et économique du pays, du plus ces modèles sont continuellement adaptés continument.

66. Le cas des **États-Unis** réunit, comme nous l'avons exposé auparavant, plusieurs régulateurs. Le système financier américain est très complexe[151] avec des institutions financières qui évoluent et innovent. Les régulateurs fédéraux partagent la responsabilité avec les régulateurs étatiques, mais entre eux il n'existe pas de communication très formelle[152]. La présence de différents niveaux de régulation provoque parfois une lourde charge pour les

[148] GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016, p.25 et PAN, Eric J., « Structural Reform of Financial Regulation», Transnational Law & Contemporary Problems, vol. 19, n° 3, 2011, p.837.
[149] GAO, *op. cit.*, p. 9 et 12.
[150] TAYLOR Michael W., « Regulatory reform after the financial crisis», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dirs.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 13.
[151] OMAROVA Saule T., « One step forward, two steps back? The institutional structure of US financial services regulation after the crisis of 2008», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dirs.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 138.
[152] WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W.; GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, « Addressing Systemic Risk: Financial Regulatory Design », Texas International Law Journal, vol. 49, n° 2, 2014, p. 182.

opérateurs de marché. En effet ils doivent respecter la réglementation fédérale et étatique, mais en plus, s'ils ont à leur charge différentes activités, ils doivent aussi respecter les exigences des autres régulateurs[153].

67. Le système compte plusieurs agences qui contrôlent les mêmes institutions et cela représente un coût non seulement pour l'État, mais aussi pour les opérateurs du marché régulé. Parmi les régulateurs les plus importants qui conforment le système nous pouvons retrouver le *Bord of Governors of the Federal Reserve System*, mieux connu comme *le Federal Reserve* (FED) qui agit comme une banque centrale indépendante du gouvernement, mais qui doit suivre les consignes économiques et financières établies par le Congrès[154]. Elle est composée de sept membres nommés par le Président et ces nominations doivent être ratifiées par le Sénat. Elle a comme fonctions de conduire et mettre en place la politique monétaire, de superviser le système national des paiements, de réguler des banques, des holdings banquiers et les holdings financiers et enfin de distribuer la monnaie[155].

68. Le *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) fait également partie des régulateurs du système financier[156]. C'est un bureau du Département du Trésor qui réalise la supervision de toutes les banques nationales, des associations fédérales de l'épargne, des branches fédérales et des agences des banques étrangères[157].

69. La *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) est l'une des autorités créées dans les années 30 par la Banking *Act*. C'est une agence indépendante qui a pour mission de maintenir la stabilité et la confiance du public[158]. La FDIC assure les dépôts, supervise la solidité, la pérennité et la protection des consommateurs et des institutions financières. Elle assure en plus la gestion des cas d'administration judiciaire[159].

---

[153] GAO, Financial regulation: Industry changes prompt need of Reconsider US Regulatory Structure, GAO-05-61, 2004, p. 4.
[154]12 U.S. Code § 241.
[155] SCHOONER Heidi Mandanis, « The Role of Central Banks in Bank Supervision in the United States and the United Kingdom», Brooklyn Journal of International Law, vol. 28, n° 2, 2002, p. 412 et 424 et Congressional Research Service, «Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework», 2020, p. 13.
[156] 12 U.S. Code § 1.
[157] Congressional Research Service, « *Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework*», 2020, p. 14.
[158] 12 U.S. Code § 1811.
[159] Congressional Research Service, *op. cit.*, p. 14.

70. Une autre des autorités proches du modèle américain est le *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) qui est une agence indépendante attachée à la FED[160]. Il a pour mission d'aider les consommateurs à obtenir les informations nécessaires dans le but de prendre les meilleures décisions au moment d'investir. Le CFPB doit veiller à ce que les lois fédérales sur les consommateurs financiers soient appliquées pour permettre aux consommateurs un accès au marché transparent et compétitif[161]. Les institutions régulées par la SEC ne font pas partie de la juridiction du CFPB[162].

71. La *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) est une agence indépendante crée par le Congrès en 1974 pour remplacer la *Commodity Exchange Authority* qui régulait seulement les contrats à terme de l'agriculture[163]. Sa création a donc été une réponse à la croissance du marché et des instruments financiers. La CFTC a pour mission de réguler les contrats à terme de marchandises et le marché des options, elle surveille aussi le fonctionnement du marché à terme[164].

72. Le dernier régulateur est la *Securities and Exchange Commission,* qui a en charge la régulation du marché financier. Elle est l'une des institutions qui fait particulièrement l'objet de cette étude. Nous développerons donc son analyse tout au long de ce travail de recherche.

73. Le système américain rencontre beaucoup de conflits entre ses régulateurs, le plus souvent entre la SEC et la CFTC. Ce dernier régule les *securities futures* il existe donc une discussion sur l'extension de son champ de compétences par rapport aux compétences de la SEC[165] qui régule les instruments financiers.

74. Une autre des particularités de ce système complexe est le fait que la division qui avait été créée dans les années 30 entre banque commerciale et banque d'investissement a été

---

[160] 12 U.S. Code § 5491.

[161] *Seila Law v. Consumer Financial Protection Bureau (CFPB),* la Cour suprême a décidé que le fait que le Président des États-Unis ne puisse pas révoquer le directeur du CFPB est inconstitutionnel.

[162] FRIEND Amy et KAPLAN Joshua, « Le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers », *Revue d'économie financière*, vol. 105, n° 1, 2012, p. 302.

[163] 7 U.S. Code § 2(a)(2) et (7 U.S.C. 2,4).

[164]Congressional Research Service, « Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework», 2020, p. 19.

[165] GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016, p. 23 et 24 et PAN, Eric J., « Structural Reform of Financial Regulation», *Transnational Law & Contemporary Problems*, vol. 19, n° 3, 2011, p. 842.

renversée a avec la *Gramm-Leach-Bliley Act* en 1999[166], permettant ainsi la création des grandes institutions financières, conglomérats, qui ne réalisent pas seulement une activité financière, mais qui se retrouvent aussi dans toutes les activités possibles en tant qu'intermédiaires financiers, banquiers et assureurs. C'est ainsi que les institutions reconnues comme, trop grands pour faire faillite : *too big to fail* ont commencé à se développer[167].

75. En revanche, la **France** a favorisé un modèle plus simple que le modèle américain, d'une part parce qu'il s'agit d'un pays unitaire qui n'a pas de régulateurs étatiques et fédéraux, mais seulement des régulateurs nationaux, malgré son côté supranational. D'autre part parce que le législateur a adopté « [a]*u-delà d'une régulation sectorielle, la France a donc choisi un système « twin peaks », une régulation par objectifs* »[168]. Cela signifie que le pays adopte un régulateur prudentiel pour la banque et l'assurance et un régulateur pour les services d'investissement. De plus, le Ministère chargé de l'économie intervient aussi dans la régulation du système financier à travers des ordonnances et arrêtés dont certains sont spécifiques à la transposition des directives européennes.

76. La France, en raison des engagements pris au niveau international en 2010, a entrepris une série de réformes de sa structure de régulation financière, qui était effectuée par diverses institutions chargées de la régulation et de la supervision du marché, comme la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI), le Comité des entreprises d'assurances (CEA) et l'AMF. Cette dernière reste dans l'horizon régulatoire, mais avec certaines variations.

77. En 2010, par ordonnance ont fusionné la Commission bancaire, l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et le Comité des entreprises d'assurances (CEA) vers une seule autorité, l'Autorité du contrôle prudentiel (APC)[169]. Elle est une autorité administrative indépendante et a pour mission d'assurer la stabilité et le bon fonctionnement

---

[166] *Gramm–Leach–Bliley Act*, en ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf.
[167] CUARESMA Jolina C., «The Gramm-Leach-Bliley Act», *Berkeley Technology Law Journal,* vol. 17, n°1, 2002, p. 497 et 500.
[168] DRUMMOND France, « Régulation judiciaire et/ou administrative de la finance ? », *Revue d'économie financière*, vol. 129, n° 1, 2018, p. 166.
[169] Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.

du système financier[170].La loi sur la séparation et la régulation des activités bancaires confie à l'ACP la mise en œuvre des mesures de prévention et de résolution des crises bancaires, elle est ainsi devenue l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)[171]. De même la loi de régulation bancaire et financière de 2010 a créé le Conseil de régulation financière du risque systémique[172] qui a pour mission de veiller à la stabilité financière et définir la politique macroprudentielle.

78. De plus l'Autorité des marchés financiers régule les marchés financiers. Elle est chargée de la supervision des produits, des opérateurs, des intermédiaires et de l'information financière, car sa mission est de protéger l'épargne, le bon fonctionnement du marché et les investisseurs, comme le fait aussi la SEC.

79. Le **Costa Rica** a préféré un système fonctionnel divisant sa régulation en régulateurs, appelés surintendances, qui supervisent et régulent les assurances, les institutions financières, les retraites et les marchés financiers. La *Superintendencia General de Pensiones* est chargée de la régulation des retraites, elle a été créée en 1995[173]et elle a été renforcée dans ses compétences par la loi nº 7983 du 16 février 2000[174]. Pour sa part la *Superintendencia General de Entidades Financieras* est chargée de réguler les institutions financières (banques et coopératives financières) et a été créée par la loi nº 7558 du 3 novembre 1995[175]. La *Superintendencia General de Seguros*, de son côté a à sa charge la supervision des assurances, elle a été créée par la loi nº 8653 du 7 août 2008[176]. Finalement, la *Superintendencia General de Valores* (SUGEVAL) s'occupe des marchés financiers[177]. LA SUGEVAL sera la troisième institution financière, avec la SEC et l'AMF, objet de ce travail comparatif.

80. Les surintendances sont des organes de déconcentration maximale[178] de la Banque centrale du Costa Rica, qui sont dirigés par un collège afin de conserver un minimum d'uniformité et de cohérence dans la régulation du système financier.

81. Ce collège est le *Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero* (CONASSIF)[179], dont la nature juridique n'a pas été établie clairement par la loi. Cependant,

[170] Article L.612-1 Code monétaire et financier.
[171] Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.
[172] Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.
[173] Ley Régimen Privado de Pensiones Complementarias.
[174] Ley de protección al trabajador.
[175] Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
[176] Ley Reguladora del Mercado de Seguros.
[177] Article 2 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[178] PGR, Avis C-214-2004, 2 julliet 2004 et PGR, Avis C-313-2008, 10 septembre 2008.

la *Contraloría General de la República* a signalé dans un rapport que le CONASSIF partage la nature juridique des organes qu'il dirige, c'est-à-dire il est aussi un organe de déconcentration maximale de la Banque centrale[180]. Le Conseil agit comme le supérieur hiérarchique des surintendances, il est chargé de résoudre les recours présentés contre les décisions des surintendances en tant que supérieur hiérarchique, il approuve le budget annuel de chaque surintendance et approuve aussi la réglementation proposée par les entités de régulation.

82. Ces modèles de régulation et supervision des systèmes financiers choisis par les pays étudiés sont importants, car ils nous permettent d'avoir une vision de l'organisation institutionnelle de régulation de chaque pays et de la situation organisationnelle autour de chaque autorité de régulation. C'est ainsi que le législateur a choisi une autorité qui s'adapte à la réalité de leur système financier. La SEC se partage le marché avec les régulateurs étatiques et fédéraux. L'AMF ne partage pas le marché, elle est la seule à s'en occuper en France et la SUGEVAL ne partage non plus le marché, mais a un supérieur hiérarchique que les autres régulateurs n'ont pas. La forme institutionnelle des autorités de régulation se conforme à la réalité et aux besoins des pays étudiés. Elles sont un élément important qui modèle la réalisation de la régulation.

Sous-section 2. Le besoin d'une autorité de régulation adéquate

83. Les pays analysés ont des modèles de régulation qui pourront être considérés comme divergents, mais les autorités de régulation ont des structures, des fonctions, des missions et des pouvoirs concourants. Cependant, chaque pays a dû trouver une forme qui soit adaptée aux besoins de l'intérêt public. Ces formes privilégiées par chaque pays ont des dénominations différentes : *regulatory independent agencies*[181], *órgano de desconcentración máxima* [182]et autorités administratives indépendantes[183], ou plus précisément autorité publique indépendante.

---

[179]Article 169 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[180] PGR, Avis C-214-2004, 2 julliet 2004.
[181] MILLER Geoffrey P., «IndependentAgencies», Supreme Court Review, 1986, p. 42, BUZBEE William W., EASTMAN John, KERNER Henry, MASCOTT Jennifer et SYKES Diane S., «Independent Agencies: How Independent Is Too Independent», vol. 32, n° 1, 2019-2020, p. 66 et ZOLLER Elisabeth, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », RFDA, 2004, p. 757.
[182] PGR, *op. cit*.

84. Aux États-Unis, la première *administrative agency moderne* a été créé par le Congrès américain en 1887-*The Interstate Commerce Commission*- pour surveiller l'économie américaine et les abus du marché. Cependant avec le *New Deal*, il y a eu une prolifération de ces agences, car le marché avait besoin de devenir compétitif[184].

85. Le droit administratif américain a créé des *agencies* qui réalisent une fonction ou un service spécifique pour une autre organisation[185]. Elles sont normalement chargées d'appliquer la loi, de plus elles doivent être dirigées par des personnes spécialisées ou expertes qui édictent des réglementations applicables dans le domaine de ces missions. Néanmoins, l'administration américaine compte plusieurs agences pour réaliser ses fonctions et appliquer la loi. Parmi les *agencies* il y a des *executive agencies*[186] qui sont rattachées à un *department* du gouvernement et des *independent agencies*[187], lesquelles ne sont pas rattachées aux départements et qui sont détachées de l'autorité du Président de la République[188]. La véritable différence entre les *agencies* est leur relation avec le Président, qui ne peut pas intervenir dans leurs décisions. Mais les agences qui nous intéressent sont les *independent regulatory agencies*[189].

86. Or, les *independent regulatory agencies* sont investies d'un pouvoir de contrôle sur la façon dont les droits doivent être exercés. Aux États-Unis elles font partie des *federal agencies* établies par le Congrès, indépendantes des partis politiques et la plupart sont constituées par une commission comptant plusieurs membres. La *Paperwork Reduction Act* est la seule loi qui donne une définition d'*independent regulatory agency* dans le système juridique américain[190] .

---

[183] Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
[184] ZOLLER Elisabeth, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », RFDA, 2004, p. 757.
[185] FOX William F., Understanding Administrative Law, LexisNexis, 2012, p. 1.
[186] KIRTI Datla et REVESZT Richard L., «Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies) », Cornell Law Review, vol. 98, n° 4, 2013, p. 772.
[187] MILLER Geoffrey P., « Independent Agencies », Supreme Court Review, 1986, p. 43.
[188] *Ibidem.*
[189] Les agences de régulation indépendantes, aux États-Unis, sont « *chargées de définir le cadre réglementaire dans lequel devront s'exercer les activités d'un secteur économique ou social particulier* » BRAUD Caroline, « La notion d'« agence » en France : Réalité juridique ou mode administrative ? », *Petites affiches*, nº 104, 1995, p.4,
[190] 44 U.S. Code § 3502[5].

87. Les *independent regulatory agencies* ne sont pas prévues par la Constitution des États-Unis, ce qui a créé une polémique sur la séparation des pouvoirs[191], car il existe une concentration des fonctions (législative, exécutive et judiciaire) dans ces agences. Différents auteurs ont critiqué la possibilité de déléguer à ces agences le pouvoir de légiférer, mais la Constitution américaine attribue au législateur le pouvoir de choisir et de définir la structure du gouvernement. Ainsi, le Congrès a créé ces autorités dotées d'un pouvoir de réglementation et protégées des influences du pouvoir exécutif. De plus, selon la décision *Wayman v. Southard*[192], la théorie de séparation des pouvoirs ne peut pas être considérée comme invariable : il s'agit d'une théorie de séparation de fonctions.

88. Par ailleurs, la légitimité de ces agences indépendantes de régulation a aussi été mise en cause par la doctrine considérant nécessaire la consécration constitutionnelle et un contrôle accru du Président de la République. Mais la Cour Suprême a tranché dans sa jurisprudence sur ce sujet, spécialement dans le cas *Humphrey's Executor v. United States*[193] , sur la légitimation des agences. La décision a signalé que le Président n'avait pas un pouvoir de destitution illimité, la destitution devant être justifiée, ce qui constitue une reconnaissance de l'indépendance des agences du pouvoir exécutif.

89. En outre, ces agences sont dispensées de transmettre leur budget et leurs propositions à l'*Office of Managment and Budget* et passent directement par le Congrès. De plus, elles ne peuvent agir en justice sans la représentation du Département de justice. De surcroît, les agences sont soumises à l'*Administrative Procedure Act* sans être soumises aux ordres exécutifs n° 12866 et n° 13132, c'est-à-dire qu'elles ne doivent pas soumettre au Bureau de l'information et affaires de régulation *(Office of Information and Regulatory Affairs, OIRA*) leurs propositions de réglementation.

90. Comme mentionné auparavant, la *Paperwork Reduction Act* est la seule loi qui donne une définition d'*independent regulatory agency*. Elle inclut la *Securities and Exchange Commission* comme une agence indépendante de régulation. La SEC est le régulateur des marchés financiers aux États-Unis prévu par le Congrès qui dans la *Securities Exchange Act* a décidé de doter la SEC de ce statut adapté pour l'intervention dans le marché boursier[194].

---

[191] BUZBEE William W., EASTMAN John, KERNER Henry, MASCOTT Jennifer et SYKES Diane S., « Independent Agencies: How Independent Is Too Independent », *Regent University Law Review*, vol. 32, n° 1, 2019-2020, p. 69.
[192] Wayman v. Southard, 23 U.S. 10 Wheat. 1 1 (1825).
[193] Humphrey's Executor v. United States, 295 U.S. 602 (1935).
[194] 15 U.S. Code § 78d.

91. En **France**, la notion d'autorité administrative indépendante a été conçue pour la première fois en 1968 par le commissaire du gouvernement Jacques RIGAUD qui a évoqué la création de nombreux organismes « *qu'on pourrait dire "à compétences propres"* »[195], car ils ne se situent pas dans l'ordre du moment et ne sont pas liés par hiérarchie ou par tutelle à une autre institution supérieure[196]. Cependant le législateur avait depuis des années crée ce type d'institutions sans les nommer comme telles. Nous pouvons trouver ces autorités dans tous les domaines par exemple : la santé, l'audiovisuel, les télécommunications, entre autres.

92. En 1978, c'est la première fois que le législateur a qualifié la Commission nationale de l'informatique d'autorité administrative indépendante avec la loi n° 78-17 du 6 janvier de 1978 relatives à l'informatique, aux fichiers et aux libertés[197]. Après cette loi, le monde académique a commencé à faire un développement théorique de la notion d'autorité administrative indépendante et de son utilisation, par exemple l'article publié par Paul SABOURIN[198]. Le Conseil Constitutionnel a aussi utilisé le terme pour qualifier la Haute autorité de la communication audiovisuelle[199]. Les précisions sur ces nouvelles institutions ont alors commencé à se présenter, mais comme l'a bien noté le rapport public du Conseil d'État il est très difficile de donner une définition précise englobant toutes les autorités administratives indépendantes[200].

93. Toutefois la doctrine a pu établir qu'elles cherchent à donner plus de souplesse et de liberté à certains services ou activités qui sont importants pour l'intérêt général ou dans des domaines sensibles, mais ces autorités sont la conséquence d'une perte de confiance en les formes traditionnelles du pouvoir[201]. Il a eu une multiplication des AAI dans différents domaines, comme la protection de droits ou encore la mise en concurrence du marché, entre

---

[195] CE, 10 juillet 1968, Ministre des Arm es c/ Sieur Ruffin, RDP 1969, p. 709, concl. Rigaud.
[196] Pierre DELVOLVE explique que la notion des autorités administratives indépendantes couvre les organismes qui ont une place à part de l'administration sans être attachées à une hiérarchie et en exerçant ses pouvoirs. DELVOLVE Pierre, *Droit public de l'économie*, Dalloz, 2021, p. 272.
[197] « *La formule « AAI » utilisée en 1978 pour qualifier la Commission nationale Informatique et Libertés (CNIL) n'est pas restée isolée : d'autres institutions seront construites par la suite sur le même modèle, notamment la Haute autorité de l'audiovisuel (1982) et l'éphémère Commission pour la transparence et le pluralisme de la presse (1984). La doctrine allait alors s'emparer de la notion et, en raisonnant par analogie, l'utiliser pour rendre compte d'hypothèses plus anciennes, jusqu'alors considérées comme sui generis, telles la Commission des opérations de bourse (COB) (1977) - rapprochement qui avait été au demeurant suggéré lors de la création de la CNIL* », CHEVALLIER Jacques, « Le statut des autorités administratives indépendantes : harmonisation ou diversification ? », RFDA, 2010, p. 896.
[198] SABOURIN Paul, « Les autorités administratives indépendantes » AJDA, 1983, p. 275.
[199] Décision n° 84-173 DC du 26 juillet 1984, Rec. p. 63.
[200] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 288.
[201] CHEVALLIER Jacques, *op. cit.*, p.899.

autres. Les autorités administratives indépendantes se caractérisent par une meilleure réactivité en raison de leur organisation et de leur indépendance, car elles sont placées en dehors de la hiérarchie administrative[202].

94. L'influence américaine sur ces autorités administratives indépendantes est mise en évidence avec la création en 1967 de la Commission des opérations de bourse (COB), prédécesseur de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)[203]. Toutefois, leur création a aussi répondu aux engagements de l'époque de la France vers la Communauté économique européenne (CEE)[204].

95. En effet, la COB est créée par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967[205] et par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, elle a été qualifiée comme autorité administrative indépendante, en raison de la transposition de la directive européenne nº 93/22 du 10 mai 1993. La transparence de la diffusion des informations prévues par les lois américaines et la SEC sont les éléments qui ont attiré le législateur français vers ce modèle. La COB a fusionné avec la Commission des marchés financiers pour devenir l'AMF.

96. L'AMF est la première autorité publique indépendante en France[206]. Selon certains, c'est une nouvelle catégorie juridique d'entités administratives, car pour la première fois le législateur a doté de la personnalité morale une autorité administrative indépendante, avec des conséquences majeures pour l'achèvement des fonctions de ces institutions[207]. La personnalité morale attribue aux autorités publiques indépendantes une marge de manœuvre plus étendue que pour les autorités administratives indépendantes[208].

97. L'AMF est le garant de l'épargne publique et son organisation a été une innovation, non seulement pour la personnalité juridique, mais aussi pour la division entre le collège et la commission de sanctions[209], qui a un intérêt à préserver les droits des

---

[202] AUTIN Jean-Louis, « Le devenir des autorités administratives indépendantes », RFDA, 2010, p. 875.
[203] VALETTE Jean-Paul, *Régulation des marchés financiers*, Ellipses Éditions, 2013, p.74, LOMBARD Martine, « Institutions de régulation économique et démocratie politique », AJDA, 2005, p.530 et ZOLLER Elisabeth, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », RFDA, 2004, p. 757.
[204] ZILLER Jacques, « Les autorités administratives indépendantes entre droit interne et droit de l'Union européenne », RFDA, 2010, p. 907.
[205] DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, *Droit des marchés financiers*, LexisNexis, 2001, p. 120.
[206] Loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1er août 2003.
[207] CHEVALLIER Jacques, « Le statut des autorités administratives indépendantes : harmonisation ou diversification ? », RFDA, 2010, p. 898.
[208] LINOTTE Didier, « L'Autorité des marchés financiers précurseur d'une évolution ? », AJDA, 2003, p. 2001.
[209] THOMASSET-PIERRE Sylvie, « Création de l'Autorité des marchés financiers. Commentaire de la loi du 1er août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », *Recueil Dalloz*, 2003, p. 2952.

administrés[210]. En France, le législateur a octroyé à l'AMF a une caractéristique très importante, l'indépendance, qui est renforcée par l'octroi de la personnalité morale. Ces aspects sont fondamentaux pour une autorité de régulation des marchés financiers. Mais la lucidité du législateur français n'a pas été la règle dans le cas analysés, par exemple le Costa Rica.

98. Au **Costa Rica** le législateur a donné autant d'indépendance que le système juridique le permettait, mais il n'a pas osé aller plus loin. Le cas est particulier dans la mesure ou l'autorité de régulation, SUGEVAL se retrouve rattachée à une institution autonome qu'est la Banque centrale du Costa Rica[211]. Les institutions autonomes sont très similaires aux autorités administratives indépendantes ou dans le cas de la AMF, les autorités publiques indépendantes (API), et les *independent regulatory agencies*.

99. Ces institutions autonomes sont prévues par la Constitution[212]. Les banques sont des institutions autonomes avec une autonomie dans les fonctions qui leur ont été accordées. La loi donne à la plupart d'entre elles la personnalité juridique et son propre budget[213], comme c'est le cas des APIs et des *independent regulatory agencies*. La grande différence entre elles est que les institutions autonomes costariciennes sont plus limitées : leur indépendance est plus réduite, car elles doivent agir en coordination avec le Pouvoir exécutif[214].

100. L'État peut exercer un pouvoir de direction envers ces institutions afin d'obtenir une cohérence dans l'activité administrative et une meilleure satisfaction de l'intérêt public. La *Procuraduría General de la República* désigne l'État comme la personne avec la plus haute hiérarchie dans le Pouvoir exécutif[215]. Elle peut donc orienter et diriger les institutions que conforment l'administration pour garder une unité dans l'action étatique. Donc ce pouvoir de direction s'exprime normalement à travers des directives[216], mais ces directives ne peuvent pas être individualisés, elles doivent être d'une portée générale. Selon la Salle constitutionnelle du Costa Rica le gouvernement peut seulement édicter des directrices soit

[210] Article 6-1 de la Convention européenne de droits de l'homme.
[211] Article 169 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[212] Articles 188 et 189. Constitución política de la República de Costa Rica.
[213] PGR, C-233-2004, 6 août 2004.
[214] JINESTA LOBO Ernesto, *Tratado de Derecho Administrativo*, Tomo I, Editorial Jurídica Continental, 2009, p. 22.
[215] PGR, Avis OJ-043-1999, 8 avril 1999et Avis OJ-052-2017, 11 décembre 2017.
[216] PGR, Avis C-275-2002, 16 octobre 2002 et Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n°4091-94 du 9 août 1994, et décision nº 7528-97 du 12 novembre 1997.

générales soit pour un groupe des institutions autonomes afin de sauvegarder leur autonomie[217].

101. La Banque centrale du Costa Rica est une institution autonome dotée de la personnalité juridique et de son propre budget et qui, en plus, fait partie du Système financier national[218]. Comme vu auparavant, l'autorité de régulation est rattachée à la Banque Centrale du Costa Rica, car le législateur a placé les régulateurs financiers dans l'Administration. Elle n'a ainsi pas l'indépendance souhaitée par les législateurs américains et français dans leurs propres institutions. En conséquence, au Costa Rica, la régulation en matière financière est attribuée à des organes de la Banque Centrale, cela signifie que le régulateur costaricien est soumis à une sorte de hiérarchie qui peut influencer sa prise de décisions.

102. Les autorités de régulation ont été dotées d'un statut juridique spécial hybride appelé « *órgano - persona* », organe-personne[219]. Ce statut leur donne la possibilité d'agir comme des organes dans certains cas et comme des entités avec la personnalité juridique dans d'autres cas. C'est une situation étrangère à la dogmatique juridique, car il s'agit d'une personnalité juridique limitée dans certains champs d'action, la plus généralisée étant la personnalité budgétaire.

103. La justification de ce caractère hybride se trouve dans la Constitution du Costa Rica laquelle établit le pouvoir de l'Assemble législative de créer des organes nécessaires au bon fonctionnement de l'Administration[220]. Ainsi la même Constitution autorise une personnalité juridique « *instrumentale* »[221]. La *Procuraduría General de la República* a défini ce type de personnalité comme le fait que l'institution soit dotée d'un budget et qu'elle puisse l'administrer de façon indépendante[222].

---

[217] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n°3309-94 du 5 juillet 1994 et PRG, Avis C-322-2002, 29 novembre 2002.
[218] Article 1 Ley Organica del Banco central de Costa Rica.
[219] PGR, Avis n°C-152-2002, 12 juin 2002 et CIJUL, «Personalidad jurídica», Informe de investigación, p 49. En ligne https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiN96CNoPnzAhWqz4UKHUN8Ag0QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fcijulenlinea.ucr.ac.cr%2Fportal%2Fdescargar.php%3Fq%3DOTc2&usg=AOvVaw0XN64MqQLUuQdALzD8d2Pf.
[220] Article 121 alinéa 22 Constitución Política de la República de Costa Rica.
[221] CIJUL, «Personalidad jurídica», Informe de investigación, p 49. En lignehttps://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiN96CNoPnzAhWqz4UKHUN8Ag0QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fcijulenlinea.ucr.ac.cr%2Fportal%2Fdescargar.php%3Fq%3DOTc2&usg=AOvVaw0XN64MqQLUuQdALzD8d2Pf
[222] PGR, Avis 115-89, 4 juillet 1989 et PGR, Avis C-152-2002, 12 juin 2002.

104. La SUGEVAL est l'autorité de régulation financière costaricienne, elle est un organe-personne rattaché à la Banque Centrale du Costa Rica, mais comme nous l'avons signalé auparavant les organes de régulation costaricains ont un supérieur hiérarchique : le CONASSIF. Donc la SUGEVAL est un organe d'une institution qui est autonome, mais grâce à sa personnalité juridique instrumentale elle a une autonomie spéciale par rapport aux compétences déléguées par la loi[223].

105. Chaque pays a adopté une forme institutionnelle qui s'adapte à son contexte juridique. Pour les États-Unis c'est une *independent agencie* qui assure ses missions en dehors du contrôle du Président en raison d'un manque de confiance envers le pouvoir exécutif. En France, il existe une inspiration du modèle américain, mais qui a été adapté à la réalité juridique française : une autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale pour un renforcement de son indépendance par rapport aux pouvoirs publics. Au Costa Rica, l'indépendance n'a pas été adoptée, le législateur a préféré une autonomie élargie, par l'adoption d'un modèle institutionnel différent : un *organe-personne,* qui est sujet à un pouvoir de direction[224], mais qui reste autonome dans le domaine de compétences déléguées par la loi.

106. Il est intéressant de constater comment la France et le Costa Rica ont opté pour une personne publique *sui generis* qui sorte de la structure de l'administration traditionnelle[225]. Elle sert un objectif d'adéquation juridique avec la réalité qui exige de nouvelles formes de fonctionnement représentées par de nouvelles institutions.

107. Les statuts juridiques adoptés pour chaque autorité ont la même finalité : une intervention dans les marchés indépendantes, procurée non seulement en raison de leur statut juridique, mais aussi grâce aux attributs que la loi leur a donnés à toutes pour pouvoir réaliser leurs missions.

---

[223] PGR, Avis C-214-2004, 2 juin 2004 et PGR, Avis C-248-2004, 27 août 2004.

[224] Le Pouvoir exécutif a un pouvoir constitutionnel de diriger l'action et le bon fonctionnement des services et dépendances administratives. C'est un pouvoir directionnel qui va orienter et coordonner l'action étatique. Voir PGR, Avis OJ-043-1999, 8 avril 1999.

[225] THOMASSET-PIERRE Sylvie, « Création de l'Autorité des marchés financier. Commentaire de la loi du 1er août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », *Recueil Dalloz*, 2003, p. 2952 et JINESTA LOBO Ernesto, *Tratado de Derecho Administrativo*, Tomo I, Editorial Jurídica Continental, 2009, p. 104.

Section 2. Les attributs fondamentaux

108. Les autorités de régulation pour pouvoir mener à bien leurs missions ont des caractéristiques qui permettent une action fluide pour protéger les investisseurs et maintenir des bonnes relations avec les opérateurs. Parmi les plus indispensables nous pouvons trouver la personnalité morale (Sous-section 1), et l'indépendance ou autonomie qui est renforcée par la personnalité morale (Sous-section 2).

Sous-section 1. La personnalité juridique, un élément essentiel

109. Une personne juridique est un sujet de droit qui se voit attribuer la personnalité juridique ou morale qui lui permet d'être objet des droits et obligations. Cela permet aux personnes juridiques qui ont la personnalité morale d'achever leurs missions et de réaliser leur gestion, de plus cela leur donne une autonomie majeure par rapport aux autres personnes juridiques de droit public[226].

110. La personnalité morale en droit public admet la possibilité de gérer ses propres ressources (humaines et monétaires), d'ester en justice, entre autres, cela veut dire que les institutions dotées de la personnalité juridique peuvent agir en dehors de la personne de l'État avec une autonomie à son égard.

111. Les régulateurs, objet de cette étude, ont été conçus de façon distincte par le législateur de chaque pays, comme nous l'avons déjà signalé. Parfois la technique législative utilisée est différente et est accentuée par le système juridique des pays étudiés : *Common Law* ou tradition romano-germanique. Il faut indiquer que pour la *Common Law* le fait de consigner expressément que telle institution a la personnalité juridique n'est pas important et que ceci n'implique pas que l'institution concernée n'a pas la personnalité morale.

112. Aux **États-Unis,** la *Securities and Exchange Act* n'a pas précisé que la SEC avait la personnalité juridique, mais l'a dotée de certaines qualités qui sont propres à une entité ayant une personnalité morale, par exemple elle peut, entre autres, ester en justice ou contracter des obligations[227]. Pour la France et le Costa Rica, il est nécessaire que la loi

[226] GONOD Pascale, MELLERAY Fabrice et YOLKA Philippe, *Traité de droit administratif*, Tome I, Dalloz, 2011, p. 336.
[227] 15 U.S. Code § 78d.

précise si elle octroie la personnalité ou non au régulateur. En **France**, la loi de création de l'AMF a signalé qu'elle est une « *autorité publique indépendante* »[228], dotée de la personnalité morale[229]pour « *une meilleure souplesse de fonctionnement en permettant l'affectation directe des recettes en facilitant le recrutement d'agents issus de la profession* »[230]. Au **Costa Rica** la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* a doté la SUGEVAL d'une personnalité juridique instrumentale qui est le propre des organes de déconcentration maximale, c'est-à-dire limitée[231].

113. Maintenant, nous allons développer les qualités propres à la personnalité juridique afin de vérifier si les régulateurs partagent ces caractéristiques : le pouvoir d'ester en justice, l'autonomie financière et la responsabilité[232].

§1. La capacité d'ester en justice

114. Cette capacité est un attribut de la personnalité juridique qui permet aux régulateurs d'agir en justice soit pour défendre leurs décisions – sanctions, règles, etc. – soit pour poursuivre en justice les acteurs du marché qui ont violé les lois ou les réglementations du marché. Normalement ils ont un intérêt à agir parce qu'il y a un intérêt public lésé qu'ils sont chargés de protéger[233].

115. Aux **États-Unis**, la *Securities and Exchange Act* établi la capacité de la SEC d'ester en justice, quand une personne a commis ou est en train de commettre un acte contre les lois qui régulent le marché financier[234]. Mais sa capacité est limitée à des procès soit

[228] Article L.-621-1 Code de monétaire et financier.
[229] Article 2 Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
[230] DECOOPMAN Nicole, « La nouvelle architecture des autorités financières. Le volet institutionnel de la loi de sécurité financière. Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 », La Semaine Juridique Edition Générale (JCP G), n° 42, 2003, doctr. 169.
[231] Article 3 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[232] KOVAR Jean-Philippe et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « L'indépendance des autorités de régulation financière », Revue de Droit Bancaire et Financier, nº 3, 2012, p. 3.
[233] Selon CORNU la capacité d'ester en justice est se « *présenter en justice ; plaider, soit comme demandeur, soit comme défendeur* ». CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 413.
[234] 15 U.S. Code § 78aa et 15 U.S. Code § 78u.

administratifs soit civils, car, selon le Code de régulations fédérales, pour les cas pénaux, c'est le Procureur Général qui a l'autorité et la responsabilité de le faire[235].

116. Dès ses premiers jours la SEC a fait valoir ce droit pour protéger ses intérêts en produisant une jurisprudence extensive qui va assez loin pour permettre à la SEC d'agir comme « *amicus curiae* »[236] dans certains cas qui touchent la loi des marchés financiers et son application, en donnant son avis sur le procès, car la décision peut affecter son action et intérêt.

117. En **France**, le Code monétaire et financier français prévoit que le président de l'AMF peut agir en son nom devant toute juridiction[237]. En plus, en raison de sa personnalité juridique, au contraire de son prédécesseur, la COB, l'AMF a le pouvoir d'intervenir en cassation.

118. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL, la *Ley Reguladora de Mercado de Valores* a donné au Superintendant la représentation judiciaire et extra judiciaire du régulateur dans la sphère de compétences déléguée par la Banque centrale du Costa Rica, autrement dit il a la représentation en ce qui concerne la protection des investisseurs, la transparence des marchés et la divulgation des informations[238]. Il peut agir devant toute juridiction comme l'AMF.

119. Ainsi donc, il est reconnu aux trois régulateurs la capacité d'ester en justice. Nous pouvons constater que pour les deux pays avec un système juridique provenant d'une tradition romano-germanique il est impératif que ce soit la loi qui octroie explicitement cette faculté. En revanche pour les États-Unis, elle est omniprésente dans les textes de lois, mais de manière implicite.

---

[235] CHATMAN THOMSEN Linda, «The Division of Enforcement», International Institute for Securities Market Development, 2005. En ligne https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_enforce/overviewenfor.pdf

[236] C'est une personne ou une organisation qui peut agir dans un procès avec l'autorisation de la cour sans être partie du même. La personne peut apporter des recommandations ou des avis sur une question légale qui affectent directement le cas (https://www.merriam-webster.com/dictionary/amicus%20curiae). Voir aussi Legal Dictionary, *amicus curiea*. En ligne https://dictionary.law.com/Default.aspx?typed=amicus%20curiae&type=1

[237] Article L. 621-2, II, alinéa 2 Code monétaire et financier.

[238] Article 8 alinea 1 Ley Reguladora del Mercado de Valores.

§2. L'autonomie financière

120. Les autorités de régulation, en raison de la personnalité morale, ont une autonomie financière[239], autrement dit leur budget est différent de celui de l'État et elles peuvent prendre des décisions concernant leur budget sans influences extérieures. Pour une autonomie financière optimale, les autorités de régulation doivent avoir des ressources propres[240] et une liberté de faire ou être capable d'administrer les ressources[241].

121. La **SEC** reste contrainte à soumettre son budget au Président américain pour qu'il le transmette au Congrès pour approbation[242]. La SEC doit même collecter les ressources attribuées par le Congrès, pour cela les *Self-Regulatory Organisations* (SRO's)[243] ont l'obligation de payer certains frais qui restituent les sources assignées.

122. L'**AMF** est autonome financièrement[244], elle n'est pas objet d'un contrôle a priori de la Cour des comptes. Elle a des ressources propres affectées provenant des acteurs du marché, au contraire du cas costaricien qui est soumis à tous les contrôles fiscaux et budgétaires. Les opérateurs contribuent au financement de l'AMF[245].Par exemple, quand il existe une procédure d'offre publique d'acquisition, ces droits sont fixés par décret du Conseil d'État.

123. Le droit administratif costaricien a créé une figure juridique *sui generis*, la personnalité juridique instrumentale[246], qui comme nous l'avons écrit supra, donne à la SUGEVAL le pouvoir d'administrer ses ressources indépendamment de celles de la Banque Centrale, institution à laquelle elle appartient[247]. De plus, elle peut aussi passer des contrats pour gérer du personnel, les services et les biens, tout cela dans le respect des règles du budget et des marchés publics.

---

[239] L'« *autonomie financière ne se définit certes pas mais elle se mesure à l'aide d'un faisceau d'indices où chaque indice est plus au moins nécessaire mais dans tous les cas Insuffisant* » PALMA-AMALRIC Valérie, *L'autonomie financière des autorités indépendantes*, 2017, Paris, L'Harmattan, p. 47.
[240] Ibidem, p. 397.
[241] PALMA-AMALRIC Valérie, *op. cit.*, p. 41-43.
[242] SELIGMAN Joel, « Self-Funding for the Securities and Exchange Commission», Nova Law Review, vol. 28, n° 2, 2004, p. 253.
[243] Un organisme d'autorégulation est un organisme non gouvernemental qui a le pouvoir de créer et de faire respecter des réglementations et des normes sectorielles et professionnelles autonomes. Par exemple le New York stock exchange. Voir aussi : https://www.law.cornell.edu/wex/self_regulatory_organization#
[244] Article L. 621-5-2 Code monétaire et financier.
[245] Article L. 621-5-3 Code monétaire et financier.
[246] PGR, Avis 115-89 du 4 juillet 1989 et PGR, Avis C-152-2002 du 12 juin 2002.
[247] Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 001247-F-S1-2011 13h55 du 26 septembre 2011.

124. La *Ley Reguladora del Mercado de Valores* prévoit que le budget de la **SUGEVAL** aura deux sources de financement[248]. D'une part la Banque Centrale y contribue à hauteur de 80 % du budget et d'autre part les opérateurs régulés ont une obligation de contribuer au budget pour arriver aux 20 % manquants. Les règles de calcul et le montant du paiement sont établis par décret du ministre des Finances pour chaque opérateur. La SUGEVAL doit présenter son budget à la CONASSIF qui doit l'approuver. Si le budget est approuvé, c'est le tour de la Cour des comptes.

125. Or la SEC et la SUGEVAL sont les deux autorités avec des contrôles plus stricts sur leur budget, car il doit être approuvé par des tiers. Pour la SEC, le Président de la République le transmet au Congrès qui doit l'approuver. Dans le cas costaricien, c'est la Cour des comptes qui doit l'approuver.

§3. La responsabilité

126. Les régulateurs peuvent causer des dommages aux particuliers qui sont soumis à leur surveillance et à leur contrôle. La personnalité morale rend responsables les régulateurs de leurs actes. La responsabilité des personnes publiques, tels que les régulateurs de marchés financiers est une responsabilité administrative. Ils répondent dans certains cas avec leur propre patrimoine des fautes qu'ils ont commises.

127. L'**AMF** est responsable de ses actes et elle peut aussi grâce à la personnalité juridique se constituer partie civile pour le délit d'initié, le délit de communication d'informations privilégiées, le délit de fausse information. La responsabilité de l'État peut être mise en cause à titre subsidiaire. La **SUGEVAL** peut se constituer partie civile et peut aussi être attaquée dans un procès contentieux administratif pour les décisions qu'elle prend qui causent des dommages. La **SEC** peut être menée devant les tribunaux en raison de ses actions.

[248] Article 174 Ley Reguladora del Mercado de Valores.

128. L'octroi de la personnalité morale ne fait pas l'unanimité de la doctrine en France[249]. Aux États-Unis le sujet ne se discute pas en raison de la tradition de la *Common Law*. Enfin, au Costa Rica, la figure institutionnelle des autorités administratives indépendantes ou autorités publiques indépendantes n'a pas fait son apparition, mais le législateur a créé une personnalité limitée en dehors de la technique juridique traditionnelle. La personnalité morale permet un exercice autonome des missions et des objectifs fixés par la loi, même s'il existe certaines exceptions ou influences que nous allons aborder infra. Cette autonomie ou indépendance doit être analysée pour savoir comment elle est approchée dans chaque système juridique.

Sous-section 2. Vers une autorité indépendante ou autonome

129. L'indépendance et l'autonomie ne sont pas conçues de la même façon par les trois pays étudiés, la SEC et l'AMF ont été qualifiées d'indépendantes -*independant agencie* et autorité publique indépendante- tandis que la SUGEVAL a une structure plus compliquée, organe-personne, qui a une autonomie relative. Par ailleurs, l'indépendance peut être comprise ou définie d'une façon distincte dans chaque système juridique. Que faut-il donc entendre par indépendance ?

130. Pour la doctrine de droit public français, l'indépendance d'un organe est comprise comme « *la possibilité de prendre ses décisions en toute liberté et à l'abri de toutes instructions et pressions* »[250]. C'est une indépendance non seulement par rapport aux pouvoirs publics, mais aussi à l'égard des opérateurs régulés[251]. La première est l'absence d'un pouvoir

[249] MELLERAY Fabrice, « Une nouvelle crise de la notion d'établissement public. La reconnaissance d'autres personnes publiques spécialisées », AJDA, 2003, p. 711, THOMASSET-PIERRE Sylvie, « Création de l'Autorité des marchés financiers. Commentaire de la loi du 1er août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », Recueil Dalloz, 2003, p. 2951, LOMBARD Martine, « Brèves remarques sur la personnalité morale des institutions de régulation », Revue juridique de l'entreprise publique n° 619, 2005, chron. 100029 et CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 293.

[250] CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p.534.

[251] AUTIN Jean-Louis, « Les autorités de régulation sont-elles des autorités administratives indépendantes ? » in *Mélanges en l'honneur du Professeur Jean-Philippe Colson*, Presses Universitaires de Grenoble, 2004, p. 445-446. Il a signalé que « l'exigence d'indépendance découle naturellement des modalités selon lesquelles se réalise la libéralisation sectorielle… Les autorités de régulation doivent être indépendantes de l'État… Les autorités de régulation doivent être aussi indépendantes du marché ».

de hiérarchie ou de tutelle[252] et la deuxième se réfère surtout à l'impartialité[253]. La Cour de justice de l'Union européenne dans son arrêt du 9 mars 2010 a assuré que « *le terme "indépendance" désigne normalement un statut qui assure à l'organe concerné la possibilité d'agir en toute liberté, à l'abri de toute instruction et de toute pression* »[254].

131. La doctrine américaine conçoit l'indépendance des *independant agencies* comme la protection de ses membres, car ils ne peuvent pas être destitués de leurs postes sans motif[255]. À cela s'ajoute la possibilité de donner un avis technique indépendamment du Président de la République[256]. La Cour Suprême américaine a affirmé dans l'arrêt *Humphrey's Executor* qu'« *une agence indépendante est celle dont les membres ne peuvent pas être révoqués par le Président… que "pour cause", c'est-à-dire pour juste motif* »[257].

132. La doctrine costaricienne n'a pas élaboré de définition d'indépendance parce que dans son système l'indépendance ne figure pas dans l'horizon juridique. En effet la libéralisation du marché est arrivée très tardivement avec des traités de commerce, plus particulièrement avec les États-Unis. Ainsi les règles d'indépendance n'ont pas été abordées et pour remplir les exigences de séparation des régulateurs de l'État le législateur a eu recours à l'autonomie.

133. Les institutions, autorités ou organes indépendants n'ont pas été le choix du législateur. En revanche, l'autonomie a été développée du fait que la technique de la décentralisation administrative est largement utilisée au Costa Rica[258]. Il existe trois degrés d'autonomie dans le système juridique. Le premier est le pouvoir de s'administrer, le deuxième est, en plus du premier, la capacité de fixer ses objectifs sans être soumis à un

---

[252] DELVOLVE Pierre, *Droit public de l'économie*, Dalloz, 2021, p. 272. Voir aussi ISRAEL Didier, « L'indépendance de l'autorité de contrôle prudentiel » in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n° 143, 2012, p. 763.

[253] ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe, « Introduction », in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n° 143, 2012, p.623. Voir aussi Décision n° 86-217-DC, 18 sept. 1986.

[254] CJUE, Grande Chambre, 9 mars 2010, Commission c/ République Fédérale d'Allemagne, aff.C-518/07.

[255] KIRTI Datla et REVESZ Richard L., «Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies) », Cornell Law Review, vol. 98, n° 4, 2013, p. 772

[256] *Ibidem,* p.771. et VERMEULE Adrian, « Conventions of Agency Independence », Columbia Law Review, vol. 113, 2013, p. 1168

[257]ZOLLER Elisabeth, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », RFDA, 2004, p. 760.

[258] En France l'autonomie a été surtout développée en raison d'une décentralisation territoriale. Voir DELVOLVE Pierre, *Le droit administratif*, Dalloz, 2018, p. 21 et CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 105.

pouvoir de tutelle et le troisième est le cumul des deux mentionnés auparavant et la possibilité de se donner sa propre organisation interne (création de ses organes)[259].

134. La troisième forme d'autonomie est celle que nous pouvons assimiler à l'indépendance des autres pays étudiés, car elle rassemble tous les échelons d'autonomie, autrement dit, les institutions qui ont cette autonomie peuvent se doter d'une structure pour accomplir leurs missions[260].Les autorités indépendantes ou autres organismes ou institutions indépendants n'ont pas fait leur entrée dans le catalogue costaricien, cela n'empêchant pas qu'une autonomie fonctionnelle plus étendue ait été mise en place[261].

135. L'indépendance est comprise d'une forme différente dans les deux pays qui la présentent. Pour la France c'est une non-intervention des pouvoirs publics et des opérateurs : elle implique d'abord l'absence de toute tutelle ou pouvoir hiérarchique à son égard de la part du pouvoir exécutif et une indépendance des influences des opérateurs du marché[262]. En revanche pour les États-Unis la non-intervention vient de la part du Président, cela fait que le Congrès possède une influence, même un certain contrôle sur les autorités de régulation[263].

136. Enfin, l'indépendance cherche une non-intervention des influences extérieures, qu'elles soient politiques ou du marché, pour assurer une transparence dans la gestion et le fonctionnement des institutions, mais aussi elle suppose que les décisions prises par ces autorités soient objectives et impartiales.

137. Cela nous amène à nous demander si la personnalité morale favorise la transparence et l'objectivité de ces autorités de régulation. Pour certains auteurs de la doctrine française[264], elle n'est pas indispensable pour le fonctionnement et la prise des décisions sans la capture des pouvoirs publics. Car le législateur et le juge ont assuré cette indépendance sans

[259]JINESTA LOBO Ernesto, *Tratado de Derecho Administrativo*, Tomo I, Editorial Jurídica Continental, 2009, p. 10.
[260] PGR, Avis C-313-2008, 10 septembre 2008 et PGR, Avis C-214-2004, 2 julliet 2004.
[261]CIJUL, «Desconcentración máxima y desconcentración mínima», Informe de investigación, p. 6. En ligne https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiJ0cj649b0AhVFzhoKHUpTCmUQFnoECCEQAQ&url=https%3A%2F%2Fcijulenlinea.ucr.ac.cr%2Fportal%2Fdescargar.php%3Fq%3DNDQy&usg=AOvVaw2l7KpOmgmAHNetUz7a8txD
[262] DEGOFFE Michel, « Les autorités publiques indépendantes », AJDA, 2008, p. 622 et KOVAR Jean-Philippe et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « L'indépendance des autorités de régulation financière », Revue de Droit bancaire et financier n° 3, 2012, étude 10.
[263] Comme nous l'avons mentionné auparavant le Congrès approuve le budget de la SEC. Voir SWIRE Peter P., « Incorporation of Independent Agencies into the Executive Branch », Yale Law Journal, vol. 94, n° 7, 1985, p. 1767 et CORRIGAN Patrick M., et REVESZ Richard L., « The Genesis of Independent Agencies», New York University Law Review, vol. 92, n° 3, 2017, p. 646.
[264] DEGOFFRE Michel, *op.cit.*, p. 627

nécessité de l'octroi de la personnalité morale, comme ils l'ont fait pour la COB. Mais il est certain qu'elle aide à obtenir une meilleure transparence et une meilleure objectivité des autorités.

138. Cependant, l'indépendance est un élément essentiel pour le plein fonctionnement des autorités de régulation. Elle met à l'abri leur action des influences politiques et du marché, car elles ont besoin d'enquêter en toute liberté, de sanctionner sans interventions, entre autres. Mais elle assure aussi un détachement du gouvernement leur donnant ainsi une autonomie. C'est grâce à cette indépendance qu'elles peuvent accomplir de manière efficace et transparente leurs missions[265].

139. Malgré l'absence d'un accord doctrinal[266], une évolution juridique des institutions qui réalisent la fonction de la régulation a eu lieu avec l'octroi de la personnalité morale, qui signifie la pleine reconnaissance par le droit d'une personne distincte qui peut agir en toute indépendance. L'octroi de la personnalité morale est l'affirmation de la séparation assurée entre le régulateur et l'État, voulue ainsi par le législateur et qui renvoie à une impartialité des régulateurs.

140. L'indépendance, comme nous l'avons indiqué, doit être vis-à-vis d'une capture des pouvoirs politiques[267] et des secteurs professionnels, mais il faut aussi parler d'une indépendance organique[268] et d'une indépendance fonctionnelle des autorités de régulation. La combinaison de ces types d'indépendances permet que les autorités de régulation garantissent la transparence de leur action. L'indépendance organique vise en un premier lieu la pluralité de corps décisionnels des autorités, c'est-à-dire que la tête des institutions ait un collège, en deuxième lieu que le collège soit nommé d'une façon indépendante des influences externes, en troisième lieu que soit défini un régime des incompatibilités pour affirmer une

[265] AUTIN Jean-Louis, « Le devenir des autorités administratives indépendantes », RFDA, 2010, p. 881.
[266] MARTIN Sébastien, « Les autorités publiques indépendantes : réflexions autour d'une nouvelle personne publique », RDP, 2013, p. 56 et KOVAR Jean-Philippe et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « L'indépendance des autorités de régulation financière », Revue de Droit Bancaire et Financier, nº 3, 2012, p. 4.
[267] MARTUCCI Francesco, « L'indépendance des autorités de régulation en Italie », in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée,* RFAP, n°143, 2012, p.725.
[268] DELZANGLES Hubert, « L'indépendance des autorités de régulation économique et financière en Espagne : L'intérêt de la clarification du droit public », in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée,* RFAP, n°143, 2012, p.710.

action éthiquement correcte, et pour finir que la durée du mandat soit indépendante des autorités qui les ont désignées[269].

141. Pour sa part, l'indépendance fonctionnelle a un rapport aux qualités données par la personnalité morale, le fait d'être objet de droits et d'obligations. Les autorités de régulation ont une indépendance fonctionnelle quand elles sont capables de gérer leur personnel, leur budget, et les moyens qu'elles ont à leur disposition, c'est-à-dire elles sont capables de décider de leur propre organisation[270].

142. Les autorités de régulation ont été conçues comme les organisateurs du marché, c'est en cela que nous pouvons reprocher à la doctrine costaricienne de ne pas avoir fait un pas vers une indépendance qu'elle aurait pu développer. Le choix de l'autonomie est limité, car il ne permet pas que l'État se détache de la fonction de réguler, il peut alors participer comme régulateur et opérateur du marché. Cela est contraire aux règles de la concurrence. De plus la transparence assurée par l'indépendance n'est pas assurée par l'autonomie. Il serait donc souhaitable d'envisager une réforme pour introduire les autorités indépendantes dans l'espace juridique costaricien, c'est-à-dire avoir des institutions indépendantes de régulation et non des autorités autonomes, car leur action est plus limitée que les premiers. Les organes-personnes, chargés de la régulation, malgré leur personnalité juridique instrumentale, ne sont pas véritablement indépendants des gouvernements et ils sont atteints par des directives de portée générale ou des influences dans le champ financier qui peuvent empêcher un fonctionnement libre.

Conclusion du Chapitre I

143. L'analyse des modèles institutionnels de régulation financière permet de déterminer que chaque pays a favorisé un modèle, mais en l'adaptant dans chaque cas aux particularités des systèmes juridiques.

144. Les États-Unis, pays où sont nés les régulateurs financiers, ont un modèle complexe qui incline vers deux modèles : l'institutionnel et le fonctionnel. En revanche le

[269] KOVAR Jean-Philippe et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « L'indépendance des autorités de régulation financière », Revue de Droit Bancaire et Financier, nº 3, 2012, p. 5.
[270] DELZANGLES Hubert, « L'indépendance des autorités de régulation économique et financière en Espagne : L'intérêt de la clarification du droit public », in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée,* RFAP, n°143, 2012, p.716.

Costa Rica et la France ont opté pour un modèle fonctionnel pour effectuer la régulation du marché. Désormais, les pays ont adapté leurs modèles en ajoutant des institutions nécessaires pour accomplir la régulation. D'un côté les États-Unis, un pays fédéral, qui a établi deux niveaux de régulation : un étatique et un autre au niveau du gouvernement fédéral, institutions distinctes pour différentes activités économiques. D'un autre côté on retrouve la France et le Costa Rica avec une approche plus simple qui cherche à réguler chaque champ d'activité avec un régulateur, et comme les deux sont des pays unitaires, ils partagent le fait qu'il existe seulement un niveau de régulation, le niveau national[271].

145. L'étude a permis de clarifier la nature juridique des autorités qui réalisent la régulation financière : la SEC, l'AMF et la SUGEVAL. La nature juridique est plus proche entre les États-Unis et la France, car les autorités sont indépendantes, même si cette indépendance est comprise autrement. Au Costa Rica, les institutions sont des organes autonomes, leur action est donc limitée. Cependant, les autorités de régulation ont la personnalité juridique, soit parce que la loi le dispose ainsi, soit elles possèdent cette qualité par ailleurs. La SUGEVAL a une personnalité morale instrumentale, l'AMF a la personnalité morale proprement dite et la SEC possède toutes les qualités d'indépendance (ester en justice, une certaine autonomie financière et responsabilité), malgré le silence de la loi, suivant l'usage dans les systèmes de la *Common Law*.

146. En général, les législateurs ont voulu des autorités hors de portée des influences des gouvernements et des professionnels. Dans certains cas, ce souhait est plus fort que dans d'autres avec des autorités détachées de l'administration traditionnelle et cela est reflété dans le choix de statut juridique. Enfin, le reproche à faire au cas costaricien est la nature juridique de la SUGEVAL, mais elle peut évoluer vers une autorité indépendante pour satisfaire les besoins de transparence et le degré d'impartialité que les autres autorités ont déjà achevé.

[271] La norme européenne est incluse dans la législation nationale par le processus de transposition.

CHAPITRE II : L'ORGANISATION DES AUTORITÉS DE RÉGULATION

147. À la fin du dix-neuvième siècle et au début du vingtième siècle, le juriste allemand Otto von GIERKE a élaboré la théorie de l'organe pour pouvoir justifier la responsabilité patrimoniale des dommages commis par les fonctionnaires publics dans l'exercice de leurs fonctions[272]. La théorie de la représentation en vigueur à l'époque avait des problèmes avec la responsabilité patrimoniale de l'État, car si l'action préjudicielle avait été effectuée hors du champ de la représentation, l'État pouvait échapper à sa responsabilité et leurs victimes se retrouver dans une situation précaire[273].

148. À cause de l'échec de la théorie de la représentation qui ne pouvait pas expliquer l'organisation des organes administratifs, la théorie de l'organe est apparue. Celle-ci était initialement une théorie pour établir l'imputation des actes de l'administration à des fonctionnaires qui formaient partie de l'administration et ces fonctionnaires n'étaient pas seulement des représentants, mais portaient une responsabilité[274].

149. C'est en vertu de cette théorie que s'est développé le concept d'organe qui décrit les compétences et facultés des organes administratifs, leur structure, leur composition et leurs moyens d'action. L'organisation des organes étatiques ou des autorités indépendantes est expliquée grâce à la théorie de l'organe[275].

150. Les autorités de régulation ont une organisation qui doit être analysée parce que l'ensemble de tous les éléments déjà susnommés constituent l'unité juridique qu'est l'institution. Dans ce chapitre nous allons étudier la structure des autorités de régulation depuis leur transparence et démocratie interne (Section I) et dans un deuxième temps nous allons vérifier que les moyens qui leur sont attribués pour remplir leurs fonctions sont suffisants et adéquats (Section II).

---

[272] CARRE DE MALBERG Raymond, *Contribution à la Théorie générale de l`État*, Tome II, Dalloz, 2004, p. 290- 297.
[273] SANTAMARÍA PASTOR Juan Alfonso, «La teoría del órgano en el Derecho Administrativo», Revista española de derecho administrativo, nº 40-41, 1984, p. 47.
[274] *Ibidem.*
[275] CARRE DE MALBERG Raymond, *op.cit.*, p. 295.

Section 1. Vers une structure transparente et démocratique

151. Les autorités de régulation, pour arriver à un meilleur fonctionnement, ont une structure organique. Elles sont formées de deux éléments. Le premier est leur organisation interne, c'est-à-dire la division des tâches entre les divers organes qui leur sont propres. Le deuxième est leur composition et concerne les personnes qui font partie des autorités. L'enjeu majeur qu'affrontent les autorités de régulation est de garantir la transparence et la démocratie au sein même de leur formation. Pour cela leur organisation (Sous-section 1) et leur composition (Sous-section 2) doivent garantir que leur action soit transparente et démocratique.

Sous-section 1. Une organisation comme garantie de transparence et de démocratie

152. La démocratie administrative est un sujet qui depuis des années a trouvé une place dans le débat public qui cherche un rapprochement entre le peuple gouverné et les gouvernants, comme une réponse à la crise de la démocratie représentative[276]. La transparence et la démocratie jouent un rôle très important dans la formation organique d'autorités de régulation. La démocratie cherche à éviter les polarisations vers telle ou telle tendance politique et c'est à partir de la transparence que cette démocratie peut être affirmée[277].

153. La démocratie dans les autorités de régulation a été un sujet de discussion en raison de leur constitution car ses membres ne sont pas élus, donc la doctrine a questionné leur légitimité démocratique[278]. Le débat a commencé lors de la création des autorités de régulation, il a même été évoqué dans les rapports du Conseil d'État et du Parlement[279].

---

[276]AUBY Jean-Bernard, « Remarques préliminaires sur la démocratie administrative », RFAP, vol. 137-138, n° 1-2, 2011, p. 14 et DAUGERON Bruno, « La démocratie administrative : retour sur la naissance d'un concept » in *La démocratie administrative : Des administrés aux citoyens*, RFAP, 2011, n° 137-138, p. 24.

[277]AUBY Jean-Bernard, « Droit administratif et démocratie », Droit Administratif n° 2, 2006, étude 3, parr. 6.

[278] BALDWIN Robert, CAVE Martin et LODGE Martin, *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2010, p. 77. Voir aussi SCHOLLEN Miloslava, « Democratic Input Legitimacy of IRAs: Proposing an Assessment Framework », Utrecht Law Review, Vol. 11, n° 2, 2015, p.1.

[279] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée Nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 303 et CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 440.

154. Le problème de la légitimité démocratique apparaît dans la délégation du pouvoir public aux institutions non démocratiquement représentatives. Comme l'a exprimé Marie-Anne FRISON-ROCHE les autorités de régulation n'ont pas de *« légitimité par régression »*[280] : la vérification n'est faite que dans la chaîne de délégation du pouvoir, une des autorités délégatrice est l'objet d'une légitimité démocratique : une élection. Le législateur a doté les autorités de régulation d'indépendance et cette caractéristique les isole du pouvoir du gouvernement avec lequel elles n'ont pas de liens de hiérarchie ou de tutelle. En conséquence elles ne bénéficient pas de la légitimation démocratique du gouvernement[281].

155. La difficulté de la légitimité démocratique peut être surmontée par la loi. Elle est à l'origine des autorités de régulation et de plus elle est adoptée par le législateur élu qui est le représentant de la volonté générale[282]. De plus, l'organisation des autorités de régulation apporte des éléments qui peuvent résoudre l'obstacle d'une légitimation : la pluralité au sein de l'autorité[283] et la participation du public dans la prise de décisions. Ces éléments de l'organisation favorisent aussi la transparence de ces organes.

156. Nous aborderons dans un premier temps l'organisation démocratique des autorités de régulation (§1), dans un deuxième temps l'organisation de la participation comme une garantie de participation citoyenne (§ 2) qui assure la démocratie dans les autorités de régulation et dans un troisième temps l'organisation comme une forme d'accès à l'information (§ 3).

§1. L'organisation démocratique des autorités de régulation

157. Les trois autorités de régulation ont une organisation différente avec divers départements ou bureaux qui se chargent des fonctions que la loi a donné aux autorités de régulation. Aux États-Unis, la SEC a une commission et cinq divisions. En France, l'AMF a un collège, une commission de sanctions et cinq commissions consultatives, en plus d'un

[280] FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Comment fonder juridiquement le pouvoir des autorités de régulation ? » Revue d'Économie Financière, n° 60, 2000, p.88
[281] FRISON-ROCHE, Marie-Anne, « Les autorités administratives indépendantes : distorsion ou réforme de l'État ? », in BETBEZE, Jean-Paul et COEURE, Benoît (dir.), *Quelles réformes pour sauver l'État ?* Les cahiers du Cercle des économistes, PUF/Descartes & Cie, 2011, p. 128.
[282] FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Comment fonder juridiquement le pouvoir des autorités de régulation ? », *op.cit.,* p. 89.
[283] ROSANVALLON Pierre, *La légitimité démocratique : impartialité, réflexivité, proximité*, Seuil, 2010, p. 88.

conseil scientifique. Au Costa Rica, la SUGEVAL a un surintendant, quatre divisions et un supérieur hiérarchique : le CONASSIF.

158. La SEC et l'AMF ont une commission qui fait directement partie de l'organisation de l'autorité de régulation, les commissions sont des organes collégiaux intégrés par plusieurs membres qui prennent leurs décisions à la majorité sans préjudice aux pouvoirs du président. En revanche, la SUGEVAL est un organe unipersonnel dans la personne du superintendant, mais elle a une commission qui est en dehors de sa structure qui agit comme un supérieur hiérarchique[284]. Les commissions de la SEC et l'AMF jouent un rôle décisionnel dans les domaines de leurs compétences, pour sa part la SUGEVAL a un membre unique, le superintendant, qui prend les décisions, son rôle se rapproche de celui des commissions dans les autres pays.

159. L'organisation permet aux autorités de régulation de disposer des mécanismes pour appliquer la loi, protéger les investisseurs, établir la réglementation nécessaire et superviser des entreprises d'investissement.

160. Aux **États-Unis**, la SEC est formée de cinq divisions la *corporation finance*, d'*enforcemen*t, d'*economic and risk analysis*, d'*investment management* et de *trading and markets*[285]. La division de *corporation finance* s'assure que les entreprises fournissent toute l'information requise aux investisseurs, elle est chargée de vérifier les documents donnés aux investisseurs, les rapports annuels et trimestriels, *proxy materials*[286], entre autres[287]. C'est avec ces informations que les investisseurs peuvent évaluer la valeur d'une firme. Or, elle a à sa charge l'interprétation des règlements de la SEC pour les avocats, les comptables, entre autres. C'est une des divisions qui permet une véritable transparence des participants du marché, car elle assure une information réelle destinée aux investisseurs de l'État sur les entreprises dans lesquelles ils sont sensés investir[288].

---

[284] Le Conseil national de supervision du système financier, CONASSIF.
[285] SEC, Organisation. En ligne https://www.sec.gov/about/secorg.pdf.
[286] Les *Proxy materials* connus aussi comme *proxy statement* sont des documents donnes par les entreprises publiques pour que les actionnaires puisent comprendre comment voter aux assemblées des actionnaires et prendre de décisions informées de comment faire une procuration.
[287] Legal Information Institut, Securities and Exchange Commission. En ligne https://www.law.cornell.edu/wex/securities_and_exchange_commission_(sec).
[288] SKOUSEN K. *Fred, An introduction to the SEC,* South-Western, 1991, p. 12 et PICARDO Elvis, Understanding the SEC, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/articles/investing/112914/understanding-sec.asp.

161. La division d'*enforcement* est celle qui exécute les enquêtes pour les possibles violations de la loi des marchés financiers. Si elle vérifie le mérite des accusations, elle est aussi chargée de faire le suivi des procédures civiles et des processus administratifs aux tribunaux fédéraux, dans ce contexte elle agit comme une police ou un procureur[289].

162. La division d'*economic and risk analysis* a été créée en 2009 pour incorporer l'économie financière[290], son origine est liée à la crise financière. Elle réalise ses fonctions de manière transversale avec toutes les autres divisions pour avoir une vision plus intégrale de la situation du marché. Elle fait des analyses économiques et statistiques très détaillées en soutien à la Commission[291].

163. La division d'*investment management* a été créée pour protéger les investisseurs et son but est de promouvoir des décisions informées à l'heure d'investir[292]. Elle réalise ses missions de conseil, divulgation, réglementation et surveillance du risque à l'aide de quatre offices : Chief *Consel's Office*, *Disclosure Review and Accounting Office*, *Rulemaking Office*, et *Risk and Examinations Office*. Elle prévoit une information complète sur les entreprises d'investissement et les produits d'assurance. Elle propose aussi à la Commission l'adaptation ou la création de nouvelles règles et elle surveille le risque par une connaissance technique du marché.

164. La division de *trading and markets* s'occupe d'établir des critères pour un marché ordonné et efficient[293]. Elle réalise une surveillance des courtiers, des organisations

[289] SKOUSEN K. *Fred, op. cit.*, p. 12, MAY Alex, RIELY Charles, INAGAKI Amy, «Recent SEC Charges Show Division of Enforcement's Continued Reliance on Data Analytics and Targeted Initiatives», Securities Litigation, Vol. 31, n. 3, 2021), pp. 12-13 et PICARDO Elvis, *op.cit.*

[290] L'économie financière est le « *fonctionnement quotidien des marchés financiers repose de plus en plus sur des concepts, théories ou modèles issus de cette discipline. Ce que font aujourd'hui les opérateurs sur les marchés financiers est pensé en termes de calcul stochastique, de benchmark, d'efficience informationnelle ou d'absence d'opportunité d'arbitrage* » JOVANOVIC Franck, « L'institutionnalisation de l'économie financière : perspectives historiques », Revue d'Histoire des Sciences Humaines, n° 20, 2009, p. 3.

[291] Cette division est formée par neuf offices, voir SEC, Division of Economic and Risk Analysis. En ligne www.sec.gov/dera/Article/dera-about.html.

[292]SKOUSEN K. *Fred, op. cit.*, p. 12 et PICARDO Elvis, *op. cit.*

[293] FERRARA Ralph C., « SEC Division of Trading and Markets: Detection, Investigation and Enforcement of Selected Practices That Impair Investor Confidence in the Capital Markets », Howard Law Journal, vol. 16, n° 4, 1971, p. 950.

autorégulées[294], de la *Securities Investor Protection Corportation, SIPC* [295], des *Municipal Securities Rulemaking Board*[296], des agences de notation et des autres participants du marché.

165. En **France**, l'AMF est formée par le collège, la commission des sanctions, le secrétaire général et des commissions consultatives[297], ainsi que par le Comité exécutif (Comex)qui est l'instance de direction des services de l'AMF[298] et par le Comité de direction (Codir) réunissant une fois par mois l'ensemble des directions de l'AMF[299]. L'organisation de l'AMF se complète par ses directions : Direction de la régulation et des affaires internationales, Direction des émetteurs et des affaires comptables, Direction de la gestion d'actifs, Direction des enquêtes et contrôles, Direction des données et marchés, Direction des relations avec les épargnants, Direction des affaires juridiques, Direction des ressources, support et transformation, Direction de la communication, Direction de l'instruction et du contentieux des sanctions[300].

166. Le code monétaire et financier signale que les services spécialisés de l'AMF seront dirigés par le Secrétaire général, dont les services spécialisés les plus emblématiques sont les enquêtes et les contrôles[301]. Les divisions font des enquêtes et des contrôles quand les entreprises sont sous suspicion d'un abus de marché, de malfaisances avec des épargnants et de transactions anormales du marché.

167. La direction des émetteurs et des affaires comptables[302] est chargée de vérifier que les sociétés respectent leur obligation de publication d'information permanente et périodique dans les délais établis par le Code monétaire et financier, de plus elle contrôle la véracité de ces informations. La direction des émetteurs a aussi à sa charge la surveillance des offres

---

[294] Self-regulatory oganizations, SRO'S.
[295] La *Securities Investor Protection Corporation* est une association privée qui assure la liquidation des courtiers quand ils sont en liquidation judiciaire ou en cas de problèmes financiers. SIPC, Mission. En ligne www.sipc.org/about-sipc/sipc-mission .
[296] Elle est chargée de réguler au niveau municipal les instruments financiers par la création de règles et la diffusion d'information CHEN. James, Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), 2020. En ligne https://www.investopedia.com/terms/m/msrb.asp.
[297] Article L.621-2 Code monétaire et financier.
[298]AMF, Rapport annuel 2020, p.17 et AMF, COMEX, 2021. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/notre-gouvernance#Le_Comex.
[299]AMF, Rapport annuel 2020, p.18 et AMF, CODIR, 2021. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/notre-gouvernance#Le_Codir.
[300] AMF, Nos equipes, 2020. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes.
[301] Article L.621-5-1 Code monétaire et financier. AMF, Direction des enquêtes et contrôles, 2021. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_enqutes_et_des_contrles_.
[302] Elle s'appuie sur la Direction comptable et la Direction juridique de l'AMF. AMF, Direction des émetteurs et affaires comptables, 2021. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_metteurs_et_des_affaires_comptables.

publiques faites par les sociétés, elle veille au respect des principes comme l'égalité de traitement des détenteurs de titres, la transparence de l'information et l'intégrité du marché.

168. Pour sa part, la direction de la gestion d'actifs réalise le suivi des placements collectifs, autrement dit sur les organisations de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et les fonds d'investissement alternatif (FIA) qui sont l'objet d'un agrément[303]. La direction des données et marchés surveille les marchés réglementés et les sociétés qui se chargent des systèmes multilatéraux de négociation[304].

169. La Direction des enquêtes et des contrôles a pour objectif d'identifier les infractions boursières des participants du marché et aussi de mener des contrôles pour assurer que les professionnels respectent leurs obligations selon le code monétaire et financier et les chartes créées à cet effet[305].

170. La direction des données et marchés effectue l'activité de surveillance des marchés pour assurer son bon fonctionnement, elle le fait par l'examen des déclarations de transactions afin de détecter des comportements distinctifs et des anomalies, cela permet aussi la vigilance des tendances du marché pour éviter tout abus du marché[306].

171. En plus, avec sa direction des relations avec les épargnants, l'AMF propose des lignes pour mieux investir et aussi un moyen pour les investisseurs d'informer l'autorité s'ils ont des problèmes. Elle a formé un pôle de communication avec l'ACPR que nous allons aborder plus tard[307].

172. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL a un supérieur hiérarchique, le CONASSIF, qui est un conseil ayant à sa charge la surveillance du système financier (les institutions financières, les assurances, les retraites, entre autres). Elle a un surintendant en charge de la représentation de l'autorité, et un intendant qui a une fonction d'appui aux fonctions du superintendant. La SUGEVAL a quatre divisions : la division de surveillance de fonds et émetteurs, la division de surveillance des marchés et intermédiaires, la division juridique et la division de recherche

[303] Les placements collectifs sont soumis à la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009.
[304]AMF, Direction de la gestion d'actifs, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_de_la_gestion_dactifs.
[305]AMF, Enquêter et contrôler, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/enqueter-et-controler.
[306] AMF, Rapport annuel 2013, p. 111.
[307]AMF, La Direction des relations avec les épargnants et de leur protection, 202. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_relations_avec_les_pargnants_et_de_leur_protection.

normative[308]. Elles sont soutenues par des départements d'inspection et d'analyse, de gestion juridique et d'achèvement, de gestion de recherche et normative, d'information et de communication, d'offre publique et informatique[309].

173. La SUGEVAL a divisé son action en différents domaines d'action : 1) la réglementation : elle est mise en place par la multiplicité de divisions, mais surtout par la division de la recherche normative, 2) l'agrément des produits : qui est réalisé par le département d'offre publique, la surveillance et le contrôle sont effectués par les divisions des marchés et intermédiaires et la division de surveillance de fonds et émetteurs, 3) les sanctions :leur instruction et leur imposition sont faites par le département de gestion juridique et accomplissement. Ces domaines d'action ont le soutien des départements d'informatique et d'information et communications[310].

174. C'est dans ce contexte que la démocratie entre dans l'organisation des autorités de régulation. La démocratie est conçue, dans un sens large, comme *« le gouvernement du peuple, par le peuple, pour le peuple »*[311], les autorités de régulation, malgré leur indépendance, ne sont pas exemptées d'être démocratiques et transparentes.

§2. L'organisation comme garantie de participation et d'information

175. La « *démocratie exprime une exigence sur le mode d'exercice du pouvoir et signifie que chacun doit pouvoir participer au pouvoir* »[312], c'est une participation des

[308]SUGEVAL, Information institucional, 2020. En lignehttps://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/información-institucional/organigrama
[309]SUGEVAL, Organigrama, 2020. En lignehttp://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Organigrama.aspx
[310]SUGEVAL, Memoria Institucional 2014, p. 11. En lignehttp://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202014.pdf
[311] LINCOLN Abraham, « Le discours de Gettysburg », 10 novembre 1863, mais son origine est controversée, selon DEROSIER Jean-Philipe, « Des techniques de participation issues d'un seul gène : la démocratie » in DELCAMP Alain, LE POURHIET Anne-Marie, MATHIEU Bertrand et ROUSSEAU Dominique (dir.), *Nouvelles questions sur la démocratie*, Dalloz, 2010, p. 108 : il ne sera pas le premier à avoir utilisé la formule qui a été trouvée chez les philosophes de l'Antiquité grecque, entre autres. Voir aussi autres définitions : « *… la démocratie est une forme d'État ou de société dans laquelle la volonté générale est formée, ou… l'ordre social crée par ceux qu'il est appelé à régir – le peuple* », KELSEN Hans, *La démocratie. Sa nature – Sa valeur*, Dalloz et J.C.B. Mohr (Paul Sibeck), 1932, p.13.
[312] DOCKES Emmanuel, « Pouvoir patronal et démocratie », Semaine Social Lamy Supplement, 2008, Nº 1340, p. 85.

citoyens à l'exercice du pouvoir[313]. Dans le domaine de la régulation financière la participation du public peut s'avérer spécialisée, car nous sommes face à des personnes qui sont dans la capacité d'investir (même si des efforts existent pour une finance inclusive[314]) ou des courtiers et entreprises d'investissement, entre autres, qui ont des connaissances spécifiques et des spécialisées sur les marchés financiers.

176. La démocratie dans les autorités de régulation ne doit pas seulement être comprise comme la légitimation qu'elles reçoivent à travers la représentation, mais aussi comme la participation du peuple dans la prise de décisions. Selon Jean-Bernard AUBY « *... si la décision publique est davantage délibérée, discutée avec ses destinataires, elle sera plus efficace, d'autant d'ailleurs qu'elle sera mieux comprise et mieux acceptée* »[315]. C'est pour cela que l'organisation des autorités de régulation cherche avec certaines divisions à assurer une participation décisionnelle[316].

177. En plus de la promotion de la démocratie, l'organisation des autorités de régulation doit assurer la transparence de l'information qu'elles détiennent ou que les entreprises publient en plus de la publicité de leurs actions. C'est dans ce sens que chaque autorité a prévu des divisions pour communiquer et informer pas seulement les investisseurs, mais aussi les participants du marché (les courtiers, les intermédiaires, etc.) (B). La participation du public dans la formation des réglementations est aussi requise par les régulateurs (A).

A - La participation des citoyens

178. La participation citoyenne a différentes modalités, dont la plus utilisée par les autorités de régulation étudiées est la consultation. Mais elle peut être obligatoire ou facultative. Cela pose un problème, dans ce second cas, car il existe une participation, mais elle peut ne pas être réalisée et le plus périlleux est qu'elle ne peut pas être prise en compte.

---

[313]RIVERO Jean, « A propos des métamorphoses de l'administration d'aujourd'hui : démocratie et administration », Mélanges offerts à René Savatier, 1965, p. 825.

[314] ARUN Thankomet KAMATH Rajalaxmi, « Financial inclusion: Policies and practices », IIMB Management Review, 2015, p 1 et Center for financial inclusion. En lignewww.centerforfinancialinclusion.org.

[315] AUBY Jean-Bernard, « Introduction » in Quel dialogue entre les personnes publiques et la société civile ? Quel lien entre le débat public et la qualité de la décision publique ? Colloque organisé par le Conseil d'État le 20 janvier 2012, La documentation française, 2012, p. 84.

[316] « *Il s'agit de l'ensemble des dispositifs institutionnels, officiellement mis en œuvre par les autorités publiques… afin d'en faire des parties prenantes du processus décisionnel dans un secteur déterminé d'action publique* ». GOURGUES Guillaume, *Les politiques de démocratie participative*, PUG, 2013, p. 13.

179. Pour sa part, la **SEC** est contrainte par l'*Administrative Procedure Act* (APA)[317] qui a mis en place la procédure à suivre par toutes les autorités de régulation pour l'adoption des règles. La procédure établit la publication de la proposition de la règle, en donnant aux intéressés l'opportunité de participer à sa création. Le public peut soumettre ses observations et arguments avec ou sans audience[318]. La procédure peut être l'objet d'une révision par le juge.

180. Avec l'adoption de la *Dodd-Franck Act*, la SEC devait mettre en place plusieurs règles pour l'application effective de la loi[319]. Pour alléger la procédure, la SEC a demandé des opinions préliminaires avant la publication des propositions clés. Elle a mis à disposition du public des moyens électroniques pour qu'ils puissent communiquer ses avis et la SEC a aussi établi les nouvelles pratiques pour organiser des rencontres entre parties intéressées[320]. Grâce à ces nouvelles pratiques, elle assure une meilleure divulgation des informations[321]. Cela permet à la SEC de se rendre plus ouverte aux avis du public en général, mais aussi du public spécialisé dans les domaines discutés en donnant une légitimation accrue aux règles approuvées, car comme nous l'avons expliqué auparavant la participation du peuple dans la formation de la norme la rend plus acceptée, conforme aux besoins du public, et surtout plus appliquée.

181. L'**AMF** pour sa part, en raison de l'adoption de la loi n° 2011-525 du 17 mai 2011 de simplification et d'amélioration de la qualité du droit, a la possibilité avant l'édiction d'une norme de faire une consultation publique sur internet[322]. La loi a cherché à assouplir les procédures pour *« remplacer la consultation formaliste d'obscurs comités consultatifs par*

---

[317] L'*Administrative Procedure Act,* (APA) adopté le 11 juin 1946, elle est la norme qui régule les procédures internes des départements, des agences administratives et des agences administratives indépendantes aux les États-Unis.

[318] 5 U.S. Code § 553.

[319]SEC, Implementing the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. En ligne https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml.

[320]SEC, Public Comments on SEC Regulatory Initiatives Under the Dodd-Frank Act. En ligne https://www.sec.gov/spotlight/regreformcomments.shtml.

[321] FIRESTONE Rick et GOYER K.C. « SEC Rulemaking and Implementation Under the Dodd-Frank Act », Wall Street Lawyer, Vol. 14, n° 10, 2010, p. 6.

[322] Article 16 : *« Lorsqu'une autorité administrative est tenue de procéder à la consultation ...préalablement à l'édiction d'un acte réglementaire ... elle peut décider d'organiser une consultation ouverte permettant de recueillir, sur un site internet, les observations des personnes concernées »* Loi n° 2011-525 du 17 mai 2011 de simplification et d'amélioration de la qualité du droit.

une consultation ouverte aux associations et au public, ce qui ne peut que contribuer à un développement de la démocratie participative »[323].

182. L'AMF a créé dans son sein des commissions consultatives pour rapprocher le Collège de l'actualité des marchés, ce qui est une action cruciale pour ses missions[324]. Néanmoins les cinq commissions consultatives sont composées d'experts et la participation de la société civile est réduite, car la seule représentation qui pourrait faire penser à une participation citoyenne sont les associations de défense des intérêts des épargnants[325].

183. La **SUGEVAL** n'a pas d'obligation de porter les réglementations aux consultations du public en général. La *Ley General de la Administración Pública* donne audience aux entités décentralisées, associations représentant des intérêts généraux ou corporations sur les projets des règles de caractère général[326]. Pour certains projets l'autorité via son site internet demande l'avis aux intéressés.

184. Les problèmes que nous pouvons signaler sont d'une part l'absence de certitude que les observations réalisées par les citoyens via la consultation est prise en compte par les autorités et d'autre part que la consultation est une modalité de participation citoyenne limitée, car elle ne permet pas la collaboration dans la rédaction de la norme.

B -L'accès à l'information pour les citoyens

185. L'autre élément essentiel dans l'organisation des autorités de régulation est la transparence que nous allons entendre comme l'accès à l'information. L'information est celle qui est produite par le marché et ses participants, elle doit être ponctuelle, pertinente et fiable. La transparence est une révolution qui a transformé le secret en exception, celui qui auparavant régnait dans la vie administrative[327].

---

[323] DELAUNAY Bénédicte, « *Les réformes tendant à améliorer les relations des citoyens avec les administrations* », AJDA, 2011. p. 1188. Elles sont utilisées par les autorités de régulation, ainsi que dans le cadre de l'Union européenne (Livres verts et Livres blancs) et de l'OCDE, qui promeut la « démocratie électronique ».

[324] Article L. 621-2 Code monétaire et financier.

[325] AMF, Les commissions consultatives, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/les-commissions-consultatives.

[326] Article 361 Ley General de la Administración Pública.

[327] MARCHAND Jennifer, « Réflexions sur le principe de transparence », Revue du droit public et de la science politique en France et à l'Étranger, n° 3, 2014, p. 677.

186. La transparence cherche une clarté et une intelligibilité de l'information financière qui laisse voir l'État réel des entreprises et permet aux investisseurs d'avoir les faits de base pour prendre une décision rationnelle avant d'acheter ou de placer son épargne.

187. Tout d'abord l'information est exigée par la loi[328] aux émetteurs qui doivent s'enregistrer, cela exige des informations sur l'entreprise, sur les produits à négocier et après, pour la plupart des autorités, des informations sur la solidité de l'entreprise, c'est à dire des états financiers soit périodiques soit permanents (mensuels, trimestriels et/ou annuels). Toute l'information doit être vérifiée par les autorités de régulation[329].

188. Les participants du marché doivent fournir, en plus, des informations sur leur état financier et les prospectus sur les produits financiers qu'ils voudraient proposer au marché. Les prospectus doivent être clairs et intelligibles et surtout adaptés à chaque type d'investisseur, car nous pouvons retrouver des investisseurs initiés, mais aussi débutants et ces derniers ont besoin d'un guide pratique.

189. L'AMF a une division dédiée aux émetteurs qui vérifie les informations, et qui en plus porte conseil et guide les sociétés dans leurs démarches face à la réglementation[330].La SEC et la SUGEVAL ont comme mission principale la protection des investisseurs et l'AMF a pour mission l'information des investisseurs. Pour cette raison les autorités étudiées ont mis en place des institutions dédiées à l'information des investisseurs et leur protection[331]. L'objectif de ces organes est de permettre un accès facile à l'information et d'éduquer les participants du marché : investisseurs et entreprises.

190. L'accès à une information véritable et pertinente assure la transparence des marchés et elle est vue comme un des piliers du bon fonctionnement du marché. Les autorités de régulation reçoivent une grande quantité d'informations et leur vérification s'avère parfois impossible à cause du manque de personnel ou de moyens financiers. Cela représente une limite à la transparence, car les entreprises peuvent remplir leur obligation d'information, mais si l'information n'est pas de qualité cela peut induire les investisseurs en erreur.

---

[328] Code des marchés financiers, *Securities Exchange Act* et la *Ley reguladora del mercado de valores.*

[329] Parfois les autorités de régulation se retrouvent avec des limitations matérielles pour la vérification de toute l'information diffusée par les sociétés participant au marché. Par exemple quand les marchés sont très grands et complexes.

[330]AMF, Nos équipes, 2020https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_metteurs_et_des_affaires_comptables

[331] L'*Office of Investor Education et l'Office of Investor Advocacy* pour la SEC, la division des relations avec les épargnants et Département d'information et communication pour la SUGEVAL.

191. Dans une démarche de transparence, les autorités de régulation ont aussi instauré des bureaux pour informer, éduquer et recevoir des dénonciations du public, soit des investisseurs ou des personnes qui veulent participer au marché. Ces bureaux ont pour but de rendre le marché plus sûr, par l'éducation des investisseurs dans le fonctionnement du marché, par la possibilité de les informer sur leurs droits, comme le droit de conseil, face aux participants du marché, et en plus les investisseurs peuvent présenter des plaintes en cas de violation de leurs droits ou d'abus du marché.

192. Aux **États-Unis**, la *Dodd-Frank Act* a créé, l'*Office of the Investor Advocate*[332] qui est attaché à la SEC et il a pour objectifs de donner une voix aux investisseurs et de protéger les investisseurs particuliers ou investisseurs au détail. De plus il soutient l'*Investor Advisory Committe*[333] avec entre autres le personnel et la logistique. Ce bureau a un statut indépendant, mais il doit rendre des comptes au président de la SEC et rendre deux rapports au Congrès[334].

193. En plus du *Office of the Investor Advocate* la SEC a créé *l'Office of Investor Education and Advocacy* (Bureau de l'éducation et de la défense des investisseurs). Ce bureau a pour buts principaux d'informer pour aider à faire des investissements prudents et intelligents, de recevoir des réclamations, de répondre aux questions, c'est-à-dire qu'il agit comme un service au client[335].

194. En **France**, l'AMF est la garante de l'épargne, pour cela elle a prévu une direction qui entretien les relations avec les épargnants[336]. Après la crise financière du 2007, les législateurs français et américains ont décidé de donner une place importante à la protection des investisseurs[337] par la création de départements spécialisés dans leur protection.

---

[332] Il a été mis en place le 24 février du 2014. FERRETTE Chelsea P., «The Myth of Investor Protection: The Dodd-Frank Act and the Office of the Investor Advocate », Journal of Business & Securities Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 65. Voir aussi https://www.sec.gov/page/investor-advocate-landing-page.
[333] 15 U.S. Code § 78pp. Il a été créé par la Dodd-Frank Act, il procure des conseils à la SEC dans le domaine de protection des investisseurs.
[334] *Ibidem.*
[335] SEC, Office of Investor Education and Advocacy, En ligne https://www.sec.gov/page/oieasectionlanding.
[336] Elle a été envisagé par le plan stratégique de l'AMF pour 2009-2012, elle a été mise en place en juin 2010.
[337] Il est important de remarquer que les trois pays utilisent le concept d'investisseurs (*investor, inversionista*) mais en France pour faire référence au investisseurs le concept épargnant est aussi utilisé.

195. L'AMF a intégré un pôle commun avec l'ACPR pour assurer la protection des clients ou investisseurs dans les domaines de l'assurance, de l'épargne et de la banque[338]. C'est à travers un site internet et un numéro commun qu'ils communiquent au public les informations qui se révèlent importantes pour la prise de décisions. Par leur travail commun les autorités orientent les épargnants vers de bonnes pratiques dans le marché pour assurer leur protection[339].

196. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL a un bureau d'information au citoyen[340], qui ressemble à la direction des relations avec l'épargnant, car elle s'occupe aussi des alertes aux investisseurs, des dénonciations des sociétés régulées. Malgré l'extension réduite du marché costaricien, la SUGEVAL est très intéressée par le maintien de sa transparence et de son bon fonctionnement en s'appuyant sur son département d'information et de communication qui partage avec les investisseurs l'information relevant des sociétés régulées et les oriente sur leurs devoirs d'information envers la SUGEVAL, mais aussi envers les investisseurs[341].

197. Les trois autorités de régulation sont agréées pour garantir la confiance des investisseurs aux marchés et pour cela l'information est la clé[342]. Cette information doit être de qualité, parce qu'elle crée une finance plus démocratique, c'est-à-dire que la vulgarisation de l'information permet une meilleure éducation des personnes qui ne sont pas spécialistes du marché en leur ouvrant la possibilité de participer, pas seulement comme investisseurs, mais aussi comme garants de la véracité de l'information grâce au mécanisme de dénonciation.

198. La critique qui se pose ici est que l'accès est réservé aux spécialistes : soit aux participants du marché, soit au sein des autorités de régulation à leurs membres, situation qui laisse une place réduite aux étrangers à la technique et à la dynamique des marchés. Comme l'a exprimé Jean-Bernard AUBY *« [l]es grands textes, les grandes décisions, y sont préparés en général dans des conditions d'incroyable opacité… Personne, en dehors des intéressés, n'en sait rien »*[343], c'est pour cela qu'une participation citoyenne accrue dans la formation des décisions et des règles de marchés est souhaitable.

---

[338] Assurance Banque Epargne Info Service est une plateforme commune mise en place par la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et par l'Autorité des marchés financiers (AMF). En ligne https://www.abe-infoservice.fr.
[339] Le Pôle commun Assurance, Banque, Épargne de l'ACPR et de l'AMF, Rapport annuel 2020, 2021, p. 5.
[340] Oficina de Información al ciudadano.
[341] SUGEVAL, Accord SGV-A-176 Delegación de Competencias, 2010.
[342] ESNAULT Bernard, et DINASQUET Roger, *Comptabilité financière*, Que sais-je ?, PUF, 2008, p. 115-119.
[343] AUBY Jean-Bernard, « Droit administratif et démocratie », Droit Administratif n° 2, Février 2006, étude 3, p 10.

Sous-section 2. Une composition comme garantie de transparence et démocratie

199. En ayant une structure plus souple, les autorités de régulation se sont implantées au sein de l'Administration qui, classiquement parlant, est plus rigide. Ces autorités ont *« indépendance, expertise, participation des intérêts concernes, rapidité d'action et, plus généralement, crédibilité »*[344] afin de donner de l'efficacité à l'action de l'Administration.

200. La composition des autorités de régulation a été largement discutée et critiquée, car dans la théorie les membres de ces institutions ne doivent pas avoir de liens avec les sociétés qui sont l'objet de leur surveillance et régulation. Cependant cela arrive, car il s'agit d'un domaine spécialisé qui est côtoyé par un nombre réduit de personnes. C'est ainsi que des mécanismes de nomination plus appropriés ont été créés.

201. Pour cela nous allons aborder dans un premier temps la nomination des membres des autorités de régulation qui veulent parvenir à être transparentes (§1) et dans un deuxième temps une composition qui respecte les principes démocratiques (§2).

§1. Une nomination poursuivant la transparence

202. La nomination des membres des autorités de régulation a été répartie entre les différents pouvoirs de l'État et parfois même un pouvoir doit confirmer la nomination d'un autre pouvoir. Par la nomination, il est important de montrer les capacités et la pertinence de la personne qui a été sélectionnée et surtout son aptitude pour le poste. La loi a établi les mécanismes pour effectuer ces désignations, ils sont différents dans chaque pays.

203. La **SEC** est dirigée par une commission de cinq membres, c'est-à-dire qu'il s'agit d'une autorité collégiale. Selon la *Securities Exchange Act* les membres de la SEC sont désignés par le Président, c'est le pouvoir exécutif qui a le pouvoir de nomination. Néanmoins

[344] SAUVÉ Jean-Marc, Introduction, in *Autorités administratives, droits fondamentaux et opérateurs économiques*, Colloque de la Société de législation comparée, 2012, p. 2. Voir en http://www.conseil-etat.fr/content/download/3034/9130/version/1/file/autorites_administratives_droits_fondamentaux_et_operateurs_econmiques_discours_301012.pdf

pour avoir un équilibre entre les pouvoirs, le législateur a prévu que le Sénat donne son approbation sur la nomination[345]. La norme est très brève sur sa forme d'application, mais les personnes qui sont nommées aux postes de *commissionner* ont un lien très fort avec les marchés et dans leurs activités précédentes elles ont démontré leurs qualifications juridiques et financières. La loi n'établit pas de prérequis pour remplir le poste sauf l'interdiction partisane[346].

204. Pour sa part l'**AMF** est aussi dirigée par un collège, mais un peu plus large, car il est formé de seize membres. Le code monétaire et financier affirme que l'*« Autorité des marchés financiers comprend un collège, une commission des sanctions… »*[347], c'est-à-dire qu'elle a un collège comme indiqué auparavant et une commission de sanctions en raison de l'article 6 de la Convention européenne de droits de l'homme[348].

205. Le collège est composé de seize membres, le président, un conseiller d'État, un conseiller à la Cour de cassation, un conseiller maître à la Cour des comptes, un sous-gouverneur de la Banque de France, le président de l'Autorité des normes comptables, trois membres désignés *« à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière »*[349] financière, six membres nommés pour leurs compétences après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offres au public et de services d'investissement[350] et un représentant des salariés actionnaires.

206. Comme on peut le remarquer il y a déjà onze membres de plus que pour la SEC, et la loi est très explicite sur les qualités de personnes que compte le collège, ils doivent être compétents dans des domaines juridiques et financiers, certains d'entre eux sont issus des consultations des entreprises et salariés qui font partie du marché[351].

207. D'ailleurs, l'acte formel de nomination est à la charge des différentes instances au contraire de la SEC, pour laquelle c'est seulement le président qui a le pouvoir de nomination.

---

[345] 15 U.S. Code § 78d (a).
[346] *Ibidem.*
[347] Article L.621-2 Code monétaire et financier.
[348] L'article établi le droit d'un procès équitable, en obligeant que l'organe qui enquête ne soit pas le même que l'organe qui dicte la sanction. Voir CEDH, 20 janvier 2011 (définitif le 20 avril 2011), n° 30183/06, CE, 27 octobre 2006, n° 276 069, Com, 19 janvier 2010, n° 08-22084 et CEDH, 9 novembre 2010, n° 52149/08.
[349] Article L.621-2, Code monétaire et financier.
[350] Article L.621-2 II alinéa 8, Code monétaire et financier.
[351] Quinze des membres de l'AMF sont à temps partiel et le Président est à temps plein. MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n º126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 276.

En revanche pour l'AMF les désignations sont réparties entre le Conseil des ministres, le président du Sénat, le président de l'Assemble nationale, le président du Conseil économique, social et environnemental, le vice-président du Conseil d'État, le président de la Cour de cassation, le président de la Cour des comptes, le gouverneur de la Banque de France et le ministre chargé de l'économie. Une seule des positions est rattachée à un poste spécifique : celui de président de l'Autorité des normes comptables[352].La différence est très nette entre les deux autorités, la SEC et l'AMF, pas seulement par le nombre de membres, mais surtout par les autorités de nomination concernées.

208. Le cas de la **SUGEVAL** diffère des deux autres autorités parce qu'elle est dirigée par une personne, c'est un organe unipersonnel. Ce qui fait qu'il serait possible de questionner son indépendance, car selon certains auteurs comme Didier Israël, la composition qui assure une indépendance des autorités est la collégialité[353].

209. Malgré cette critique nous pouvons revenir au fait que la SUGEVAL a un supérieur hiérarchique, le CONASSIF[354], qui est un organe collégial conforme de cinq membres nommés par le conseil d'administration de la Banque centrale du Costa Rica, le ministre des Finances, le président de la Banque centrale et en plus les superintendants des autorités de régulation des entités financières, des marchés financiers et des assurances qui peuvent participer avec voix, mais sans droit de vote[355]. Le conseil approuve les réglementations de la surintendance et révise leurs actes, mais il ne se contente pas des fonctions de supérieur hiérarchique déjà citées, car la loi lui donne le pouvoir de désigner les superintendants et intendants des autorités de régulation qu'il a à sa charge[356].

210. La *Ley Reguladora del Mercado de Valores* établit parmi les fonctions du CONASSIF la désignation du surintendant et de l'intendant de la SUGEVAL[357]. Pour sa part, la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* met en place des contions pour accéder au poste de surintendant : être âgée de plus de 30 ans, être costaricien et avoir une morale

[352] L'AMF a aussi une commission de sanctions qui a été créée en raison de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme pour respecter la séparation entre l'organe qui réalise l'investigation et l'organe qui décide de la sanction. Elle est formée de douze membres, ils élisent entre eux leur président, leur mandat a une durée de cinq ans et il est renouvelable une fois, leurs fonctions sont incompatibles avec celles du membre du collège : Article L..621-2 IV code monétaire et financier.

[353] ISRAEL Didier, « L'indépendance de l'autorité de contrôle prudentiel » in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n° 143, 2012, p. 764.

[354] Ce conseil a à sa charge des autres surintendances des entités financières et assurances.

[355]Article 169 Ley Reguladora del Mercado de Valores.

[356]*Ibidem.*

[357]Article 171 a) Ley Reguladora del Mercado de Valores.

irréprochable[358], ainsi qu'une honnêteté reconnue et prouvée, en plus des compétences et expériences en matières économiques, financières, bancaires et d'administration[359].

211. Les qualités morales irréprochables et d'honnêteté prouvée sont des éléments qui s'évaluent de façon très subjective, et le fait que la loi le prévoie sans donner la méthodologie pour réaliser l'analyse à appliquer entraîne la possibilité de discrimination entre les candidats. Car les principes moraux d'une personne ne sont pas toujours en accord avec les principes moraux d'une autre. Nous considérons que les critères subjectifs comme ceux énumérés devraient être des cas concrets inscrits dans les incompatibilités avec le poste, par exemple n'avoir pas été objet d'une condamnation pénale.

212. La transparence est parachevée par la publicité des nominations, mais aussi la procédure que permet l'intervention des instances diverses permettant de choisir le candidat idoine. Néanmoins, les incompatibilités et inéligibilités sont aussi des garants de la transparence.

213. Les incompatibilités sont une garantie de l'indépendance des autorités de régulation étant donné qu'elles sont faites pour exclure des postulants avec des conflits d'intérêts ou au moins de persuader les candidats potentiels de renoncer à ces intérêts. Comme l'a signalé Patrice GÉLARD, dans son rapport sur les autorités administratives indépendantes, l'apparence d'un conflit d'intérêts est « *suffisante*[e] *pour compromettre le crédit de l'Autorité* »[360].

214. C'est dans cette optique que, aux **États-Unis**, la *Securities and Exchange Act* dispose qu'aucun membre de la commission ne peut exercer d'autres affaires, vocations ou travaux pendant l'exercice du poste et que la participation directe et indirecte sur le marché financier est interdite. Il s'agit d'une prohibition sur les opérations régulées par la SEC[361].

215. Quant à la **France**, pour l'AMF, le Code monétaire et financier prévoit surtout un devoir d'information de ses membres sur leurs intérêts, les mandats au sein d'une personne

[358]Article 18- 24 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica et article 172 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica
[359]Article 172 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica
[360] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, Annexe II, p. 67.
[361] 15 U.S. Code § 78d.

morale et des fonctions dans une activité économique ou financière qu'ils détiennent, ou ont détenu au cours des deux ans précédant leur nomination[362].

216. La différence entre les deux autorités est frappante : la SEC interdit à ses membres d'exercer à d'autres postes ou toute participation sur le marché alors que l'AMF demande à ses membres d'informer sur les intérêts détenus. Pour l'interdiction touchant aux membres du collège de l'AMF, c'est au moment de la délibération que le membre :*« ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle lui-même ou, le cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat, a ou a eu un intérêt au cours de la même période. Il ne peut davantage participer à une délibération concernant une affaire dans laquelle lui-même ou, le cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat a représenté une des parties intéressées au cours de la même période »*[363]

217. Les membres du collège de l'AMF sont soumis aux incompatibilités du Règlement intérieur de l'Autorité des marchés financiers. Est incompatible avec l'exercice du poste avoir été sanctionné avec une interdiction de gérer au cours des cinq années passées selon les dispositions du Code de commerce. Pareillement, pour les personnes qui sont membres d'une autre autorité administrative indépendante ou autorité publique indépendante ou pour le personnel de l'AMF, ainsi que pour les membres de la commission des sanctions. Les membres de l'AMF sont soumis à un certain nombre d'incompatibilités électorales et aucun membre du conseil supérieur de la magistrature ne peut, pendant la durée de ses fonctions, siéger au sein de l'AMF[364]. La loi organique n° 2017-54 du 20 janvier 2017 relative aux autorités administratives indépendantes et autorités publiques indépendantes et la loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant sur le statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes ont aussi introduit les incompatibilités avec l'exercice d'un mandat local dans les collectivités d'outre-mer et en Nouvelle-Calédonie, la fonction de magistrat dans l'ordre judiciaire et de membre du Conseil économique social et environnemental et la fonction de membre du Conseil supérieur de la magistrature[365]. Elles

[362] Article L.621-4, Code monétaire et financier.
[363] Article L.621-4 I alinéa 3, Code monétaire et financier.
[364] Article 2.1.2 Règlement intérieur de l'Autorité des marchés financiers.
[365] Articles 2-3 Loi organique n° 2017-54 du 20 janvier 2017 relative aux autorités administratives indépendantes et autorités publiques indépendantes.

créent également un régime d'incompatibilité entre les fonctions de membres des autorités de régulation et celles des députés et sénateurs[366].

218. Le président de l'AMF est soumis « *aux règles d'incompatibilité prévues pour les emplois publics* »[367]. Il est soumis au vu de lois de 2017 citées, aux règles déontologiques et aux règles de prévention des conflits d'intérêts, comme au Costa Rica, exigeant aux membres des autorités de régulation d'exercer leurs fonctions avec dignité, probité et intégrité et veillent à prévenir ou à faire cesser immédiatement tout conflit d'intérêts[368].

219. Le membre unique de la SUGEVAL est concerné par les dispositions de la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* qui prévoit les incompatibilités pour le poste de surintendant: a) les membres ou employés des pouvoirs de l'État ou d'un poste rémunéré par le budget étatique, b) le gérant ou les employés de la Banque Centrale, c) des associés ou membres du conseil d'administration d'une entreprise supervisée par la SUGEVAL ou autre surintendance, d) le gérant, représentant ou employé des entités financières supervisées par la SUGEVAL ou autre surintendance, e) des fonctionnaires des organismes financiers ou bancaires internationaux ou régionaux. Si l'impossibilité se vérifie après la désignation, la personne nommée est destituée[369].

220. La loi prévoit non seulement des incompatibilités pour l'accès au poste de superintendant, mais aussi des empêchements : les personnes qui ont été inculpées de non-paiement de leurs dettes envers les entités régulées par la SUGEVAL, les personnes qui ne sont pas en règle pour leurs obligations envers les entités régulées, et enfin les personnes avec des liens de parenté par consanguinité ou par alliance jusqu'au troisième degré inclus. Comparativement, les deux autres pays n'ont pas d'empêchements pour accéder à ces postes[370].

221. Nous allons revenir aux incompatibilités parce que pour le surintendant de la SUGEVAL et les commissaires de la SEC il existe une interdiction de l'exercice d'autres fonctions alors que pour l'AMF il s'agit d'une interdiction de délibération. Le cas de l'AMF

[366]Articles 6-10 Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
[367]Article L.621-4 I alinéa 11, Code monétaire et financier. Voir aussi Article 11-I alinéa 6, LOI n° 2013-907 du 11 octobre 2013 relative à la transparence de la vie publique, pour le devoir de présenter une déclaration de situation patrimoniale et une déclaration d'intérêts à la Haute autorité pour la transparence de la vie publique.
[368]Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
[369]Article 20 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
[370]Articles 18- 24 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.

est risqué, car la capture de l'autorité ne s'élude pas par la non-discussion des affaires où le membre détient des intérêts actuels ou passés sinon par la non détention des intérêts.

222. La situation reste compliquée, malgré la décision 89-260 DC de 28 juillet 1989 dans laquelle le Conseil constitutionnel assure que « *l'absence d'un régime d'incompatibilité n'est pas de nature à altérer cette indépendance dès lors que la (COB) est, à l'instar de tout organe administratif, soumise à une obligation d'impartialité pour l'examen des affaires qui relèvent de sa compétence et aux règles déontologiques qui en découlent* »[371]. La non-interdiction en soi peut créer des zones sombres qui remettent en question pas seulement l'indépendance de l'autorité de régulation, mais aussi cette situation peut favoriser des cas de corruption par exemple le trafic d'influence envers les collègues qui participent aux discussions dans lesquelles leurs intérêts sont en jeu.

223. La durée du mandat est aussi un facteur qui mène vers la transparence vu qu'il enlève le risque de capture de l'autorité de nomination[372]. Les membres des trois autorités ont un mandat de cinq ans, la différence se trouve dans le fait que le mandat soit ou pas renouvelable. Pour la **SEC**, le mandant n'est pas renouvelable, pour l'**AMF** le mandat des membres de la commission, sauf celui du président, est renouvelable une fois[373] et pour la **SUGEVAL** le mandat du surintendant est renouvelable autant de fois que le CONASSIF le veut[374]. Nous sommes en présence de deux extrêmes : la SEC qui protège avec le mandat non renouvelable l'indépendance de l'autorité[375] et le cas de la SUGEVAL où le pouvoir discrétionnaire du CONASSIF est très étendu. Dans le deuxième cas cela produit la perpétuation des personnes dans les postes, donc cela ôte de la transparence et de l'indépendance aux institutions de régulation qui peuvent être capturées, soit par la politique soit par les acteurs du marché.

---

[371] STASIAK Frédéric, « Autorités administratives indépendantes (AAI) », Répertoire de droit pénal et de procédure pénale, Dalloz, février 2004 (actualisation : octobre 2015), p. 29.

[372] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 108.

[373] Article L.621-2 I code monétaire et financier :*« La durée du mandat des autres membres, à l'exception de ceux mentionnés aux 5° et 6°, est de cinq ans. Ce mandat est renouvelable une fois, sous réserve des onzième et douzième alinéa du présent II. Après l'expiration de la période de cinq ans, les membres restent en fonction jusqu'à la première réunion du collège dans sa nouvelle composition ».*

[374] Article 172 Ley Reguladora del Mercado de Valores.

[375] KOVAR Jean-Philippe, « L'indépendance des autorités des régulation financière à l'égard du pouvoir politique » in ECKERT Gabriel (dir.*), L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, nº143, 2012, p. 661.

224. La révocabilité du mandat est aussi un sujet important surtout pour la **SEC**, car l'arrêt *Humphrey's Executor* a interdit la possibilité du Président des États-Unis de révoquer un mandat sans juste cause. Pour l'**AMF** la loi reste silencieuse sur la révocabilité des membres, mais les membres de la COB, son prédécesseur, étaient irrévocables[376]. Nous pourrons affirmer que dans la pratique c'est une condition qui est aussi restée attachée aux membres de l'AMF, car la loi ne prévoit pas leur révocabilité. Pour la **SUGEVAL** la loi explique que le surintendant est irrévocable, mais elle envisage des causes pour la cessation de ses fonctions[377].

225. Tous les facteurs signalés influent sur la transparence dans les autorités de régulation qui en théorie devraient être assez indépendantes et transparentes pour réaliser leurs missions. Le premier pas pour y parvenir est de mettre à disposition toute l'information sur les nominations, que les organes qui font les nominations soient clairs et qu'ils s'attachent à la loi pour la procédure de nomination, mais aussi que les personnes nommées à ces postes soient transparentes quant à leurs intérêts. Pour cela sont nécessaires les mécanismes d'incompatibilités, la limitation du nombre de mandats et l'inamovibilité des postes. La composition des autorités de régulation est un élément important dans la structure des autorités de régulation et elle doit être démocratique.

§2. Une composition poursuivant la démocratie

226. Le législateur de chaque pays a voulu donner un caractère démocratique à la composition de ces institutions de régulation en essayant de faire en sorte que ses membres soient représentatifs, cela garantit une forme de légitimation des autorités. Pour achever cela les législateurs ont dû avoir recours aux principes de la pluralité et de la parité, ce dernier est même consacré dans la constitution française dans son article 1 alinéa 2[378]. Il n'existe pas

[376] Décision numéro 89-260 DC du 28 juillet 1989, en référence à la COB signale « *...que tant le mode de désignation des membres que la durée fixe de leur fonction sont à même de garantir l'indépendance de la commission dans l'exercice de ses missions… ».*

[377] Selon l'article 21 *Ley Órganica del Banco Central de Costa Rica* existe une cause de cessation quand il survient une incompatibilité, quand la personne s'absente plus de deux mois sans autorisation du pays, quand la personne ne participe pas à trois sessions ordinaires consécutives, quand la personne est responsable d'actes illégaux, quand la personne a un arrêt maladie de six mois et quand la personne est soumise soit à la tutelle ou à la curatelle.

[378] La loi favorise l'égal accès des femmes et des hommes aux mandats électoraux et fonctions électives, ainsi qu'aux responsabilités professionnelles et sociales.

seulement un besoin de légitimation démocratique, mais aussi d'une composition qui soit représentative de cette démocratie.

227. La pluralité est bien inscrite dans *Securities Exchange Act* qui dispose que parmi les membres de la commission il ne pourra y en avoir plus de trois qui appartiennent au même parti politique. En plus elle prévoit l'alternance des membres des différents partis politiques si c'est possible[379]. Sur l'appartenance aux partis politiques des membres de l'AMF, le code monétaire et financier est silencieux, mais c'est surtout l'origine de ces entités qui fait qu'une appartenance politique explicite ne soit pas souhaitable, car l'indépendance est une caractéristique basique pour le bon fonctionnement de l'AMF.

228. En ce qui concerne la SUGEVAL, la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* interdit aux membres la participation aux activités politiques et électorales à l'exception du droit de vote[380].

229. Pour la culture juridique américaine, le fait de faire partie d'un parti politique et être élu ou appartenir à la SEC ne signifie pas un manque d'indépendance, car la seule nomination extrait le membre de la logique partidaire. Mais dans le cas français et costaricien cela n'est pas possible.

230. Les partis politiques aux États-Unis fonctionnent différemment des partis français ou costaricains, les partis politiques sont « *des coalitions porteuses d'une certaine identité historique, mais assez hétérogènes pour ce qui est des préférences politiques de leurs membres* »[381], les partis ne sont pas des structures fortes et hiérarchisées donc leur influence envers leurs sympathisants n'est pas aussi importante qu'on peut le penser en France ou au Costa Rica.

231. La méfiance qui s'est développée contre l'État traditionnel a donné une impulsion à la création des autorités de régulation en France et en Europe dans les années 80. C'est en vertu de cette situation que la quête d'indépendance de l'État justifie la création des autorités administratives indépendantes qui sont des institutions apolitiques. Au Costa Rica il existe aussi une méfiance de l'intervention de l'État, mais dans les activités et processus électoraux

[379] SELIGMAN JOEL, « *Self-Funding for the Securities and Exchange Commission* », Nova Law Review, vol. 28, nº 2, 2004, p. 19.
[380] Article 23 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
[381] BELL Emma, MEYER Alix, MEGE-REVIL Elisabeth et PULCE Marion, *Le pouvoir politique et sa représentation : Royaume-Uni, États-Unis*, Atlande, 2011, p. 182. Voir aussi LAUVAUX Philippe et LE DIVELLEC Armel, *Les grandes démocraties contemporaines*, PUF, 2015, p. 376.

et politiques en raison de la guerre civile qui a eu lieu en 1948[382]. Ainsi la pluralité politique est prévue par une seule autorité dans sa composition et évitée par les deux autres, mais pour des raisons distinctes selon leurs contextes particuliers respectifs qui ont été abordés.

232. Aux **États-Unis**, la constitution garantit la protection égale de la loi[383], qui est devenue le principe d'égalité devant la loi que nous pouvons trouver dans l'article 1 de la Constitution française[384] et l'article 33 de la Constitution costaricaine[385], les trois pays doivent assurer un accès libre de discrimination aux personnes qui veulent postuler aux postes de direction des autorités de régulation. La parité dans la participation de femmes dans les postes clés favorise la démocratisation de la composition des autorités de régulation.

233. La *Securities Exchange Act* ne fait pas référence à une parité entre femmes et hommes, bien qu'aux États-Unis il y a eu une époque qui a été marquée par la création des discriminations positives et la *Civil Rights Act of 1964* qui interdit la discrimination en raison du sexe. Les États-Unis est un pays où « *les quotas féminins sont rejetés* »[386], car sa jurisprudence suit une théorie formelle de l'équité où toutes les personnes dans des situations similaires doivent être traitées de la même manière[387]. L'accès au poste de *commissionner* de la SEC ne compte pas de mesure de discrimination positive et la première femme nommée dans le poste a été Roberta Karmel par le Président Carter en 1977[388].

234. En 2009, le Président Barack Obama a nommé à Mary Shapiro comme la première femme présidente (*chairwomen*) de la SEC et en 2013 il a nommé Mary Jo White à la tête de l'autorité de régulation, les deux *chairwomens* sont indépendantes. Cela signifie

---

[382] La Guerre civile de 1948 au Costa Rica a eu comme origine la fraude électorale réalisée par le gouvernement qui avait à l'époque le contrôle de processus électoral. Après la guerre un Tribunal spécifique pour gérer tout ce qui est relatif aux élections été créé : *« Tribunal Supremo de Elecciones ».*

[383] La quatorzième amendement section 1 de la constitution des États-Unis prévoie que *« No state shall …deny to any person within its jurisdiction the equal protection of the laws* » (Aucun état ne doit … refuser à personne dans sa juridiction la même protection de la loi).

[384] *« …Elle assure l'égalité devant la loi de tous les citoyens sans distinction… ».*

[385] *« Toda persona es igual ante la ley y no podrá practicarse discriminación alguna contraria a la dignidad humana »* (Toute personne est égale devant la loi et aucune discrimination contraire à la dignité humaine ne pourra être faite).

[386] MARTHE FATIN-ROUGE Stefanni, « Les « discriminations positives » en matière électorale aux Etats-Unis et en France », Cahiers du Conseil Constitutionnel no 23, février 2008 et STUDLAR Donley T. et CASSESE Erin C., « Feminist Society, Parternalist Politics : How the Electoral System Affects Women's Representantion in the United States Congress » in TREMBLAY Manon (dir.), *Women and legislative representation : electoral systems, political parties, and sex quotas*, Palgrave, 2007, p. 64.

[387] Reed v Reed et United States v Virginia.

[388]SEC, SEC Historical Summary of Chairmen and Commissioners. En ligne https://www.sec.gov/about/sechistoricalsummary.htm

qu'elles ne font partie d'aucun des deux partis politiques : les Républicains et les Démocrates[389].

235. Quant à la **France**, après que la Loi n° 2014-873 du 4 août 2014 pour l'égalité réelle entre les femmes et les hommes a été approuvée pour mettre en œuvre une politique pour l'égalité entre les femmes et les hommes, l'Ordonnance n°2015-948 du 31 juillet 2015 relative à l'égal accès des femmes et des hommes au sein des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes a modifié l'article L.621-2 du Code monétaire et financier.

236. Maintenant le code prévoit l'égalité de la nomination des femmes et hommes parmi les membres du collège nommés par le vice-président du Conseil d'État, par le premier président de la Cour de cassation, par le premier président de la Cour des comptes, par le Président du Sénat, le Président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique, social et environnemental[390]. De même que pour les membres nommés par le ministre chargé de l'économie l'« *écart entre le nombre de femmes et d'hommes […] ne peut être supérieur à un* »[391].

237. L'AMF a adopté les politiques pour l'égalité entre les femmes et les hommes, mais pas pour toutes les nominations de postes de membre du collège, le code exclut le président, le sous-gouverneur de la Banque de France et le président de l'Autorité des normes comptables[392], cela veut dire que l'égalité réelle n'est pas totale, bien qu'il existe une véritable intention d'aller vers une parité.

238. Au **Costa Rica**, le 8 mars 1990 le législateur a adopté la *Ley de promoción de la igualdad social de la mujer* qui dans son premier article établit que l'État est obligé de promouvoir et garantir l'égalité de droits entre hommes et femmes dans les domaines politiques, économiques, sociaux et culturels, en plus il doit garantir l'égalité des opportunités pour l'accès à la fonction publique[393]. La Salle constitutionnelle costaricienne a signalé que l'Administration doit nommer un nombre raisonnable de femmes dans les postes publics, car malgré la capacité et la formation professionnelle d'une femme, l'accès aux postes sera

[389] SEC, SEC Historical Summary of Chairmen and Commissioners. En ligne https://www.sec.gov/about/sechistoricalsummary.htm
[390] Article L.621-2 Code monétaire et financier.
[391] *Ibidem*.
[392] Pour ce membre l'exclusion est compréhensible car la nomination a été réglée par une autre norme et c'est en raison du poste que la personne va siéger dans le collège.
[393] Article 4 Ley de promoción de la igualdad social de la mujer.

beaucoup plus difficile[394]. La Salle constitutionnelle avertit que pour éviter une situation discriminatoire envers les femmes, elles doivent recevoir un traitement spécial, car elles ne jouissent pas des mêmes conditions[395].La loi n'impose pas au CONASSIF la parité dans la nomination des superintendants et en 2017 la première femme à la tête de la SUGEVAL a été nommée, María Lucía Fenández Garita[396].

239. L'affirmation de la pluralité et de la parité dans les autorités de régulation devient un sujet qui imprègne de plus en plus la scène financière et surtout après la crise du 2007/2008 ou certaines institutions financières ont été l'objet d'un sauvetage de la part des pouvoirs publics. Cependant la population civile demande une ouverture de ces entités pour mieux comprendre le monde de la finance et pour éviter une capture d'une ligne politique et le manque de participation des femmes dans des postes d'importance. Ainsi la quête de démocratie dans les autorités conduit à la création de dispositifs de participation égalitaires et diversifiés, mais aussi à la transparence de la nomination des membres de ces autorités.

Section 2. Vers des moyens financiers et humains adéquats

240. Les autorités étudiées sont censées avoir des moyens financiers et personnels nécessaires pour réaliser leurs missions. Car sans les ressources adéquates, les autorités n'ont pas la possibilité d'affronter les opérateurs financiers qui en majorité ont des ressources illimitées.

241. Néanmoins, ces moyens doivent remplir des conditions de qualité, de suffisance et de conformité aux fonctions et missions que les autorités de régulation doivent exécuter. Il est donc indispensable d'avoir un budget qui correspond aux besoins de ces institutions

[394] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicias, decisión nº 716-1998 11h51 du 6 fevrier 1998. Voir aussi Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, decisión nº 2014-004630 16h00 du 2 avril 2014.
[395] La discrimination positive crée « *juridiquement une discrimination, pour rééquilibrer, dans les faits, des situations d'inégalités structurelles entre différents groupes sociaux* » CALVES Gwénaële, *La discrimination positive*, Que sais-je ? PUF, 2016, p. 26 « *Elle est donc une méthode qui consiste à instituer des inégalités pour promouvoir l'égalité, en accordant à certains un traitement préférentiel. Son objectif affiché est de rétablir une égalité – ou au moins une égalité des chances – compromise par deux phénomènes : la généralisation ou la persistance de pratiques racistes ou sexistes, d'une part, l'accentuation des inégalités socio-économiques, d'autre part. Il s'agit donc de compenser des inégalités en créant des discriminations paradoxalement redistributrices d'égalité.* » LEVADE Anne. « Discrimination positive et principe d'égalité en droit français », Pouvoirs, vol. 111, n° 4, 2004, par. 20.
[396] RODRÍGUEZ Óscar, Nueva jerarca de Sugeval impulsará reforma a ley de valores, Nación, 2017. En ligne https://www.nacion.com/economia/politica-economica/conassif-nombra-a-subgerenta-del-banco-central/5GSL363NHJGSZMMQDVH2DZXYWM/story/.

(Sous-section 1), mais aussi un personnel qualifié techniquement qui soit chargé de réguler le marché (Sous-section 2).

Sous-section 1. Des moyens financiers garantissant l'indépendance

242. Les ressources financières des autorités de régulation sont le moyen primordial pour assurer leur indépendance organique, car elles donnent une indépendance réelle[397] en favorisant leur capacité d'organisation et leur capacité d'action pour accomplir leurs missions.

243. Le problème que les autorités rencontrent avec leurs moyens financiers est la façon dont ils sont attribués par la loi. Soient elle sont seulement un budget approuvé par le Parlement qui permet que le législateur ait une influence sur l'autorité (§1), soit elles ont un budget, mais elles sont aussi autofinancées par les frais alloués pour leurs services ou sanctions pécuniaires qu'elles imposent qui peuvent renforcer leur indépendance (§2).

§1. Le budget et l'indépendance financière

244. Le budget « *... est l'expression de la politique même, puisqu'il consiste à mettre en masse des moyens en fonction de buts, concrétisation donc d'une volonté d'action* »[398] c'est-à-dire la priorisation des politiques de l'entité. Ce budget est financé par l'État[399], c'est-à-dire par les ressources publiques : les impôts.

245. Le problème que soulève un budget financé par l'État est que normalement les budgets sont approuvés par le Parlement qui peut être en désaccord avec la politique conduite par l'autorité. Le Parlement pourrait modifier le budget en question au détriment de l'institution de régulation, ce qui signifie une atteinte à leur indépendance.

246. À ce propos, aux **États-Unis**, la SEC doit fournir son budget au Président ou à l'*Office of Management and Budget* et ce sont ces derniers qui le transmettent avec le budget

[397] DOUVRELEUR Olivier, « L'indépendance des marchés financiers », RFAP, nº 143, 2012, p. 749.
[398] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 118.
[399] PAOLI-GAGIN Vanina, « Les commissions des valeurs mobilières (CVM) sont-elles vraiment indépendantes ? », Bulletin Joly Bourse, 1997, n° 4, p. 713.

annuel au Congrès pour son approbation[400]. La SEC inclut les ressources pour la réalisation de ses fonctions par secteurs et entre autres, une estimation des salaires, des locations de ses fournitures. Dans la justification pour le budget 2022, l'autorité de régulation a cherché à augmenter son personnel pour renforcer la transparence et la responsabilité dans les marchés, promouvoir l'efficacité et la concurrence, ainsi les marchés servent les besoins du public en général[401].

247. La SEC utilise ses ressources pour son action de protection des investisseurs, mais quand elle récupère des fonds ils doivent être versés au trésor national pour que le Congrès récupère les coûts des crédits versés par le budget national[402].

248. Or, la SEC a la capacité de recevoir des recettes, mais elle ne peut pas en faire une libre utilisation, car son budget doit suivre le processus d'approbation du Congrès[403]. Selon le Fonds monétaire international (FMI) le Congrès américain a significativement baissé la somme demandée par la SEC malgré les nouvelles responsabilités octroyées par la *Dodd-Franck Act*. Cela entraîne une réorganisation interne par rapport à l'allocation de ressources et cet aspect peut être préoccupant, car dans ce contexte la SEC continue à être en retard par rapport aux participants du marché[404].

249. Des ressources économiques appropriées sont très importantes pour le bon accomplissement des missions de l'institution. Si elle n'est pas dans la capacité d'effectuer une surveillance réelle, les réformes réalisées restent inutiles. Le contrôle budgétaire du Congrès touche la capacité de décision des priorités de l'autorité et cela frappe la planification à long terme[405].

---

[400] 15 U.S. Code § 78ee (m).

[401] SEC, FY 2022 Congressional Budget Justification, p. 3. En ligne https://www.sec.gov/files/FY%202022%20Congressional%20Budget%20Justification%20Annual%20Performance%20Plan_FINAL.pdf.

[402] 15 U.S. Code § 78ee (a): *« Recovery of costs of annual appropriation. The Commission shall, in accordance with this section, collect transaction fees and assessments that are designed to recover the costs to the Government of the annual appropriation to the Commission by Congress ».*

[403] Harvard Law Review Association, « Independence, Congressional Weakness, and the Importance of Appointment: The Impact of Combining Budgetary Autonomy with Removal Protection», Harvard Law Review, vol. 125, n° 7, 2012, pp. 1827.

[404] FMI, United States: Financial Sector Assessment Program Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, Country Report n° 15/91, 2015, p. 50.

[405] *Ibidem*, p. 21.

250. Selon l'ancien président de la SEC, Mary L. SCHAPIRO le modèle financier de la SEC doit changer pour assurer son indépendance[406]. L'option proposée par différents auteurs[407], personnalités[408], associations et organisations internationales[409] est l'autofinancement, certaines agences indépendantes sont autofinancées, entre autres, la FED, la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, *National Credit Union Administration (NCUA)*, entre autres[410].

251. L'autofinancement consiste en l'utilisation de ressources propres, collectées par l'autorité de régulation. Pour la SEC cela pourra être les frais des transactions et les frais d'inscriptions qu'elle collecte déjà sans que son budget soit approuvé par le Congrès[411]. Les avantages de l'autofinancement sont une planification à long terme, une élimination de sous financement et la limitation du contrôle politique sur l'autorité de régulation, la SEC par exemple aura une indépendance accrue par rapport aux pouvoirs législatif et exécutif.

252. Au **Costa Rica**, comme signalé auparavant, la SUGEVAL a une personnalité juridique instrumentale, grâce à laquelle elle a une autonomie financière matérielle, le pouvoir d'administrer ses ressources, mais pas la possibilité de se donner son propre budget. Les autorités de régulation soumises au budget peuvent être financées par des ressources multiples, comme c'est le cas de la SUGEVAL où la loi prévoit que 20 % du budget de l'autorité soit financé par les contributions obligatoires des sujets supervisés et les 80 % qui restent sont financés par la Banque Centrale[412].

253. De cette manière, les sujets financiers supervisés devront apporter un maximum de 2 % de leurs revenus bruts et les sujets non financiers un maximum de 0,1 % sur la somme

[406] En 2010 les frais collectes par la SEC ont été supérieurs au budget approuve. Le budget était de $1.1 billion et les frais verses au trésor national étaient de $1.5 billion. https://www.sec.gov/news/speech/2010/spch041510mls.htm.
[407] SELIGMAN Joel, « Self-funding for the Securities and Exchange Commission », Nova Law Review, Vol. 28, 2004, p. 233.
[408]BORN Brooksley et DONALDSON William « Make regulators self-funding », Politico, 2013. En ligne http://www.politico.com/story/2013/03/self-funding-of-regulators-would-help-fiscal-mess-088666. William Donaldson et Brooksley Born sont anciens membres de la SEC et de la CFTC respectivement.
[409] FMI, United States: Financial Sector Assessment Program Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, Country Report n° 15/91, 2015, p. 31.
[410] KRULY Charles, « Self-Funding and Agency Independence », The George Washington Law Review, Vol. 81, 2013, p. 1735.
[411] De 2005 à 2009, la SEC recevait 7,4 milliards de dollars pour les frais des transactions et les frais d'inscription mais le Congrès attribuait à la SEC seulement 4,5 milliards des dollars dans son budget pendant cette époque.
[412] Article 174, Ley Reguladora del Mercado de Valores.

de leur émission[413]. Au Costa Rica l'Assemblée législative n'approuve pas le budget de la SUGEVAL, c'est la Cour des comptes qui théoriquement a la tâche de le vérifier.

254. La différence entre le financement de la SEC et celui de la SUGEVAL est que la première reçoit des frais pour les inscriptions et les transactions et que la deuxième ne reçoit pas directement les sommes des supervisés. Le calcul des montants est effectué annuellement et il est perçu par la Banque centrale[414]. La SUGEVAL n'a pas qu'une seule entité qui peut exercer une pression politique, elle en a deux : la Cour des comptes et la Banque centrale, qui agissent comme le fait le Congrès américain sur la SEC.

255. Le gouvernement costaricain a proposé en 2012 une loi pour gérer d'une manière efficiente les finances publiques. Le projet vise à modifier les systèmes mixtes de financement de la SUGEVAL en le changeant en un système financé seulement par les opérateurs du marché. Actuellement les sujets supervisés financent 20 % du budget de l'autorité de régulation, le projet de loi originel voulait mettre à la charge des opérateurs 100 % du budget, mais dans un texte substitutif du projet le montant a été réduit à 40 %[415].

256. Normalement, selon les rapports de l'Assemblée législative, la plupart des pays du monde sont financés par les sujets supervisés, le problème pour le marché costaricain est celui de sa taille réduite, son manque de participants et le fait qu'il s'agisse d'un marché où se négocient principalement les émissions de créances. Le financement venant seulement des sujets supervisés serait très lourd et illogique, car la plupart des banques, qui sont supervisées par une autre autorité, sont des participants du marché.

257. Le financement par les fonds publics est très politisé, mais surtout du fait que la distribution de ces fonds doit être approuvée par un tiers : les congrès ou assemblées nationales. Les tiers ont une composition très politique visant la plupart du temps certains intérêts, surtout les intérêts des lobbyistes qui veulent contrôler l'action des régulateurs. Le gain d'une autonomie financière peut être anéanti par les influences extérieures qui veulent détourner l'action des régulateurs vers leurs centres d'intérêt : c'est une menace pour l'indépendance de l'autorité.

---

[413] Article 175, Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[414] Article 14 et 15 du Reglamento para Regular la Participación de los Sujetos Fiscalizados en el Financiamiento del Presupuesto de las Superintendencias.
[415] Le projet de loi est traité à l'Assemblée législative sous le dossier numéro 18435, et il est depuis août 2012 dans la Commission des finances publiques, sans qu'il soit retiré, il attend d'être discuté.

258. Le système de financement mixte peut être intéressant dans les marchés plus développés et un pas vers un véritable autofinancement et une indépendance accrue. Même si une autonomie budgétaire ou un système mixte n'est pas une condition essentielle d'indépendance, elle met les autorités de régulation en dehors de certains cercles de pression et facilite la transparence de sa gestion, vers une protection réelle des investisseurs et du marché.

§2. L'autofinancement et l'indépendance financière

259. L'AMF a été dotée par la loi de la personnalité morale qui a comme conséquence une autonomie financière formelle. Elle se donne donc son propre budget via son propre collège qui est indépendant du budget de l'État. Elle possède aussi une autonomie matérielle, car elle administre ses ressources sans interventions extérieures. Des trois régulateurs étudiés l'AMF est la plus indépendante financièrement parlant et son système de financement est basé sur les contributions des intervenants du marché[416].

260. Le budget n'a aucun contrôle a priori ou approbation : le contrôle est a posteriori fait par la Cour des comptes. Elle a une grande marge de manœuvre sur la gestion de ces fonds qui peuvent être fixés selon les véritables exigences de l'autorité et ajustés en cas de besoin. Elle assume les tâches de fonctionnement courant et de recrutement du personnel[417].

261. L'AMF a un système de financement tiré des ressources perçues sur les intervenants du marché. Le code monétaire et financier, article L. 621-5-3-I, établit un droit fixe dû pour les personnes soumises ou contrôle par l'AMF dans sept cas : 1) Lorsque l'AMF publie des déclarations de franchissement du seuil de participation ou une clause d'une convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions. 2)Lors de l'examen de l'obligation de dépôt d'une offre publique.3) Lors du contrôle du document de base soumis par une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. 4) Lors d'une notification ou d'une autorisation de commercialisation en France, d'un placement collectif de droit étranger ou d'un fonds d'investissement de droit étranger ou d'un compartiment d'un tel placement collectif ou fonds d'investissement. 5) Lors de la soumission par un émetteur d'un document d'information sur un programme d'émission

[416] Article L. 621-5-3 Code monétaire et financier.
[417] Cour des Comptes, Rapport public annuel 2011, La Documentation française, ,17 février 2011 p. 394.

de titres de créances à l'enregistrement préalable de l'AMF. 6) Lors de l'émission de chaque tranche de warrants sur le fondement d'un document d'information soumis au visa préalable de l'AMF. 7) Lors du dépôt auprès de l'AMF d'un document d'information ou d'un contrat type relatif à un projet de placement en biens divers[418].

262. Pour ces cas l'article L. 621-5-3 prévoit quatre situations dans lesquelles l'AMF perçoit une contribution par les personnes soumises à son contrôle. La première est dans le cadre d'une procédure d'offre publique d'acquisition, de retrait ou de garantie de cours, la deuxième dans le cadre de la soumission par un émetteur d'un document établi à l'occasion d'un appel public à l'épargne soumis au visa préalable de l'AMF et en cas de rachat de titres dans le cadre d'un programme de rachat mis en œuvre par l'émetteur, la troisième dans le cadre du contrôle des prestataires de services d'investissement, des personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers, dépositaires centraux et gestionnaires de systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers, membres des marchés réglementés non-prestataires de services d'investissement, entreprises de marchés, chambres de compensation d'instruments financiers, organismes de placements collectifs et leurs sociétés de gestion, intermédiaires de biens divers et la quatrième dans le cadre du contrôle des conseillers en investissements financiers.

263. Le financement de l'AMF n'est pas rattaché au budget général de l'État et il est exclu du contrôle budgétaire et comptable, c'est-à-dire la loi du 10 août 1922[419]. La seule intervention de l'État est faite par l'édiction du décret qui fixe les seuils des contributions et ressources de l'AMF.

264. Après la crise, la loi de finances pour 2011 du 29 décembre 2010 réforme l'article L. 621-5-3 du Code monétaire et financier « *avec un double objectif : limiter la volatilité des ressources de l'AMF et rééquilibrer les contributions entre les personnes assujetties* »[420]. C'est ainsi que le décret 2010-1724 du 30 décembre 2010 et la réforme ont ajusté les montants et taux des taxes et contributions. Cette loi a créé deux nouvelles contributions pérennes pour les émetteurs et des PSI, à l'exclusion des sociétés de gestion de portefeuille[421]. Selon le rapport annuel de l'AMF le « *nouveau dispositif, prévu par la loi de finances pour 2011… accroîtra les ressources financières… grâce à de nouvelles recettes… Il permettra à*

[418] Article L. 621-5-3-I Code monétaire et financier.
[419] Article L.621-5-2-I Code monétaire et financier.
[420] L. 621-5-3 Code monétaire et financier et Loi n° 2010-1657 du 29 décembre 2010 de finances pour 2011.
[421] Décret n° 2010-1724 du 30 décembre 2010 relatif aux montants et aux taux des taxes perçues par l'Autorité des marchés financiers.

l'AMF d'équilibrer son budget pour les années à venir et de disposer de moyens (humains et informatiques) nécessaires au renforcement de ses missions de régulation »[422]. Le problème qu'a l'AMF est que les ressources qu'elle récupère, avec la LOLF de 2012 se sont vues plafonnées et le reste des taxes collectées doivent être rendues au trésor public, situation qui met en péril leur fonds de roulement[423].

265. L'autofinancement est un élément qui contribue à une plus large indépendance de l'autorité de régulation, cela se constate au regard de la SEC et de la SUGEVAL. La première est soumise au financement par dotations budgétaires rattachées au budget général et elle doit attendre l'approbation du Congrès. La deuxième a un financement par ressources multiples (des contributions et des dotations budgétaires) avec la faculté de gérer son budget. Celui-ci reste assujetti à l'approbation de la Cour des comptes. L'AMF en revanche a ses propres recettes en raison de l'autofinancement qui renforce son indépendance.

266. L'inconvénient que présente ce modèle de financement se trouve dans le fait que les régulateurs ont plus d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, mais ils sont très attachés aux opérateurs et entreprises du marché[424], car les recettes des régulateurs sont liées aux revenus et activités des intervenants du marché.

267. Les régulateurs sont financés avec des modèles différents et le choix de modèle défavorise ou favorise leur indépendance. En ce sens les autorités de régulation qui ont des ressources propres et qui ont une libre disposition de ces ressources sont plus indépendantes des pressions extérieures. Le financement indépendant les aide à améliorer leur fonctionnement face aux situations de crise avec un personnel qualifié. C'est ainsi que l'indépendance se voit renforcée avec un financement qui permet de réagir et de contrebalancer les influences politiques et autres[425].

---

[422] AMF, Rapport annuel 2010, p. 206.

[423] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 87.p. 272 et AMF, Rapport annuel 2020, 2021, p. 109.

[424] *« Ce mode de financement, qui fait des ressortissants de l'autorité ses contribuables, n'est pas neutre et peut, à la différence d'un financement sur crédits budgétaires, être source d'une distanciation de cette autorité par rapport à l'État ».* CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 355.

[425] DOUVRELEUR Olivier, « L'indépendance de l'Autorité des marchés financiers » in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, nº 143, 2012, p. 749.

Sous-section 2. Des moyens humains garantissant l'expertise et l'éthique

268. Les autorités de régulation ont été conçues pour devenir des entités professionnalisées qui mènent des politiques régulatrices de décisions expertes[426], et pour atteindre cet objectif les moyens humains sont très importants.

269. La question des ressources humaines est aussi une situation de quantité et de qualité[427], les professionnels qui feront partie des autorités de régulation financière doivent être bien formés et dans la capacité d'effectuer leur travail dans les meilleures conditions, c'est-à-dire avoir tous les effectifs et les connaissances nécessaires pour que les autorités ne soient pas surchargées (§1).

270. Néanmoins, le personnel aussi doit respecter des critères de déontologie et éthique pour conserver l'impartialité et la probité des autorités de régulation, car en raison de la crise, la confiance dans le système financier a été perdue, et pour la rétablir les fonctionnaires des autorités doivent accomplir leurs tâches avec la plus grande honnêteté et incorruptibilité (§2).

§1. Un personnel expert techniquement

271. La finance, et spécialement les marchés financiers, est un domaine où l'expertise, l'expérience et la technique sont des éléments qui font la différence. Il s'agit d'une des sphères très spécialisées pour laquelle des connaissances précises sont requises. Pourtant, nous sommes devant une pluralité de professions qui sont regroupées pour faire fonctionner le marché.

272. Une des conséquences de la création des autorités administratives indépendantes a été le fait de faciliter le développement des experts[428]. En effet les autorités sont désignées pour avoir des décisions expertes dans des domaines très techniques où l'administration n'avait pas de compétences[429].

---

[426] RAMIREZ Steven A., « Depoliticizing Financial Regulation, William & Mary Law Review. vol. 41, 2000, p. 520.

[427] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 292.

[428] SCHULTZ BRESSMAN Lisa et THOMPSON Robert B., « The Future of Agency Independence », Vanderbilt Law Review, vol. 63, n° 3, p. 612

[429] KIRTI Datla et REVESZ Richard L., « Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies) », Cornell Law Review, vol. 98, 2013, p. 770.

273. Les régulateurs sont formés par un personnel expert qui a les connaissances techniques des circonstances et des conditions de l'industrie pour effectuer leurs tâches[430]. Les régulateurs étudiés ont choisi un personnel très spécialisé dans le champ financier, car ces professionnels doivent être à la hauteur des exigences du marché et de ses évolutions.

274. Le personnel des autorités de régulation financière vient de différents domaines, car il s'agit d'autorités qui ont besoin d'une multidisciplinarité : économistes, ingénieurs, avocats et juristes. Les expertises des professionnels sont la base du contrôle et de la surveillance du marché et parfois les régulateurs sont en concurrence avec le milieu privé parce qu'il s'agit d'un domaine en constante évolution.

275. Pour les **États-Unis**, la *Securities and Exchange Act* signale que la SEC a des officiers, des avocats, des économistes, examinateurs et autres fonctionnaires[431] qui ont un statut d'employés fédéraux, soumis aux lois du *Federal Civil Service*[432], sans qu'ils soient recrutés par concours, en vertu de la technicité des postes[433].

276. En France, le Code monétaire et financier établit les dispositions générales pour le personnel de l'AMF qui *« est composé d'agents contractuels de droit public et de salariés de droit privé »*[434]. Après la crise de 2008, l'AMF a recruté plus pour combler le besoin d'expertise et le nombre d'employés a augmenté de « *30 % entre 2010 et 2015* »[435].Ils recrutent « *des spécialistes de la recherche de manipulation des cours, capables de mettre en place des algorithmes de trading à haute fréquence* »[436]. Cela veut dire que l'autorité de régulation a besoin de personnel avec une formation très spécifique et de l'expérience dans ce domaine. En 2020, l'AMF avait 475 salariés[437].

277. Au **Costa Rica**, les employés de la SUGEVAL sont fonctionnaires, car l'autorité fait partie d'une institution de déconcentration maximale. Ainsi ils sont soumis aux règles et

[430] MACEY Jonathan R., « Organizational Design and Political Control of Administrative Agencies » Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 8, N° 1, 1992, p. 103.
[431] 15 U.S. Code § 78d.
[432] SEC, 1st Level Subagency Comparison Report, 2015. En ligne https://www.sec.gov/files/sec-federal-employee-viewpoint-survey-results-2015.pdf.
[433] PAOLI-GAGIN Vanina, « Les commissions des valeurs mobilières (CVM) sont-elles vraiment indépendantes ? », Bulletin Joly Bourse, 1997, n° 4, p. 713.
[434] Article L.621-5-1 Code monétaire et financier.
[435] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 272.
[436] *Ibidem*, p. 279.
[437] AMF, Rapport annuel 2020, 2021, p.19.

salaires du secteur public et en particulier au régime établi par la Banque centrale[438].Le fait que l'AMF puisse embaucher du personnel avec deux statuts différents lui donne un plus sur la SUGEVAL, car elle a la capacité d'attirer des professionnels du secteur privé qui ont déjà une certaine expérience du fonctionnement des marchés. Mais devant la flexibilité de l'AMF la Cour des comptes a trouvé « *la difficulté de fidéliser des cadres recrutés jeunes auxquels l'institution ne peut offrir des carrières longues* »[439].

278. Il s'agit d'une problématique qui trouble aussi les autres régulateurs parce que le secteur financier a une mobilité élargie, l'effet de la « *porte tournante* », c'est-à-dire le fait qu'un fonctionnaire quitte le secteur public pour travailler dans le secteur privé[440]. Cela ne représente pas seulement une fuite des connaissances, mais aussi une fuite de ressources. Les jeunes recrutés, comme l'a signalé le rapport de la Cour des comptes, apprennent le métier et acquièrent une expérience professionnelle qu'ils valorisent dans le secteur privé[441].

279. Les experts ne sont pas seulement des personnes qui ont une formation académique qui leur permet d'effectuer certaines tâches, ils ont aussi une expérience dans le domaine financier grâce à laquelle ils ont une vision critique de la réalité du fonctionnement des marchés et de ses institutions. Leur expérience est la condition pour être coté dans le domaine financier.

280. La SEC est le meilleur exemple de l'effet du pantouflage comme l'ont révélé certains rapports[442]. Les postes d'avocats au sein de la SEC sont les plus prisés, car après les connaissances acquises sur le fonctionnement du régulateur, ils migrent vers des postes mieux payés dans le secteur privé[443].

281. Comme l'a signalé Mary SCHAPIRO dans son audition devant le Sénat, il serait idéal de trouver un équilibre pour éviter que les interdictions *post-employment* ne soient pas des restrictions qui rebutent les experts à intégrer l'équipe de travail de la SEC, car ces

[438] Reglamento Autónomo de Servicios del Banco Central de Costa Rica y sus Órganos de Desconcentración Máxima.
[439] Cour des Comptes, Rapport public annuel 2009, La Documentation française, 2009, p. 425.
[440] CARIUS Manuel, « Les revolving doors au sein de la fonction publique », AJDA, 2020 p.1470.
[441] Cour des Comptes, Rapport public annuel 2009, *op.cit.*, p. 396.
[442] SMALLBERG Michael, « Revolving Regulators: SEC Faces Ethics Challenges with Revolving Door », Project on Government Oversight, 2011 et Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, « Nominations of: Mary Schapiro, Christina D. Romer, Austan D. Goolsbee, Cecilia E. Rouse, and Daniel K. Tarullo», 2009, p. 89. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg50221/html/CHRG-111shrg50221.htm.
[443] SMALLBERG Michael, *op. cit.*, p. 10.

restrictions se révèlent prohibitives et contre-productives pour leur carrières[444]. La plupart des experts qui envisagent d'occuper un poste dans la SEC sont bloqués par l'impossibilité d'occuper en suite d'autres postes après leur passage dans le secteur public[445].

282. L'AMF a affronté la même situation par exemple en 2014 : il y a eu une migration des salariés à cause de la reprise du secteur financier. Pour le président à l'époque de l'AMF il est devenu nécessaire de trouver des moyens pour fidéliser les employés[446].

283. Au vu de ce qui a été exposé, la question des rémunérations dans le secteur public se pose. Les salaires doivent devenir compétitifs par rapport à ceux du secteur privé, car les compétences demandées ont une valeur qui doit être représentée dans la rétribution de ces talents, pour cela le secteur public doit trouver des moyens pour les attirer avec la stabilité et autres avantages qu'elle peut offrir. Mais malgré les efforts des régulateurs pour devenir concurrentiels avec des salaires sur la moyenne gouvernementale la différence persiste[447].

284. Selon les rapports annuels de 2015 et les justifications budgétaires pour l'année 2017 des autorités de régulation, nous pouvons observer une différence de taille des institutions par rapport à la quantité des employées et de leurs budgets de rémunération.

285. La SEC a 4706 postes en 2020 et pour l'année 2022 a prévu d'augmenter à 4859 postes, c'est-à-dire une majoration de 153 postes[448]. L'AMF a 475 collaborateurs et pour l'année 2022 il compte recruter 61 employés de plus[449]. La SUGEVAL a eu pour l'année 2020, 87 postes, la même quantité que pour l'année 2019[450].

286. Il est frappant de constater les différences de volume en personnel d'une institution à une autre. Néanmoins la disparité la plus remarquable est celle du marché

[444] Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, « Nominations of: Mary Schapiro, Christina D. Romer, Austan D. Goolsbee, Cecilia E. Rouse, and Daniel K. Tarullo», 2009, p. 28. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg50221/html/CHRG-111shrg50221.htmp.
[445] BARKOW Rachel E., « Insulating Agencies: Avoiding Capture Through Institutional Design», Texas Law Review, vol. 89, 2010, p. 49.
[446] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 273.
[447] SCHULTZ BRESSMAN Lisa et THOMPSON Robert B. « The Future of Agency Independence », Vanderbilt Law Review, vol. 63. nº 3, p.613 et BARKOW Rachel E., « Insulating Agencies: Avoiding Capture Through Institutional Design», Texas Law Review, vol. 89, 2010, p. 48.
[448] SEC, FY 2022 Congressional Budget Justification, 2021, p. 14. En ligne https://www.sec.gov/files/FY%202022%20Congressional%20Budget%20Justification%20Annual%20Performance%20Plan_FINAL.pdf#page=17.
[449] AMF, Rapport annuel 2020, 2021, p.19.
[450] SUGEVAL, Informe Anual de Labores 2020, p. 19. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/transparencia/ley9398/2020%20Informe%20Ley%20Nº9398.pdf.

français et du marché américain : malgré sa position clef dans le marché européen le régulateur français a une taille réduite, elle a un écart de 4231 fonctionnaires avec la SEC.

287. Les mêmes disparités se retrouvent dans leurs budgets de rémunération, car pour la SEC il s'agit de 3 milliards de dollars[451], pour l'AMF 25,12 millions d'euros[452] et pour la SUGEVAL 8 millions d'euros[453].

288. Les régulateurs doivent maintenir à jour les connaissances de leurs fonctionnaires, car l'évolution du marché est constante et les opérateurs trouvent toujours des instruments qui ne seront pas régulés et qui pourront présenter un risque pour les marchés, mais surtout pour les investisseurs. La formation de ses ressources humaines résulte être un élément capital pour les régulateurs.

289. La formation des employés est cruciale pour la compétitivité des régulateurs qui sont confrontés à des opérateurs qui ont davantage de moyens financiers et humains et qui ont la possibilité d'innover rapidement. Pour éviter tout risque les régulateurs doivent être sans cesse actualisés et leurs employés doivent respecter des règles de déontologie pour assurer la transparence et la confiance des épargnants.

290. Les moyens humains sont indispensables pour le fonctionnement de la régulation : un personnel formé et spécialisé fait la différence, car il sera capable de reconnaître les situations de risque ou autres qui puissent affecter le bon déroulement du marché. Un régulateur sans la capacité humaine nécessaire ne peut pas concurrencer et faire face aux défis d'un système financier qui est en constante évolution.

§2. Un personnel irréprochable déontologiquement

291. Les marchés financiers sont un domaine où la confiance du public est indispensable pour son bon fonctionnement. En raison des multiples risques et possibles manquements, des normes de conduite ont été fixées. Ces règles éthiques ou déontologiques

[451] Environ 2,6 milliards d'euros. https://www.usaspending.gov/agency/680.
[452] AMF, Rapport Annuel 2020, 2021, p.114.
[453] Environs ¢5.828 millions du colons qui représenta une diminution du 2,9% par rapport aux budget du 2019 (¢6.005 millions du colons).

désignent une régulation des comportements[454], pour assurer la transparence des transactions et des actions qui se déroulent sur les marchés.

292. Normalement, les régulateurs sont ceux qui approuvent les règles de conduite des professionnels et des participants du marché[455], mais ils prévoient aussi des règles de déontologie pour leur personnel afin d'éviter la divulgation et l'utilisation d'informations sensibles et d'éviter les conflits d'intérêts. En effet comme nous l'avons signalé le secteur privé et les régulateurs ont des liens très proches quand il s'agit d'échange de personnel.

293. Dans le contexte actuel et afin de combler les aspirations de transparence et de rétablir la confiance des marchés financiers face aux scandales, excès et crises, les régulateurs ont renforcé les règles de déontologie des professionnels du marché,[456] mais ont aussi renforcé les normes touchant à leur propre personnel.

294. Par conséquent, nous allons examiner deux éléments qui font partie des règles de conduite : le secret professionnel (A) et l'absence de conflits d'intérêts (B).

A - L'absence de conflit d'intérêts

295. Le conflit d'intérêts a été défini par Joël MORET-BAILLY comme les « [s]*ituations dans lesquelles une personne en charge d'un intérêt autre que le sien n'agit pas ou peut être soupçonnée de ne pas agir de manière loyale ou impartiale vis-à-vis de cet intérêt, mais dans le but d'en avantager un autre, le sien ou celui d'un tiers* »[457]. Afin d'éviter de telles situations les autorités de régulation étudiées ont établi différents mécanismes pour que le personnel potentiellement concerné par ces conflits, le déclarent et se déportent de l'affaire, mais aussi pour éviter des conflits postérieurs à la séparation du poste.

---

[454] LE TOURNEAU Philippe, « Le droit et l'éthique » in Droit et Technique, études à la mémoire du Professeur Xavier LInant de Bellefonds, Litec, 2007, p. 292.
[455] ASSOULY Judith, *Morale ou Finance ? La déntologie dans les practiques financières*, Presses des Sciences Po., 2013, p.101.
[456] Directive 2014/65/UE (Mifid2) : « *L'évolution des marchés financiers a mis en lumière la nécessité de renforcer le cadre prévu pour la réglementation des marchés d'instruments financiers, notamment lorsque les transactions effectuées sur ces marchés ont lieu de gré à gré, afin d'accroître la transparence, de mieux protéger les investisseurs, d'affermir la confiance, de s'attaquer aux domaines non réglementés et de faire en sorte que les autorités de surveillance soient dotées de pouvoirs adéquats pour remplir leur mission ».*
[457] BOCCARA Valérie, « Définir la notion de conflit d'intérêts » entretien avec Joël Moret-Bailly, Petites affiches, 2014, n° 84, p. 4. Le Conseil d'Europe a aussi établi une définition de la notion de conflit d'intérêt qui « *…naît d'une situation dans laquelle un agent public a un intérêt personnel de nature à influer ou paraître influer sur l'exercice impartial et objectif…* » Conseil d'Europe, Recommandation nº R (2000) 10 du Comité des ministres sur les codes de conduite pour les agents publics, 11 mai 2000.

296. À ce sujet la **SEC** a créé l'*Office of the Ethics Counsel* qui conseille tous les employés de la Commission sur les conflits d'intérêts, ainsi que les membres immédiats de leurs familles et les anciens employés sur les restrictions qui s'appliquent après avoir quitté leurs postes[458]. La SEC a des règles spécifiques qui sont appliquées à son personnel et ses anciens fonctionnaires : *Code of Federal Regulations : Standards of Ethical conduct for employees of the Executieve Branch, Code of Federal Regulations : Supplemental Standards of Ethical Conduct for Members and Employees of the Securities and Exchange Commission* et la *Conduct rule 8(b).*

297. Selon ce code, les membres et les employés de la SEC ont l'interdiction d'acheter ou de vendre n'importe quelle valeur mobilière quand ils détiennent des informations non publiques[459], ils ont la prohibition de recommander l'achat ou la vente des instruments financiers à toute personne lorsqu'ils détiennent des informations non publiques ou quand ils ne peuvent pas l'acheter eux-mêmes[460].

298. Le standard d'éthique établit aussi que les fonctionnaires doivent informer le *Designated Agency Ethics Official*[461], le chargé d'éthique dans l'agence, sur tous les instruments financiers qu'ils possèdent, sur tous les comptes qui contiennent des instruments financiers que cette agence détermine comme devant être déclarés et sur toute vente ou achat d'instruments financiers[462]. Ces dispositions ont pour but d'éviter qu'avec la négociation des instruments financiers, les fonctionnaires bénéficient d'avantages que le public n'aura pas en raison d'informations privilégiées ou non.

299. Ces mesures sont aussi une façon d'éviter une relation commerciale avec les entités que ces mêmes employés supervisent. Car cela peut dégénérer en des situations qui nuiront à la transparence de la surveillance et la confiance des investisseurs. Les fonctionnaires des régulateurs doivent faire preuve de probité et bonne conduite. L'interdiction de certains instruments guide la conduite de ces personnes et enlève des litiges inutiles. En plus des dispositions décrites auparavant pour éviter des conflits d'intérêts par la possession d'instruments financiers, le législateur a prévu des interdictions pour les anciens

[458] SEC, Office of the Ethics Counsel. En ligne https://www.sec.gov/page/ethicssectionlanding.
[459] 5 CFR Part 4401.102(b)(1) : « *Supplemental Standards of Ethical Conduct for Members and Employees of the Securities and Exchange Commission ».*5 CFR 2635.703 : L'information non publique est l'information que l'employé connait en raison de son emploi et qu'il sait qu'elle n'a pas été portée à la connaissance du public.
[460] 5 CFR Part 4401.102(b)(2).
[461] 5 CFR Part 2638.
[462] 5 CFR Part §4401.102(f).

travailleurs de la SEC[463]. Ces interdictions peuvent être d'ordre pénal, comme celle du Statut criminel[464]. Il interdit de façon permanente la communication avec les parties des dossiers et cas, dans lesquels le fonctionnaire a participé, avec l'intention d'influencer le résultat du dossier[465].

300. La SEC établit aussi des règles de conduite spécifiques pour les anciens employés[466]. Ils doivent répondre, pendant les deux années postérieures à leur cessation de fonctions, à toutes les propositions de rendez-vous, comparution ou communication au Conseil d'éthique. Ils doivent avoir la permission de la SEC pour se présenter ou communiquer[467] devant la commission. L'interdiction signalée est étendue aux associés ou aux partenaires des anciens employés, il leur est cependant possible d'intervenir, mais dans ce cas ils doivent solliciter une dispense[468].

301. Les conflits d'intérêts peuvent aussi venir de la possibilité qu'ont les fonctionnaires d'occuper d'autres postes en même temps. Ils ont l'interdiction de réaliser des activités en conflit avec leur poste dans la SEC et ils ne doivent pas entreprendre de travaux dans les entités régulées, dans des activités directement ou indirectement liées avec l'assurance, l'achat, la vente, l'investissement des instruments financiers ou n'importe quel autre travail attaché aux instruments financiers[469]. Toutes les règles qui ont été mises en place pour éviter les conflits d'intérêts cherchent à assurer la confiance dans l'impartialité et l'objectivité de la SEC et de ses employés.

302. De la même façon, pour l'**AMF**, le code monétaire et financier vise à établir des règles propres à ses employés. Le code signale que le personnel des services de l'AMF est composé d'agents contractuels de droit public et de salariés de droit privé[470]. Le collège établit les règles de déontologie sur proposition du secrétaire général applicables au

[463] SEC Specific Rules 8(b) and 8(d) – 17 CFR 200.735-8.
[464] 18 USC 207.
[465] *Ibidem.*
[466] 17 CFR 200.735-8(b) et 17 CFR 200.735-8(d).
[467] SEC Specific Rules 8(b).
[468] 17 CFR 200.735-8(d)(1). SMALLBERG Michael, « Revolving Regulators: SEC Faces Ethics Challenges with Revolving Door », Project on Government Oversight, 2011, p. 14: *« For instance, Jill Slansky, a former senior attorney in the SEC's New York Regional Office, resigned in December 2009. In June 2010, she filed a statement advising the Commission that she had been "retained to represent … in Securities and Exchange Commission v. Galleon Management LP, … a high-profile SEC complaint that charged billionaire Raj Rajaratnam and his hedge fund advisory firm Galleon Management LP along with many others in a "massive insider trading scheme ».*
[469] 5 CFR Part § 4401.103 (c).
[470] Article L.621-5-1 Code monétaire et financier

personnel[471], en plus l'AMF a établi des chartes de conduite pour la réalisation de leurs fonctions d'enquête et de contrôle, selon le Règlement général de l'AMF[472].

303. Le Code monétaire et financier ainsi que les chartes d'enquête et de contrôle recherchent un comportement irréprochable des employés qui sont habilités à réaliser ces tâches. Les fonctionnaires doivent être neutres, professionnels et ils ont une exigence d'intégrité et surtout ils doivent être dans une situation d'absence de conflit d'intérêts. L'AMF a l'obligation de vérifier cette absence afin de garantir la neutralité dans l'exercice de leurs missions.

304. En droit français il existe aussi des limitations au passage des fonctionnaires vers le secteur privé qui sont plus étendues que les règles américaines. Le Code pénal puni le fait de *« de prendre ou de recevoir une participation par travail, conseil ou capitaux dans l'une de ces entreprises avant l'expiration d'un délai de trois ans suivant la cessation de ces fonctions »*[473]. Ces entreprises sont celles où l'ancien employé a dû assurer la surveillance ou le contrôle.

305. Les règles imposées aux fonctionnaires qui migrent du secteur public au secteur privé sont bien plus strictes que dans d'autres pays, car « *elles sont applicables pendant une période de trois ans…* »[474]. Si nous revenons au cas américain l'interdiction est de ne pas prendre part aux dossiers des entreprises qu'ils ont contrôlé ou surveillé. Le président a bien raison sur la fermeté de l'interdiction. Également, Gérard RAMEIX a souligné que l'AMF vérifie « *que chaque agent qui démissionne n'a pas passé de marché avec l'entreprise qui l'a recruté et surtout qu'il ne l'a pas contrôlé* »[475]. Le problème qui se pose avec le passage du public au privé d'un secteur à l'autre malgré l'effet enrichissant que cela puisse avoir, c'est l'apparence de mauvaise conduite ou d'un possible conflit d'intérêts, qui terni l'image d'impartialité de l'autorité de régulation.

306. Pour le cas de la **SUGEVAL**, ses fonctionnaires sont soumis à la *Ley contra la Corrupción y el Enriquecimiento Ilícito en la Función Pública*[476]. De son côté la *Ley*

[471] Article L.621-5-1 Code monétaire et financier : Règlement intérieur.
[472] Articles R621-31 et R621-33 Règlement général de l'AMF.
[473] Article 432-13, Code pénal.
[474] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 273.
[475] *Ibidem.*
[476] Article 3 Ley contra la Corrupción y el Enriquecimiento Ilícito en la Función Pública.

Reguladora del Mercado de Valores interdit aux fonctionnaires n'importe quel poste de gestion, de représentation ou de direction des entreprises surveillées ainsi que la participation comme actionnaire dans ces entreprises pour éviter tout soupçon de conflit d'intérêts[477].

307. La SUGEVAL est un organe de déconcentration maximale de la Banque centrale du Costa Rica, comme cela a été susmentionné, et pour cette raison le Code d'éthique de la Banque est applicable à ses fonctionnaires[478]. Le Code exige des fonctionnaires de se conduire avec intégrité, impartialité et honnêteté, mais surtout de prévenir des conflits d'intérêts[479].

308. Les fonctionnaires, pour préserver la réputation de la SUGEVAL, ne peuvent avoir d'intérêts personnels contraires à leurs fonctions. Ainsi, selon l'article 3 du Code d'éthique de la Banque centrale, les fonctionnaires doivent éviter des situations où leur honnêteté serait mise en cause et informer leur supérieur de tout intérêt présent ou futur. Mais leurs devoirs ne s'arrêtent pas là, car ils ont le devoir de dénoncer tout conflit d'intérêts d'autres fonctionnaires[480].

309. La SUGEVAL n'a pas de règle qui interdise aux employées de posséder des instruments financiers comme l'ont les fonctionnaires de la SEC. Même le Surintendant n'a aucune interdiction, il doit informer la SUGEVAL de tous les investissements qu'il a réalisé. L'interdiction qui est imposée aux employés est de ne pas avoir un poste de directeur, gérant, mandataire, employé ou associé d'aucune des entités supervisées[481].

310. Pour les interdictions relatives au *pantouflage* la seule norme qui existe est générale pour tous les fonctionnaires publics[482]. Elle interdit aux fonctionnaires le passage au secteur privé avant le délai d'un an après la cessation de ses fonctions vers une entreprise avec laquelle le fonctionnaire aurait travaillé dans le secteur public ou d'accepter une participation actionnariale dans l'entreprise. Si l'employé viole l'interdiction il s'expose à une amende[483].

---

[477] Article 177 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[478] BCCR, Código de Ética (para los directores de la Junta Directiva del BCCR, miembros del CONASSIF, Gerente, Subgerente, Superintendentes e Intendentes y personal del BCCR y sus órganos de desconcentración máxima). En ligne https://www.bccr.fi.cr/marco-legal/DocReglamento/Codigo_Etica_BCCR_ODM.pdf.
[479] Article 1 alinea 2 Código de Ética para los directores de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, miembros del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, Gerente, Subgerente, Superintendentes e Intendentes y personal del Banco Central de Costa Rica y sus órganos de desconcentración máxima.
[480] BCCR, Código de Ética, *op.cit.*
[481] Article 177 Ley reguladora del mercado de valores.
[482] Ley contra la Corrupción y el Enriquecimiento Ilícito en la Función Pública.
[483] Article 53 Ley contra la Corrupción y el Enriquecimiento Ilícito en la Función Pública.

311. Finalement, les trois régulateurs ont une vision similaire de la prévention des conflits d'intérêts : d'abord l'exigence de probité de son personnel, la déclaration des intérêts et la prohibition pour les ex-fonctionnaires d'intervenir dans des dossiers qu'ils ont traité dans le secteur public. Le personnel des autorités de régulation doit respecter les règles établies et faire preuve de probité, d'honnêteté, et d'impartialité. Les règles pour la prévention de conflits d'intérêts doivent être harmonisées et une interdiction générale de détention, négociation et commercialisation des instruments financiers semble être la meilleure option, car cela empêche un contact réel entre les employés, les contrôleurs et les intervenants du marché contrôlés.

312. Pour compléter la quête de transparence les régulateurs ont aussi mis en place une autre obligation pour leurs employés : le secret professionnel. Ces mécanismes sont la base du maintien de la confiance dans le fonctionnement des régulateurs.

B - Le secret professionnel

313. Il s'agit de la non-divulgation d'une information qui est considérée comme confidentielle et qui est détenue par la personne en raison de l'exercice de sa fonction ou profession. Dans le domaine financier les entreprises sont obligées par la loi de fournir toute information corporative, financière ou toute information qui puisse favoriser un bon choix pour les investisseurs. Une partie de cette information peut rester confidentielle ou être classée comme information privilégiée lorsque sa divulgation pourrait occasionner de grandes perturbations pour les entreprises et sur le système financier[484].

314. Pour cela les autorités de régulations étudiées ont soumis leurs employés aux lois et règles sur la révélation d'information non publique. Cela pour éviter la sur-spéculation qui peut être lucrative pour les fonctionnaires sans scrupules.

315. Aux États-Unis, le code pénal prévoit une interdiction pour tout employé fédéral de rendre publiques des informations non publiques dont il a connaissance en raison de son poste. Si l'employé divulgue ce type d'informations, il peut être l'objet d'une amende et/ou

[484] Dans ce travail nous allons assimiler les notions de secret professionnel et de confidentialité. Selon Dominique PIAU *« la confidentialité figure bien dans les anciens ouvrages de déontologie comme un développement du secret professionnel sur l'antienne d'un arrêt de la cour d'appel de Toulouse en date du 10 juin 1909* » PIAU Dominique, « Secret professionnel - Confidentialité et … Secret défense ? », Gazette du Palais, n° 312, 2011, p. 12.

être emprisonné pour une période maximale d'un an et sera en plus destitué de son poste[485]. De plus les employés fédéraux ont un devoir d'honnêteté, d'impartialité, d'intégrité et doivent surtout par leurs actions éviter des situations de conflits d'intérêt ou de mauvaise conduite[486].

316. Les employés de la SEC, en plus de ces obligations et ces interdictions, font aussi l'objet de règles spéciales prévues dans le *Code federal of regulations.* Le Code établit la non-divulgation des informations non publiques aux personnes non autorisées ou n'importe quelles informations ou documents confidentiels[487]. De plus les employés qui ont participé à des enquêtes ou contrôles n'ont pas le droit de divulguer les informations recueillies[488].

317. La loi américaine est claire dans son intérêt de sauvegarder la confidentialité des informations : elle empêche les employés de bénéficier illégalement des informations acquises dans le cadre professionnel afin de garantir la transparence et la confiance des investisseurs des marchés. Toute action des fonctionnaires défiant les normes a comme conséquence une interdiction de l'exercice de la fonction publique. Mais aussi en vertu du secret professionnel la loi vise à protéger le personnel en le dotant « *d'une immunité de poursuites en diffamation pour les déclarations faites au cours de l'exercice de ses fonctions* »[489].

318. Pour sa part, la **France** prévoit aussi une interdiction pénale dans l'article 226-13 du Code pénal : « *La révélation d'une information à caractère secret par une personne qui en est dépositaire soit par état ou par profession, soit en raison d'une fonction ou d'une mission temporaire, est punie…* »[490].

319. Le Code monétaire et financier dispose que le personnel de l'AMF est tenu au secret professionnel[491]. Ils sont obligés à ne pas divulguer l'intégralité de l'information[492] qu'ils ont acquis en raison de leurs fonctions. La norme a à la fois pour objectif de protéger les participants du marché qui font l'objet d'une enquête ou sont contrôlés et aussi et surtout

[485] 18 U.S. Code § 1905 - Disclosure of confidential information generally.
[486] 17 CFR 200.735-2.
[487] 17 CFR 200.735-3(b)(2)(i). Les interdictions pour les divulgations ou l'utilisation de confidential ou non public information se trouvent dans la *Rule* 122 (17 CFR 230.122) de la *Securities Act* du 1933 ; dans la section 24(b) de la *Securities Exchange Act* du 1934 (15 U.S. Code 78x) et la Rule 0-4 (17 CFR 240.0-4) ; et la *Rule* 24(b)(2) (17 CFR 240.24b-2), la section 45(a)(1) de la *Investment Company Act*, et la section 210(b) de la *Investment Advisers Act* du 1940 (15 U.S. Code 80b-10).
[488] 17 CFR 230.122 - Non-disclosure of information obtained in the course of examinations and investigations.
[489] PAOLI-GAGIN Vanina, « Les commissions des valeurs mobilières (CVM) sont-elles vraiment indépendantes ? », Bulletin Joly Bourse, 01 juillet 1997 n° 4, p. 722.
[490] Article 226-13, Code pénal.
[491] Article L.621-4 II Code monétaire et financier.
[492] Toute connaissance, tout document, toute information, entre autres.

de garantir que les régulateurs soient fiables vis-à-vis des informations sensibles. Les enquêteurs et contrôleurs sont tenus de respecter le secret professionnel selon leurs chartes respectives, en plus ils doivent être loyaux, comme l'a signalé la chambre commerciale de la Cour de cassation[493]. En revanche les secrets professionnels ne sont pas opposables à une procédure pénale[494].

320. Au **Costa Rica**, le secret professionnel au sein de la SUGEVAL interdit au Superintendant, à l'Intendant, aux employés, aux conseillers ou à n'importe quel agent contractuel de divulguer des informations relatives aux participants du marché supervisé ou des transactions du marché[495]. L'article exige que la divulgation des informations soit faite en accord avec la loi et le règlement. La seule exception concernée par la révélation des informations est un mandat judiciaire, comme pour l'AMF. Le fonctionnaire qui dévoile des informations obtenues dans l'exercice de ses fonctions pourra être destitué, en plus des sanctions civiles et pénales[496]. L'interdiction de divulgation est étendue aux anciens fonctionnaires surtout lorsque l'information n'a pas été diffusée.

321. L'information est un élément essentiel dans la transaction de valeurs financières. Les personnes qui ont une information de qualité font de meilleurs investissements et peuvent avoir de meilleurs retours. Pour cela la protection de l'information et sa publicité au moment opportun sont impératifs pour le bon fonctionnement des marchés. Les interdictions que les trois régulateurs ont instauré permettent l'équité des marchés. Car même si en raison de leurs fonctions les employés ont des informations qu'ils ne peuvent pas partager, cela crée un sentiment de sûreté.

322. La déontologie des autorités de régulation est fondamentale, car les personnes sont tentées de rechercher leur propre intérêt[497]. Les règles sont là pour rappeler aux fonctionnaires qu'ils travaillent pour l'intérêt commun et qu'ils sont obligés de le respecter.

323. L'indépendance, primordiale pour le fonctionnement des autorités de régulation, est renforcée avec les règles de déontologie vis-à-vis des opérateurs du marché. Pour cela le

[493] Cass. Com. 29 janvier 2013, n°11-27333.
[494] AMF, La charte de l'enquête, 2021, p. 10. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf.
[495] Article 166 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[496] Article 203 Código Penal.
[497] BENASSY-QUERE Agnès, LAMOUREUX Dominique, et ÉSAMBERT Bernard, « La crise comme symptôme, ses enjeux éthiques » in BENASSY-QUERE Agnès, Éthique et crise financière, L'Harmattan, 2009, p. 21.

personnel doit être impartial et discret sur toute information, sinon cela pourrait créer une situation de capture.

324. Les autorités de régulation ont le devoir non seulement de protéger le marché et les investisseurs, mais aussi de défendre la crédibilité de la fonction de régulation qu'ils réalisent. Pour cela la déclaration des intérêts et le secret professionnel se profilent comme des éléments essentiels pour tenir éloignés les conflits et sauvegarder leur intégrité. Pour y parvenir, une harmonisation sur la déclaration et non-détention d'intérêts est souhaitable.

Conclusion du Chapitre II

325. Les autorités de régulation doivent répondre à des critères de démocratie et de transparence dans leur organisation, mais elles doivent aussi avoir les ressources financières et humaines suffisantes, tout cela créant une unité juridique. Cela permet le bon fonctionnement des autorités de régulation et la réalisation de leurs missions.

326. La participation citoyenne est un nouvel élément qui a fait son apparition à la suite de la crise de 2007/2008. De ce fait, les citoyens réclament une autre façon de faire de la finance, ils veulent s'approprier la manière de la pratiquer et la rendre plus accessible. À cette fin, la transparence dans l'accès à l'information est primordiale, en plus de sa qualité et de son intelligibilité. Les mécanismes mis en œuvre pour la participation par les autorités étudiées sont encore sommaires, mais pour assurer la qualité de l'information les moyens ont été maximisés.

327. La composition et la nomination des membres des autorités de régulation sont fondamentales, car pour ces deux processus il faut respecter les principes de transparence et de démocratie. Ces principes assurent la qualité des preneurs de décisions qui sont évalués sur leurs compétences, leur expérience et leurs qualités. Néanmoins la façon dont ils sont rattachés ou non au pouvoir qui effectue la nomination est décisive pour sauvegarder l'indépendance de ces autorités.

328. Les incompatibilités et les inéligibilités jouent un rôle essentiel pour que les autorités réalisent leur fonction correctement et de façon indépendante. En conséquence, une harmonisation est souhaitable, qui pourrait créer des standards à suivre pour les autorités de

régulation, car les conditions d'accès aux postes sont fondamentales pour ne pas donner une impression de capture des autorités.

329. D'autre part les moyens financiers et humains ont une implication dans l'indépendance des autorités de régulation. Pour cela l'autonomie financière des autorités devient très importante, car une structure qui permet d'organiser librement ses dépenses la rend plus efficace pour réagir en période de crise : la possibilité d'avoir un système mixte ou d'autofinancement est meilleur qu'un budget rattaché à l'État.

330. De même que les membres du collège, le personnel des autorités doit avoir une éthique et une qualité professionnelle extraordinaire. De ce fait, les experts ont une place privilégiée au sein des autorités de régulation, par exemple pour l'AMF les membres du Collège ne sont pas pris à plein temps, les fonctions d'expertise de tous les jours sont assurées par le personnel de l'autorité. Ils ont donc un devoir de probité, d'honnêteté, d'impartialité et surtout doivent éviter tout conflit d'intérêt.

331. Les trois autorités ont des formes semblables de déclaration de conflit, mais il faudra étendre l'interdiction de négociation et de commercialisation des instruments financiers à toutes les autorités de régulation, car la pratique qui n'est pas répandue. Il faudra aussi que les règles concernant les anciens fonctionnaires soient plus équilibrées entre les trois pays, pour permettre la réussite professionnelle, mais aussi la prévention de délits d'initié et d'abus de marché.

332. Les éléments évoqués dans ce chapitre nous éclairent sur les caractéristiques indispensables dans l'organisation des autorités, ainsi que sur les éléments importants pour un modèle de régulation financière. L'indépendance des autorités de régulation est rattachée à chacun des éléments abordés et s'accompli grâce à une impartialité vis-à-vis des participants du marché, mais aussi vis-à-vis du pouvoir politique. Leur expertise et leur maitrise de l'information sont des éléments de cette indépendance. De ce fait, l'organisation des autorités de régulation doit être sans ambiguïté aucune, intègre, incorruptible et irréprochable.

CONCLUSION DU TITRE I

333. Les autorités de régulation ont un statut juridique qui vise une réalisation de leurs missions dans de meilleures conditions. La structure que le législateur de chaque pays a choisie pour son autorité (une formule *twin peaks*, une forme complexe ou un modèle fonctionnel) est importante, car elle définit comment la régulation du marché est effectuée ainsi que l'organisation interne de l'autorité de régulation et la répartition des compétences avec les autres régulateurs.

334. Malgré le fait que les modèles de régulation soient différents pour chaque pays, l'organisation des autorités de régulation a des éléments en commun qui sont importants pour une régulation efficace et pour le bon fonctionnement de l'autorité de régulation. Cette organisation doit être démocratique. Elle implique de justifier l'existence des autorités de régulation qui ont les trois fonctions de l'État, mais qui sont indépendantes et qui n'ont qu'une légitimité déléguée et non une légitimité élective. Pour la SEC et l'AMF, autorités indépendantes, le juge a tranché sur leur légitimité démocratique. Mais l'élément démocratique se trouve aussi dans la participation de citoyens, dans la formation des normes et également dans la composition des autorités avec une pluralité politique et une inclusion des minorités. La transparence dans l'organisation des autorités, nous la trouvons avec l'accès aux informations claires et exactes sur les entreprises et à celles de leur état financier ainsi que dans une nomination qui permette de connaitre les qualités des futurs membres.

335. La démocratie et la transparence sont des éléments très importants pour la constitution d'une autorité de régulation qui se veut indépendante. Pour qu'un certain degré d'indépendance soit respecté il est important que les autorités de régulation aient des ressources suffisantes. Ces ressources peuvent être financières ou humaines. La possibilité de décider de l'allocation de ressources est en soi un élément fondamental pour l'indépendance et permet aussi à l'autorité de mieux gérer la continuité de ses missions. Ainsi pour que la réalisation de ses missions soit effectuée d'une manière efficace, le personnel des autorités doit être un personnel expert dans le domaine de la finance, mais il faut aussi une pluridisciplinarité pour avoir une régulation optimale. C'est ainsi que l'organisation des autorités de régulation mise en place par le législateur a une influence sur la qualité de la régulation.

TITRE II : LES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX ATTRIBUTIONS RENFORCÉES

336. Lorsque le législateur crée des autorités de régulation, il leur confère certaines attributions : des missions et des pouvoirs. Les missions des autorités de régulation doivent être clairement définies et quant aux pouvoirs ils doivent être adéquats pour réaliser ces missions.

337. La crise financière de 2007/2008 a démontré l'existence de lacunes dans la régulation, que ce soit des produits financiers ou de conduites qui n'ont pas été régulés, ou des institutions qui échappent à cette régulation, car la description des missions des autorités de régulation et le développement des pouvoirs qui leur ont été conférés comportent des lacunes, parce que les cas de figure n'étaient pas inclus et les pouvoirs n'était pas suffisamment flexibles pour être adaptés.

338. En conséquence, une régulation avec des missions consolidées (Chapitre I) et des pouvoirs accrus (Chapitre II) sont indispensables pour éviter la répétition des dysfonctionnements vécus[498]

[498] The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. xvii. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf.

CHAPITRE I : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX MISSIONS CONSOLIDÉES

339. Pour la régulation financière il s'« *agit toujours, pour une part d'assurer la stabilité du système financier… et pour une autre, de protéger les acteurs du système, et notamment les moins informés d'entre eux, de la fraude, de la tromperie, de l'opportunisme des contreparties…* »[499] .

340. Les missions d'une autorité de régulation sont importantes, car elles guident son action. Les missions doivent être claires pour que les autorités puissent fixer leurs objectifs et politiques. La crise de 2007/2008 a montré qu'avec une constante évaluation des marchés les missions devaient être renforcées pour éviter des situations de risque ou de manque de régulation.

341. Pour ces missions, la régulation doit être renforcée, car les marchés financiers sont dans la recherche de régulation des innovations financières, de nouvelles structures (Section 1), mais aussi de la protection de ceux qui les font fonctionner et ceux qui donnent leur épargne pour que le système financier puisse marcher (Section 2).

[499] RAINELLI-WEISS Hélène, « Problèmes et enjeux de la régulation financière », Cités, vol. 64, n° 4, 2015, p. 77-86.

Section 1. Un marché en recherche de régulation

342. Les marchés financiers sont en eux-mêmes instables. La régulation cherche à ce que les pics d'instabilité n'entraînent pas de graves conséquences pour l'économie réelle. C'est ainsi que la régulation financière a plusieurs enjeux dont l'un des plus importants est « *d'éviter l'instabilité financière* »[500]. Cette problématique sera abordée dans un premier temps (Sous-section 1). Dans un second temps, nous exposerons comment il est aussi nécessaire d'opérer une prévention des abus du marché (Sous-section 2). Ces abus peuvent se présenter au travers d'instruments financiers innovants ou de pratiques des acteurs du marché.

Sous-section 1. Une régulation financière pour prévenir les abus du marché : la régulation des instruments financiers

343. Le système financier a été mis à l'épreuve par la crise de 2007/2008. Les mécanismes de régulation ainsi que les régulateurs ont laissé dehors des métiers et des instruments financier[501]. Il a donc fallu résoudre le problème et prendre des décisions complémentaires pour éviter la récidive. Les gouvernements ont choisi de réformer leur réglementation en renforçant la régulation et les pouvoirs des autorités de régulation pour faire face aux éventuelles situations et éléments de risque.

344. Le *shadow banking*[502] est une des structures qui trouve ses origines dans la dérégulation qui nait au Royaume-Uni, en passant par les États-Unis avant d'être étendue au

[500] RAINELLI-WEISS Hélène, « Problèmes et enjeux de la régulation financière », Cités, 2015/4, nº 64, p. 80.
[501] BOURVEN Monique et ZEHR Yves, « La crise bancaire et la régulation », Avis et Rapports du Conseil économique, social et environnemental, 2009, p. 22.
[502] « *« Banque de l'ombre » ne signifie pas nécessairement finance occulte ou illégale. Ses composantes peuvent être régulées ou non, et quand elles le sont, la réglementation appliquée diffère de celle des banques alors que leurs activités sont proches. C'est en revanche un secteur difficile à cerner car il recouvre des structures complexes et échappe parfois au contrôle du superviseur* », Banque de France. En ligne https://abc-economie.banque-france.fr/mot-de-lactu/shadow-banking.

niveau mondial[503]. Le *shadow banking* est demeuré sans régulation pendant la plupart de son existence. Il a aussi été un laboratoire pour la production des produits complexes et de la titrisation financière. Ce phénomène peut être vu comme un instrument pour contourner la régulation et surtout il contribue à une prise majeure de risques et à un trafic des informations, qui sont de mauvaises pratiques qui amènent aux abus du marché[504].

345. L'innovation financière avec sa technologie, ainsi que les produits financiers élaborés et complexes (comme les dérivés) ont aussi échappé à la régulation, et ils sont considérés comme les facteurs déclenchants et d'aggravants de la crise. Ils ont aussi été perçus comme un moyen pour contourner la régulation et avoir davantage de bénéfices. Pour cela la complexité joue en faveur des dérives et de l'application des mauvaises pratiques qui font perdre la confiance des investisseurs.

346. Dans cette perspective, les législateurs ont voulu agir sur ces éléments, en régulant leur ingérence sur le marché et le système financier, mais surtout en évitant que l'opacité de leurs transactions puisse se traduire en abus du marché. Ils étaient persuadés que la meilleure réponse à la crise et aux éventuels incidents se trouvait dans la régulation et la surveillance du *shadow banking* (§ 1) et des produits financiers complexes (§2).

§1. La régulation du *shadow banking*

347. Le *shadow banking*[505] est considéré comme un système parallèle au système bancaire traditionnel[506] ou comme un système d'intermédiation en dehors des systèmes

[503] « *Les économies anglo-saxonnes ont vécu, entre le milieu des années 1970 et la fin des années 1980, sous le signe de la déréglementation, et le mouvement qu'elles impulsèrent ne tarda pas à se propager à l'ensemble du monde occidental, pour atteindre ensuite le Tiers-Monde, voire les États issus de l'effondrement du bloc soviétique* » AZUELOS, Martine, « Introduction » in AZUELOS, Martine, *La déréglementation des économies anglo-saxonnes: Bilan et perspectives*, Presses Sorbonne Nouvelle, 1995, p. 11 et HAWLEY James P., « Dodd-Frank, sauvetage des institutions financières et crise financière : le problème du too interconnected to fail », Revue d'économie financière, n°105, 2012, p. 254.

[504] ADRIAN Tobias, ASHCRAFT Adam, BOESKY Hayley, POZSAR Zoltan, « Shadow Banking », Revue d'économie financière, n° 105, 2012, p. 158

[505] « *Aussi appelé la finance de l'ombre, la finance parallèle ou la finance non régulée* » JACQUILLAT Bertrand, ROCHET Jean-Charles, « Introduction », Revue d'économie financière, 2013, n° 109, p. 9.

[506] Le *shadow banking* est « *un système d'intermédiation financière… qui regroupe des entités extérieures au secteur bancaire traditionnel mais remplit pour partie des fonctions semblables* » JEFFERS Esther et PLIHON Dominique, « Le shadow banking system et la crise financière », *Cahiers français*, n° 375, 2013, p 51.

bancaires classiques[507]. Le *Financial Stability Board* l'a défini comme une intermédiation du crédit fait par des institutions qui n'appartiennent pas au système bancaire[508].

348. Il est composé d'institutions spécialisées cherchant à proposer du financement, comme les banques classiques, mais ces institutions sont caractérisées par des éléments différents. Par exemple, ces institutions ne reçoivent pas de dépôts et elles n'ont pas les mêmes assurances de liquidité que les banques[509]. Elles font de l'intermédiation de crédit sans être régulées, mais surtout elles ne sont pas atteintes par les règles prudentielles de fonds propres[510].

349. Le *shadow banking* a émergé après la vague de dérégulation des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. En conséquence, les innovations financières et les avancées technologiques se sont alors répandues au niveau mondial. De plus, la sophistication des produits financiers a encouragé la tendance à sortir du système traditionnel pour s'évader de la régulation, permettant une prise majeure des risques[511].

350. La division existante aux **États-Unis** entre la banque de dépôt et la banque d'investissements a disparu quand la *Glass-Steagall Act*[512] a été abrogée en 1999 par la *Gramm-Leach-Bliley Act*. Les banques de dépôt et les banques d'investissement commencèrent à fusionner. Le résultat de ces fusions fut la recherche du développement des mécanismes permettant de transformer et transférer le risque susmentionné[513].

351. Les institutions qui font partie de ce système parallèle sont notamment les banques d'investissement, les fonds spéculatifs dits *hedge funds*, les fonds d'investissement (fonds mutuels, fonds de pension, sociétés d'assurance), les fonds de *private equity* et les

---

[507] FMI, « Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth », *Global Financial Stability Report* (GFSR), 2014, p. 66.

[508] «*The "shadow banking system" can broadly be described as "credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system*», FSB, « Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations », 2013, p. iv. En lignehttp://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf?page_moved=1. Voir aussi FMI, *op. cit.*, p. 68.

[509] Par exemple aux Etats-Unis le Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

[510] ARQUIÉ Axelle et ARTUS Patrick, « Mesurer le système bancaire de l'ombre au sein de la zone euro : que sait la BCE ? », Revue d'économie financière, n° 109, 2013, p. 33.

[511]MADIES Philippe, SAID Zeinab et TARAMASCO Ollivier, « La banque de l'ombre est-elle un complément ou un substitut aux institutions financières traditionnelles ? une étude empirique sur données internationales », Revue d'économie financière, n° 135, 2019, p. 302.

[512] HEAKAL Reem, What is the Glass-Steagall Act?, 2022. En ligne https://www.investopedia.com/articles/03/071603.asp.

[513] STOFFAËS Christian, « La mère de toutes les régulations : le Glass-Steagall Act », Annales des Mines - Réalités industrielles, 2015, p. 25.

véhicules spéciaux d'investissement[514]. Toutes ces institutions doivent emprunter aux marchés, car les seuls dépôts sont insuffisants pour financer leurs besoins[515]. L'élément principal caractérisant le *shadow banking* est que des institutions qui ne sont pas des banques offrent services et produits financiers[516].

352. Pour cela, le *shadow banking* se sert des marchés financiers[517], au travers de mécanismes comme la finance structurelle et « *la transformation du crédit, des maturités[518] et de la liquidité* »[519]. La transformation du crédit est une hiérarchisation des créances pour améliorer la qualité du crédit. D'une part, la transformation des maturités implique de financer les prêts à long terme avec des dépôts à court terme. D'autre part la transformation de la liquidité est l'utilisation des actifs liquides pour financer des actifs non liquides[520]. Ces activités sont source de financements qui sont tenus en dehors des bilans comptables des institutions qui les réalisent, et elles sont « *notamment la titrisation, les prêts de titres et les opérations de pension* »[521].

353. La titrisation est la méthode la plus utilisée dans la finance structurée et elle sera traitée dans le prochain paragraphe. Les *hedge funds* sont en revanche les acteurs plus répandus du *shadow banking,* mais aucune définition juridique du *hedge fund* n'a encore trouvé un consensus[522]. Ils sont sous la pression des profits pour leurs clients, car ils se

[514] ADRIAN Tobias, ASHCRAFT Adam, BOESKY Hayley et POZSAR Zoltan, « Shadow Banking », Revue d'économie financière, n° 105, 2012, p. 175.
[515] ADRIAN Tobias et SONG SHIN Hyun, « *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation* », Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n° 382, 2009, p. 6. Voir aussi FARHI Maryse et MACEDO CINTRA Marcos Antonio, « The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System », Revue de la regulation, n° 5, 2009, paragraph 8 « *This definition encompasses large independent investment banks (brokers-dealers), 3 hedge funds, investment funds, private equity funds, the different special investment vehicles, pension funds and insurance companies. In the US, one must further include the regional banks specialized in mortgage credit (which have no access to rediscount) and quasi-public agencies (Fannie Mae and Freddie Mac), created with the purpose of providing liquidity for the US real estate market* ».
[516] SCHWARCZ Steven L. « Regulating shadow banking », Inaugural address for the inaugural symposium of the Review of Banking & Financial Law, 2011-2012, p. 621.
[517] SCHWARCZ Steven L., op. cit. p. 622.
[518] Les *maturities* sont les échéances des titres financiers. C'est-à-dire le moment où l'émetteur d'une obligation ou d'un autre titre de créance doit rembourser le principal ou à quel moment un emprunteur doit rembourser son emprunt. Ou quand le titre arrête de payer des intérêts.
[519] ADRIAN Tobias, ASHCRAFT Adam, BOESKY Hayley et POZSAR Zoltan, *op.cit.,* p. 160.
[520] *Ibidem.*
[521] Document de la Commission COM (2012) 102 final du 19 mars 2012 Livre vert : Le système bancaire parallèle.
[522] SEC, « Implications of the growth of Hedge Funds », Staff Report, 2003, p. viii. Voir aussi SAMI George « A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe », Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 29, 2009, p. 277.

désignent comme des investissements de haut risque et de hauts rendements[523]. Cette situation peut amener les gestionnaires de *hedge funds* à manipuler les marchés pour arriver à leurs fins.

354. Ils sont devenus populaires parmi les investisseurs et cela a incité les gestionnaires des *hedge funds* à prendre plus de risques pour atteindre de hauts niveaux de rendements[524]. Leurs techniques risquées ont pour but d'obtenir de bons rendements pour leurs clients et pour cela les gestionnaires sont prêts à utiliser des stratégies agressives afin d'être plus compétitifs.

355. Les *hedge funds* et surtout leurs gestionnaires sont généralement tentés par la possibilité de perpétrer un abus du marché. Ils peuvent détourner les fonds d'un *hedge fund* au travers de formules frauduleuses pour couvrir des difficultés financières. Ils peuvent recourir à la pratique des délits d'initiés en raison de leur entourage, car ils créent des liens avec leurs clients qui souvent sont des groupes ou des banques d'investissement qui possèdent des informations non publiques. Mais ils sont aussi associés aux manipulations des cours en donnant des informations qui peuvent aider la performance du *hedge fund* qui est normalement liée aux rémunérations des gestionnaires[525].

356. Après la crise 2007/2008, les législateurs ont cherché une façon de réguler les acteurs du *shadow banking* d'une manière plus adaptée et essayé d'éviter leurs excès, mais le système de régulation a en même temps encouragé la prise de risque.

357. Aux **États-Unis**, la SEC a pris des décisions qui ont aidé les banques d'investissement à prendre plus de risques. Par exemple en 2004 la SEC exemptait les cinq des plus grandes banques d'investissement de la règle du capital net[526].Les institutions et les mécanismes utilisés dans le *shadow banking* ont été ciblés dans les réformes établies pour redresser les marchés après la crise. Les *hedge funds* sont les institutions qui ont trouvé le moyen d'avoir des dérogations de régulation avant la crise. Normalement, ils n'étaient pas

[523] PEARSON Thomas C., « When Hedge Funds Betray a Creditor Committee's Fiduciary Role: New Twists on Insider Trading in The International Financial Markets », Review of Banking and Financial Law, vol. 28, 2008-2009, p. 170.
[524] PRIOR Ian D., « An Opportunity Lost: The U.S. Securities and Exchange Commission's New Rule Requiring Registration of Hedge Fund Advisers Has an Achilles Heel - And Hedge Funds Will Take Advantage» Annual Review of Banking & Financial Law, vol. 25, p. 478.
[525]PARK Junsun, « Enforcement of Securities Law in The Global Marketplace: Cross-Border Cooperation in The Prosecution of Transnational Hedge Fund Fraud », Brooklyn Journal of International Law, vol. 39, 2014, p. 238 et s.
[526] La règle a été créé par la SEC en 1975 pour assurer que les courtiers assurent leurs obligations financières envers leurs clients. BARTH Jamens R., CAPRIO Gerard Jr. et LEVINE Ross, « Misdiagnosis: Incomplete Cures of Financial Regulatory Failures » in BARTH James R. (dir.), *The first great financial crisis of the 21st Century: A Retrospective*, Word Scientific Publishing Co., vol. 9, 2016, p. 420.

régulés aux États-Unis, car ils sont habilités pour les exceptions disposées par la législation[527], malgré les efforts précédents faits par la SEC pour les contrôler[528].

358. La *Dodd-Frank Act* a enlevé les restrictions existantes pour l'inscription auprès de la SEC. Ainsi les gestionnaires et les conseillers financiers[529] qui travaillent dans les *hedge funds* et autres *private funds* ont une obligation d'inscription selon la valeur de leurs actifs. Avant, les conseillers en étaient exempts, car la définition des *hedge fund* n'était pas comprise dans la définition que l'*Investment Advisers Act* donnait aux entreprises d'investissement. Donc les *hedge funds* pouvaient échapper à la régulation par exemple en restant en dessous du nombre de 100 bénéficiaires finaux que demande la *Section 3 (c) (1)* pour figurer en tant qu'entreprise d'investissement[530].

359. En conséquence, les conseillers ou gestionnaires avec moins de 25 millions de dollars d'actifs en gestion ne doivent pas s'enregistrer auprès de la SEC. Dans le cas des gestionnaires et conseillers avec 100 millions de dollars ou plus, ils doivent être enregistrés auprès la SEC[531].

360. Mais la loi a trois exceptions. En premier lieu : *private fund adviser exemption*[532] pour les gestionnaires qui agissent comme conseiller d'un seul ou plusieurs fonds qui ont moins de 150 millions de dollars en actifs. En deuxième lieu : l*'exemption for venture capital fund advisers* : les conseillers ou gestionnaires qui gèrent seulement *venture capital funds* n'ont pas l'obligation d'être enregistrés auprès de la SEC sans tenir compte de la quantité de fonds, mais leurs actifs ne doivent pas dépasser une valeur de 150 millions de dollars[533] . En troisième lieu : les *foreign private adviser* sont les conseillers qui ne sont pas installés aux États-Unis, qui ont moins de quinze clients aux États-Unis, qui ont moins de 25 millions de dollars d'actifs à gérer pour leurs clients américains et qui ne se présentent pas comme des conseillers financiers pour le public américain[534].

---

[527] 15 U.S. Code §§ 77a-77aa, 15 U.S. Code 78a-78nn et 15 U.S. Code § 80b-1-80a-21.
[528] Goldstein v. SEC - 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).
[529] *Investment adviser qui* selon *l'Investment Advisers Act* (15 U.S. Code § 80b–2 a 11) est toutes les personnes que pour une indemnité conseille autres, directement ou par publications, de la valeur des instruments financiers ou sur la pertinence d'investir, acheter ou vendre des instruments financiers ou qui pour une indemnité et comme partie des affaires réguliers, un commerce régulier publie analyses ou rapports à propos des instruments financiers.
[530] RUANE Kathleen Ann et SEITZINGER Michael V., « *Hedge Funds: Legal History and the Dodd-Frank Act* », Congressional Research Service, 2010, p. 4.
[531] *Ibidem.*
[532] Advisers Act, section 203(m).
[533] Advisers Act, section 203(l).
[534] Advisers Act, section 203(b)(3).

361. La loi autorise la SEC à superviser les *hedge funds* et elle a édicté toutes les règles pour enregistrer et élargir la divulgation d'information de la part des gestionnaires des *private equity* et *hedge funds*. La SEC exige que les conseillers présentent des rapports plus approfondis et la divulgation d'information doit être élargie. Le Titre IV sollicite la présentation périodique des rapports et la conformité avec le formulaire *PF*. Il commande aux conseillers la présentation des informations sur eux, leurs fonds et leurs investisseurs[535].

362. Grâce à la *Dodd-Frank Act* la SEC a plus de pouvoirs pour protéger les investisseurs des *hedge funds* en demandant plus d'informations. Les détracteurs de la *Dodd-Frank Act* soutiennent que les pouvoirs que la SEC a vis-à-vis des conseillers ne changent pas le panorama des fraudes. Car la SEC a démontré son incapacité à prévenir et déceler ce type de situations[536]. En plus, ils se demandent si l'information qui est demandée aide vraiment à la protection des investisseurs et arguent que les coûts de conformité seront plus larges en raison des nouvelles dispositions[537].

363. En **France**, l'AMF a signalé dans son Rapport au Président et au Parlement de 2015 que les *hedge fonds* sont largement régulés et que la plupart des entités sont sous sa surveillance[538]. Les *hedge fonds* sont appelés fonds alternatifs et ils sont désignés sous le terme de fonds d'investissement alternatifs (FIA). Ils ont été régulés par la directive nº 2011/61/UE du Parlement et du Conseil du 8 juin 2011 (AIFM), transposée par l'ordonnance du 25 juillet 2013[539]. Selon Michel STORCK, la directive « *est essentiellement une directive « acteurs » qui harmonise au niveau européen le statut des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs* »[540].

364. Cette directive cherche à harmoniser les normes nationales pour réglementer les gestionnaires des FIA, pour cela le Règlement général de l'AMF a été modifié et un nouveau titre est introduit concernant les sociétés de gestion de portefeuille[541]. Les sociétés déjà

[535] Dodd-Frank Act §§403, 408 et 410.
[536] Madoff investissements scandals, SAC Capital délit d'initié et Galleon Group délit d'initié.
[537] KAAL Wulf A., « The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015 », The Business Lawyer, vol. 71, 2016, p. 1186.
[538] AMF, Rapport annuel 2015, p. 28.
[539] Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010.
[540] STORCK Michel, « Cadre juridique de la gestion alternative : transposition en droit français de la directive AIFM par l'ordonnance du 25 juillet 2013 », RTD Com., 2013 p. 533.
[541] Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010, considérant 4.

existantes qui ont un encours de gestion au-dessus de 100 millions d'euros ou 500 millions d'euros sont totalement soumises à la directive. Les sociétés de gestion de portefeuille qui ont un encours de gestion en dessous des seuils cités ont une obligation d'information vis-à-vis de l'AMF. S'ils dépassent les seuils provisoirement, les gestionnaires doivent justifier auprès de l'AMF le caractère passager du dépassement ou demander un agrément. En plus, il existe des sociétés existantes qui sont exclues comme les sociétés qui gèrent exclusivement des organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). Les nouvelles sociétés de gestion doivent demander un agrément selon les articles 317-1 et suivants du Règlement général de l'AMF[542].

365. Comme nous l'avons signalé, la *Dodd-Frank Act* impose des obligations aux conseillers financiers des *hedge funds.* En revanche la directive AIMF impose des obligations aux gérants de FIA. Ces obligations sont la justification d'un niveau de fonds propres[543] pour couvrir les risques éventuels, le suivi du risque de liquidité de chaque FIA qu'elle gère[544], en plus de respecter l'article 318- 1 et suivants du règlement de l'AMF, c'est-à-dire les exigences par rapport aux règles de gestion des risques, des conflits d'intérêts et les règles de bonne conduite et gouvernance[545].

366. En outre, les gestionnaires d'investissements alternatifs doivent informer la délégation de la gestion d'un FIA, remplir toutes les obligations de transparence par rapport à l'effet de levier. Ainsi les sociétés de gestion des FIA doivent envoyer à l'AMF et aux investisseurs des rapports sur l'effet de levier. L'AMF doit être informée sur l'exposition du fonds à un risque trois fois plus élevé de sa valeur et elle a la possibilité selon l'article L. 621-18-8 d'« *imposer des limites au niveau de levier auquel elle a habilité un FIA »*[546] quand *« l'effet de levier contribue à l'accroissement des risques systémiques dans le système financier ou aux risques de désorganisation des marchés »*[547].

367. Les sociétés de gestion de FIA doivent aussi nommer un dépositaire pour assurer la liquidité du FIA, l'application et le respect de la loi et la réglementation. Le dépositaire doit

[542] Présenter un dossier à la Direction de la gestion d'actif de l'AMF en application des articles 317-1 et suivants Règlement général de l'AMF.
[543] Article 317-2 Règlement général de l'AMF.
[544] Article 318-44 et suivants Règlement général de l'AMF.
[545] Article 319-1 et suivants Règlement général de l'AMF.
[546] Article L. 621-18-8 Code monétaire et financier.
[547] *Ibidem.*

aussi agir, selon le Code monétaire et financier, de manière honnête, indépendante, dans l'intérêt du FIA ou des investisseurs[548].

368. La directive attaque les mauvaises pratiques et a une place importante dans la réponse aux craintes soulevées par la crise et la politique de rémunération des gérants des sociétés de gestion et des personnes en capacité de prendre décisions. Elle vise à empêcher les politiques de rémunération des gestionnaires qui encouragent la prise de risques. Pour cela, un Comité de rémunération doit être mis en place pour vérifier que les politiques de rémunération ne s'interposent pas dans la gestion du risque[549].

369. L'objectif de la directive nº 2011/61/UE était d'étendre la transparence vers les secteurs des marchés financiers qui en avaient besoin. Comme c'est le cas des *hedge funds,* car la perception qu'ils ont donnée tout au long de leur histoire et surtout pendant la crise était une image d'institutions opaques qui cherchaient à optimiser leurs profits en dépit des risques[550]. Les FIA (*hedge funds*) sont maintenant soumis à la réglementation et obligés de fournir toute l'information nécessaire pour assurer une surveillance et détecter les risques.

370. Pour sa part, le **Costa Rica** régule les sociétés administratrices des fonds d'investissement (SAFIS) qui sont à côté des bourses les seuls sujets qui peuvent faire de l'intermédiation financière. Toute transaction en bourse doit se faire par une maison de courtage[551] et l'administration de l'argent de tiers de manière collective peut uniquement se faire via une SAFIS, par la construction de fonds d'investissement[552].

371. Les SAFIS doivent être autorisées par la SUGEVAL, et pour cela elles doivent avoir un capital minimum, une structure qui respecte les règles de gouvernance des entreprises, une unité chargée du risque et une politique de gestion et de commercialisation. Selon l'énoncé le *Reglamento general sobre sociedades administradoras y fondos de inversión (RGSAFIS)*[553] les SAFIS doivent remplir les normes de conduite que la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* prévoit[554].

---

[548] Article L. 214-24-3 Code monétaire et financier.
[549] Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010.
[550] BARNIER Michel, « Réguler le secteur financier pour assainir les bases de la croissance », Revue de l'Union européenne, 2011 p. 491.
[551] Article 22 et 23 Ley reguladora del mercado de valores.
[552] Article 61 Ley reguladora del mercado de valores.
[553] Article 3 et 4 Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
[554] Article 101, Ley reguladora del mercado de valores.

372. La *Ley Reguladora del Mercado de Valores* et le RGSAFIS[555] établissent une définition des fonds d'investissement très générale où la seule classification évidente qui fait loi, malgré sa mention des fonds immobiliers, est celle de fonds ouverts et de fonds fermés. En conséquence, les *hedge funds* ne sont pas interdits au Costa Rica, mais ils ne sont pas aussi répandus sur les marchés financiers que d'autres types de fonds : fonds de marché de valeurs, fonds de marché monétaire, fonds de développement immobilier, fonds immobiliers, entre autres.

373. Bien que les *hedge funds* au Costa Rica ne soient pas très communs, les maisons de courtage proposent à leurs clients les plus sophistiqués les *hedge funds* inscrits dans d'autres fonds boursiers et surtout dans les plus reconnus, le NASDAQ ou le New York Stock Exchange, par exemple. L'accès à ces fonds est possible, mais la SUGEVAL n'a pas aucune possibilité de surveiller les sociétés gestionnaires de *hedge funds*. Ainsi le régulateur a d'un côté la tâche de créer des mécanismes de vérification des participations au fonds vendues sur son territoire, et d'un autre le devoir d'établir une véritable coordination internationale pour s'assurer que les intérêts des investisseurs soient garantis, pour éviter qu'ils se retrouvent dans une situation comme dans l'affaire Madoff[556].

374. Néanmoins, la réglementation autorise aux fonds constitués au Costa Rica d'investir dans des fonds internationaux[557]. Le RGSAFIS demande aux sociétés gestionnaires de remplir certaines conditions avant de faire de tels investissements. Les fonds étrangers doivent être autorisés par un régulateur qui soit membre de l'IOSCO[558]. S'il s'agit de fonds financiers, ils doivent respecter les règles de capital mises en place pour les fonds inscrits aux États-Unis ou les directives de l'Union européenne. Les gestionnaires de ces fonds doivent avoir une expérience de trois ans, entre autres.

375. Ce qui nous intéresse le plus, c'est le fait que la régulation que le régulateur costaricien doit mettre en place est faite par les régulateurs américain et européen. Le règlement ne dispose que d'une liste de conditions où un régulateur étranger réalise la

[555] Article 1 Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
[556] L'affaire Madoff est un fonds d'investissement qui promettait des rendements du 10% à ses clients par la seule activité de la spéculation. Il utilisait un système similaire à la pyramide de Ponzi. Il finançait les remboursements des anciens clients avec les apports des nouveaux clients.
[557] Article 111 Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
[558] L'Organisation International de Commissions de valeurs (The International Organization of Securities Commissions (IOSCO)) est l'organisme international qui regroupe des régulateurs de valeurs et il établit des standards pour la sécurité du secteur.

surveillance et le contrôle du fond. Dans ce sens nous trouvons une sorte d'abdication implicite en faveur du régulateur étranger.

376. Le *shadow banking* est un système transversal, c'est-à-dire qui ne fait pas attention aux champs ou catégories que les autorités de régulation contrôlent et surveillent. Pour cela la coordination entre régulateurs est aussi importante que la régulation des gestionnaires de fonds, car leurs activités ne se restreignent pas à un seul domaine, mais touchent tout le système financier. Si les régulateurs cherchent vraiment à limiter les effets d'un possible risque systémique du *shadow banking* il leur faut utiliser les ressources qui permettent une réaction rapide, par exemple la *soft law*.

377. En conclusion, les trois pays régulent indirectement les fonds par leurs gestionnaires et pas par les fonds eux-mêmes. Ils ont visé la transparence par la récupération des informations clefs pour éviter les techniques de manipulation de prix des actions et par les mauvaises techniques de rémunération des gestionnaires. La régulation du marché se traduit dans la transparence de l'information recueillie et dans l'information transmise aux investisseurs.

378. En vertu de l'habilité de contourner la régulation des gestionnaires, il nous semble que le législateur des pays étudiés a manqué l'opportunité d'établir de véritables règles générales pour ces types des fonds. Parce qu'ils utilisent des outils qui se sont avérés dangereux et qui peuvent devenir la source d'une transmission de risques systémiques.

379. Ainsi l'objectif de la réglementation adoptée après la crise était d'imposer des règles macroéconomiques pour éviter les crises ou au moins leurs expansions. Mais la précaution consiste à ne pas empêcher l'innovation financière et à ne pas empêcher les pratiques connues pour être très risquées et de laisser une sorte de responsabilité autorégulatrice aux gestionnaires. Nous trouvons qu'il existe la nécessité d'une régulation qui vise certaines institutions à risque (*hedge funds)* et pas seulement ses gestionnaires.

380. Les *hedge funds* devraient être contrôlées à priori, soit par l'interdiction des pratiques les plus obscures soit par leur transparence totale afin d'éviter non seulement les manquements des gestionnaires, mais aussi les expositions nécessaires aux risques et la propagation à tout le système financier. Le moment post crise est passé, mais la possibilité de faire évoluer la réglementation d'une façon préventive est toujours là.

§2. La régulation des produits financiers

381. Il existe certains produits financiers qui sont vus comme grands créateurs de risques et en raison de la crise financière 2007/2008 leur régulation a été envisageable. Ce sont les produits dérivés de gré à gré[559] qui sont commercialisés dans les marchés de gré à gré[560]. Il existe différents types de produits dérivés de gré à gré par exemple les *options*[561], les *futures*[562], les *forwards*[563], les *warrants*[564], les *swaps*[565]. Ils sont considérés comme des contrats dangereux, car ils « *reposent sur un effet de levier : les parties peuvent s'y exposer à la variation de valeur d'un actif sous-jacent, sans acquérir l'actif en question* » [566].

382. Le groupe du G20 lors du sommet de Pittsburgh en 2009, s'est accordé sur les lignes directrices du changement des marchés financiers après la crise. Un des points importants était de ramener les produits dérivés aux platesformes de négociation dont les

[559] Les produits dérivés de gré à gré sont des *Over-the-counter derivatives* qui sont de contrats prives qui sont accordés entre deux parties sans aller dans un marché réglementé. Ils sont des contrats personnalises, alors ils peuvent être négocies et personnalisées pour convenir les risques et les retours selon les besoins de chaque partie. http://www.investopedia.com/ask/answers/052815/what-overthecounter-derivative.asp#ixzz4PWJmdTVa.

[560] Nous admettons que les marchés de gré à gré sont les *Over-the-counter (OTC) markets* : ils sont des marchés décentralises, sans une localisation physique centrale, où les participants du marché commercialisent par téléphone, courriel, etc. Dans ces marchés, les courtiers (*traders, broker dealers*) agissent en tant que teneurs du marché. Le commerce peut être effectué entre deux participants du marché sans que les autres soient au courant du prix, pour cela les *OTC markets* sont moins transparents et ils sont soumis a moins de régulation. BEERS Brian, Over-the-Counter Derivative, 2021. En ligne http://www.investopedia.com/terms/o/over-the-countermarket.asp#ixzz4PWAERn7u. Voir aussi DODD Randall, « *The Structure of OTC Derivatives Markets* », The Financier, vol. 9, 2002, p. 2. En ligne http://www.financialpolicy.org/dscotcstructure.pdf.

[561] Les options sont des produits dits « dérivés » car leur valeur dépend (dérive) de celle de l'actif (ou produit), qualifié de « sous-jacent », sur lequel elles portent… e sont des contrats négociables dont la réalisation finale dépend de l'évolution des conditions de marché (caractère optionnel) et dont le paiement, en cas de réalisation, intervient à une date future. La finance pour tous, Options, 2021. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/produits-financiers/options-2/qu-est-ce-que-c-est/.

[562] Les futures sont des instruments financiers utilisés pour anticiper les variations futures d'un actif sous-jacent (une action, un indice boursier, etc.) : vous achetez ou vendez une quantité déterminée de cet actif sous-jacent, à une date d'échéance et à un prix connus à l'avance. AMF, Futures, 2018. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/produits-complexes/futures.

[563] Ils sont comme les futures mais les *forwards* concernent des transactions de gré à gré et les futures des transactions se déroulant sur un marché organisé.

[564] Le *warrant* est un titre négociable en Bourse auquel est attaché un droit d'option. Le droit porte sur un instrument financier que l'on appelle un sous-jacent ou support du warrant. L'actif sous-jacent peut être une action, un indice boursier, une obligation, une devise, une matière première, etc. La finance pour tous, Warrants, 2021. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/produits-financiers/options-2/qu-est-ce-que-c-est/warrant/.

[565] « *Un swap est un contrat bilatéral par lequel deux parties s'engagent à s'échanger une série de paiements selon un échéancier déterminé, qui s'étend généralement sur quelques années. À chaque terme (par exemple chaque mois, ou chaque trimestre), chacune des parties convient de payer à l'autre une somme calculée à partir d'un montant de référence, communément appelé le montant notionnel du swap* » CORNUT ST-PIERRE Pascale, *La fabrique juridique des swaps. Quand le droit organise la financiarisation du monde,* Presses de Sciences Po, 2019, p. 35.

[566] GAUDEMET Antoine, « Les *obligations de négociation et de compensation* », Revue de Droit bancaire et financier, nº1, 2013, p.1.

règles sont plus strictes, comme les règles de capital, entre autres. De cette façon ils améliorent leur transparence et atténuent les risques systémiques[567]. C'est ainsi que la négociation sur des plateformes électroniques et la compensation sont devenues les pierres angulaires de la régulation des dérivés à l'échelle globale. Les mesures accordées au sommet de Pittsburgh sur la régulation de dérivés ont fait que l'adoption de règles a marqué le commencement de la régulation des produits dérivés dans les pays étudiés et des processus de titrisation[568].

383. Aux **États-Unis**, la réforme repose sur l'idée que les *swaps* ont été des grands contributeurs au développement de la crise étant donné leur manque de régulation. Pour cela la *Dood-Frank Act* a concentré sa régulation des OTC dérivés sur les *swaps*, mais en considérant que la tâche devait être partagée par deux régulateurs : la CFTC, les *swaps* et la SEC les *securities-based swaps*[569]. Les *single-name security-based swaps*, mieux connues comme *credit default swaps* (CDS) ont été considérés comme les moutons noirs de la crise[570] et pour cela la nécessité de leur régulation était évidente.

384. La réforme réalisée par la *Dood-Frank Act* a donné à la SEC une autorité large et discrétionnaire dans le but d'imposer des conditions nécessaires pour la commercialisation de ses produits et surtout l'obligation de gérer le risque de ces instruments[571]. Le concept de *securities-based swaps* a été clarifié par la jurisprudence[572], qui explique qu'il existe deux parties qui échangent des flux financiers pour un certain temps, mais les paiements d'une des parties sont basés sur une valeur financière ou un indice boursier[573]. La complexité et l'évolution du marché font de ces produits une combinaison risquée pour laquelle il existe maintenant des normes qui tentent de minimiser les dégâts d'une crise.

385. La loi a donné à la SEC la responsabilité d'adopter les réglementations pour imposer des conditions de capital qu'ils doivent remplir. En particulier des règles ont été

---

[567] G20 group, « Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements », 24-25 septembre 2009, Pittsburgh, p. 9. En ligne http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html.
[568] G20 sommets, Déclaration des chefs d'états et de gouvernements, Sommet de Pittsburgh, 24-25 septembre 2009, Pittsburgh. En ligne https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2016/10/21/pittsburgh-declaration_2009-09.pdf.
[569] 15 U.S. Code § 8302.
[570]LE VINE Barry, « The Derivative Market's Black Sheep: Regulation of Non-Cleared Security-Based Swaps Under Dodd-Frank », Northwestern Journal of International Law and Business, vol. 31, 2011, p. 700.
[571] LE VINE Barry*, op. cit.,* p. 701.
[572] Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996) et LE VINE Barry, *op cit.,* p 709.
[573] MCCARTIN Thomas J., « A Derivative in Need: Rescuing U.S. Security-Based Swaps from the race to the Bottom », Brooklyn Law Review, vol. 81, 2015-2016, p. 368.

établies pour que les *securitie-based swaps* soient compensées par une chambre de compensation qui est enregistrée auprès de la SEC.

386. Les participants du marché sont concernés par les coûts de la compensation, et ils ne pensent pas que toutes les *securitie-based swaps* ont les caractéristiques pour être compensées. De plus, la SEC doit réfléchir à sa propre charge de travail[574]. Mais malgré les critiques soulevées, la CFTC et la SEC sont arrivées à une régulation commune pour déterminer leurs champs spécifiques et les définitions les plus importantes sur le sujet, par exemple *major swap participant*. Cela démontre par ailleurs le niveau de coordination que les institutions de régulation peuvent atteindre avec des sujets si complexes et particuliers.

387. Selon la *Dodd-Frank Act* les *swap dealers* et les *major security-based swap participants* doivent être régulés. Pour cela les contreparties doivent être inscrites auprès de la SEC[575] pour maintenir un niveau minimum de capital, une marge de capital[576] et des règles de conduite commerciale[577]. La *Dodd-Franck Act* a aussi imposé des règles de compensation et d'exécution pour les dérivatives standardisées et les dérivés doivent répondre à une tenue sévère de registres et des données[578].

388. La réforme plus importante introduite par la loi est la disposition sur la compensation des dérivés, car avant seulement certains étaient compensés[579]. La compensation permet de gérer le risque que la contrepartie ne remplisse pas sa partie du contrat, seulement une des deux contreparties étant obligée[580]. La compensation est réalisée par des chambres de compensation qui se rendent garantes du contrat. De plus, la réglementation américaine prévoit des restrictions pour les banques qui commercialisent des dérivés. Si les banques veulent avoir des aides gouvernementales il faut que la commercialisation se fasse par une filière avec des fonds indépendants[581].

---

[574] LE VINE Barry, « The Derivative Market's Black Sheep: Regulation of Non-Cleared Security-Based Swaps Under Dodd-Frank », Northwestern Journal of International Law and Business vol. 31, 2011, p. 718.
[575] 17 CFR § 240.13a-1: Section 13A(a)(1) of the Exchange Act.
[576] SEC, SEC Proposes Rules for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants, Press realese, 2012. En ligne https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171485404.
[577] SEC, Business Conduct Standards for Security-Based Swap Dealers and Major Security- Based Swap Participants, 2011. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2011/34-64766.pdf.
[578] MCCARTIN Thomas J., *op. cit.*, p 373.
[579] 7 U.S. Code § 2.
[580] CADMUS, Eduard H., «An Altered Derivatives Marketplace: Clearing Swaps under Dodd-Frank», Fordham Journal of Corporate and Financial Law, vol. 17, n° 1, 2012, p. 213.
[581] Office of the Comptroller of the Currency, Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Third Quarter 2019, Washington, D.C., December 2019, p. 3.

389. En **France**, le règlement dit EMIR a régulé les produits dérivés de gré à gré[582] ce qui a été une des réponses européennes à la crise. Selon les accords du G20 *« tous les contrats dérivés de gré à gré standardisés devraient être soumis à une obligation de compensation…* »[583]. Cela parce qu'ils manquent de transparence. De plus ils sont faits sur mesure et par conséquent ne sont accessibles qu'à certains investisseurs très spécialisés formant un réseau complexe qui peut mettre en risque la stabilité financière.

390. Ainsi, au vu des accords du G20, le règlement obligatoire pour les pays membres de l'Union européenne, dont la France, établit une obligation de compensation des dérivés financiers. Il impose principalement trois types d'obligations aux opérateurs de dérivés : une obligation de compensation, des mesures de réduction du risque pour les opérations qui ne peuvent pas être compensées et en plus une obligation de déclaration des dérivés[584].

391. Dans ses lignes générales les dispositions européenne et américaine sont très similaires, mais elles présentent certains points de dissidence. Le règlement EMIR a une définition plus large des dérivés que la *Dodd-Frank Act* qui est appliquée seulement aux *swaps* et *security-based swaps*. Mais la vision de participants dans le marché OTC est différente : pour la réglementation européenne, il existe des contreparties financières qui incluent les banques, les firmes d'investissement, les assureurs, les fonds inscrits, les fonds de retraite et les fonds alternatifs d'investissement[585]. Pour sa part la *Dodd-Frank Act* parle des institutions financières, *major swap participant* : institutions avec une participation importante dans n'importe quel dérivé[586]. Il y a des institutions qui, à cause de leur position dans le marché OTC, peuvent mettre en péril le système bancaire et les marchés financiers et les institutions à fort effet de levier avec une position importante dans les OTC dérivés. La portée européenne est plus large que l'américaine.

392. Par ailleurs, les deux réglementations demandent la déclaration des transactions de dérivés, pour la SEC la déclaration doit être faite en temps réel après la conclusion du

[582] Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux : « *European Market Infrastructure Regulation* ».
[583]Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.
[584] DE BROUWER Frédéric, « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », Bulletin Joly Bourse, n° 05, 2013, p. 263.
[585] Article 2 alinea 8) Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.
[586] Cover swaps dealers, major swap participants, commodity pools, private funds, entre autres.

contrat[587]. Dans le cas français la déclaration ne doit pas être faite à l'AMF, mais à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) au plus tard le jour ouvrable suivant la conclusion du contrat[588].

393. La différence majeure entre la réglementation proposée par l'Europe et les États-Unis est que les règles européennes ne prévoient pas une norme comme la *Volcker Rule*[589], c'est-à-dire une restriction pour les banques de négocier ses propres dérivés. S'ils le font ils ne pourront plus opter pour les aides financières en cas de difficultés. Il n'y a donc pas d'interdiction directe, mais simplement une répercussion qui se veut dissuasive.

394. L'autre différence est la restriction de l'accès aux actionnaires des chambres de compensation aux États-Unis : les membres de la chambre de compensation et les institutions financières sont limités. Les membres ne peuvent pas avoir plus de vingt pour cent des actions et les institutions financières pas plus de quarante pour cent des actions. L'EMIR n'a pas de règles spécifiques, mais le régulateur peut ne pas autoriser l'inscription de la chambre de compensation en raison d'actionnaires inappropriés[590].

395. L'autre élément adopté par les deux régulations et qui a une importance primordiale sont les règles de conduite. Aux **États-Unis** les *security-based swap dealers* sont soumises aux règles de conduite adoptées par la SEC[591] qui a fourni un effort pour les harmoniser avec les règles pour le swap *dealers* CFTC. Ces normes portent sur deux éléments essentiels : tout d'abord l'interdiction de fraude, de manipulation et de tromperie dans la négociation et ensuite la transaction des *security-based swaps*.

396. Elles obligent les *security-based swap dealers* d'être enregistrés auprès la SEC et d'identifier leurs contreparties si elles sont éligibles comme participantes du contrat ou si ce

[587]SEC, Regulation SBSR—Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information, 2015. EN ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-74245.pdf

[588] PELLET Jérémie, « Les obligation de déclaration dans Emir », Revue de Droit bancaire et financier, nº 1, 2013, p. 1.

[589] Le gouvernement de Donald J. Trump a signé l'*executive ordre* qui a allégé ce dispositif. BAO Jack, O'HARA Maureen et ZHOU Xing (Alex), « The Volcker Rule and corporate bond market making in times of stress, Journal of Financial Economics, Volume 130, Issue 1, 2018, p. 96. En 2019 *l'Office of the Comptroller of the Currency* a voté pour changer la règle dans un but de clarification. En 2020, c'était la *Federal Deposit Insurance Commission* (FDIC) qui a allégé les restrictions de la règle pour que les banques peuvent faire grands investissements en capital de risque. Federal Deposit Insurance Corporation, « Fact Sheet: Financial Regulators Issue Rule to Modify Volcker 'Covered Fund' Provisions and Support Capital Formation», 2020. En ligne https://www.fdic.gov/news/fact-sheets/volcker-6-25-20.pdf.

[590] JANDA Karel et RAUSSER Gordon, « Comparing American and European Regulation of Over-The-Counter Derivative Securitie », European Financial and Accounting Journal, 2011, p. 8.

[591] Le 13 avril 2016 la SEC a adopté les « *Business Conduct Standards for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants* ».

sont des institutions spéciales. Ainsi, elles leur imposent de dévoiler à la contrepartie toute information importante : risques, caractéristiques, besoin de compensation et conflits d'intérêts des dérivés, tout cela dans un esprit d'équité et de bonne foi. De plus, les règles donnent aux institutions une obligation de créer une structure de conformité avec un expert dans la matière.

397. Les dealers ont, pour leur part, l'obligation de déterminer si les dérivés sont appropriés pour les contreparties et de recueillir toute information nécessaire de la part des contreparties. En plus ils doivent agir en tant que conseillers et dans le meilleur intérêt des institutions spéciales.

398. En **France**, l'EMIR a créé pour les chambres de compensation des règles de pratique et des règles de conduite qui contribuent à une gestion transparente des transactions[592]. Par exemple la création des catégories de membres, le recrutement des informations pour identifier leurs membres et leurs clients, la publicité des prix et frais des services et l'information aux membres et à ses clients des risques des services fournis. Aussi ils communiquent toute information nécessaire aux régulateurs.

399. Au **Costa Rica,** le marché est peu développé. Cependant malgré sa taille, il autorise la commercialisation des dérivés pour mitiger les effets des taux d'échange. Les réglementations existantes peuvent agir comme des stimulateurs pour la réalisation des transactions, mais parfois elles ont un effet contraire : les décourager[593].

400. Il existe un premier effort de régulation en 2003 avec le *Reglamento para el Uso de Derivados en Moneda Extranjera*[594] qui a été émis par la Banque Centrale. Il dispose que les autorités autorisées peuvent faire des transactions avec des dérivés financiers directement ou indirectement à travers des intermédiaires[595]. Il avait pour but de couvrir les risques de la fluctuation des taux d'intérêt internationaux.

[592] Article 36 et suivants Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.
[593] VARGAS VILLALOBOS Ismael, *Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades Financieras*, Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica Facultad de Derecho, 2014, p. 46.
[594] Reglamento sobre derivados en moneda extranjera, Banco Central de Costa Rica. La Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en el artículo 5, del acta de la sesión 5973-2020, celebrada el 25 de noviembre de 2020.
[595] Article 3 Reglamento sobre derivados en moneda extranjera.

401. Le réglementa été changé en 2008, cela dans une démarche de protection pour les participants du marché vis-à-vis des risques qu'ils peuvent rencontrer avec les taux d'échange. Le *Reglamento para operaciones con derivados cambiarios*[596] autorise la commercialisation de *forward*s et deux types de *swaps : FX swap* et *currrency swap*, cela change les possibilités qu'ont les investisseurs dans les marchés français et américain qui sont plus vastes[597]. Toutefois, comme dans les deux autres pays, pour devenir intermédiaire il faut être autorisé par le régulateur, mais dans ce cas c'est le régulateur des entités financières (*Superintendencia general de entidades financieras, SUGEF)* qui donne aux institutions intéressées la désignation d'intermédiaire du marché des dérivés de devises[598].

402. Pour avoir cette qualification, les intermédiaires doivent mettre en œuvre des processus de vigilance, gestion et contrôle de risques. L'article 4 du règlement susmentionné dispose que les intermédiaires doivent avoir des manuels de fonctionnement et de contrôle, ainsi que les modèles pour la fixation de prix, un registre comptable, aussi rendre un rapport des transactions, ainsi qu'un département ou commission de risques[599]. Les conditions énoncées sont similaires aux conditions pour les intermédiaires aux États-Unis et France, dans les trois pays le contrôle de risques et la communication des transactions constituent des éléments essentiels de la régulation.

403. La critique la plus forte faite à la régulation des dérivés sont les coûts additionnels qu'ils peuvent apporter à ces transactions. Les coûts de conformité qui sont imposés découragent l'utilisation de ces techniques[600]. En plus certains dérivés sont concernés par des garanties pécuniaires additionnelles[601]. Une autre critique vise la préparation des régulateurs pour gérer ex ante le risque des produits financiers qui sont complexes et qu'ils connaissent à peine[602].

404. Il est clair qu'une régulation réaliste du marché des dérivés OTC doit tenir compte de la réalité du marché, de son dynamisme et de ses particularités. La réglementation adoptée pour les pays étudiés veut mettre tous les dérivés dans une même catégorie. Cela les

[596] Il a été actualisé le 7 décembre 2015.
[597] Article 3 Reglamento para operaciones con derivados cambiarios.
[598] Article 13 Reglamento sobre Autorizaciones de Entidades Supervisadas por la SUGEF, y sobre Autorizaciones y Funcionamiento de Grupos y Conglomerados Financieros.
[599] Article 4 Reglamento para operaciones con derivados cambiarios.
[600] MICHEL Norbert J., « Fixing the Dodd-Frank Derivatives Mess: Repeal Titles VII and VIII », Brackgrouder, 2015, p. 15.
[601] LE VINE Barry, « The Derivative Market's Black Sheep: Regulation of Non-Cleared Security-Based Swaps Under Dodd-Frank », Northwestern Journal of International Law & Business, 2011, p. 700.
[602] *Ibidem*, p. 736.

empêche de continuer à remplir le rôle pour lequel ils ont été créés : les transactions faites sur mesure pour les besoins particuliers des investisseurs. La forme de standardisation qu'a pris la régulation peut être positive pour éviter des dérapages, mais limite l'innovation et la fluidité des transactions[603].

Sous-section 2. Une régulation financière pour prévenir les abus du marché : La régulation des acteurs financiers

405. Les actions des acteurs financiers qui ont contribué à la crise sont visées par la réglementation, pour arriver à réguler les débordements commis par ces acteurs. Certaines conduites excessives ont été spécialement prises en compte, car elles mènent à la prise démesurée de risques.

406. L'aléa moral est renforcé par les plans de sauvetage des institutions trop grandes pour faire faillite (*Too big to fail)* et par les rémunérations exorbitantes des traders ou des institutions qui réalisent de négociations pour leur propre compte, entre autres. Pour cela certaines mesures ont été prises pour éviter un risque exagéré (§1).

407. De plus, les agences de notation sont tombées dans des conflits d'intérêts pour leur façon d'évaluer les produits et les institutions financières et cela a impliqué une série de mesures pour assainir leurs pratiques et leurs règles de déontologie (§ 2).

§1. La régulation des conduites excessives

408. Il existe certainement beaucoup de facteurs qui ont contribué à la crise financière. L'un d'eux revient souvent sur la table : la prise abusive de risques dont les manifestations ont été très répandues parmi les acteurs financiers à l'époque et qui font partie de leurs pratiques habituelles[604]. En régulant ces conduites les législateurs ont opté pour un assainissement des habitudes nocives qui peuvent entraîner une nouvelle crise.

[603] LE VINE Barry, *op. cit.,* p. 719.
[604] The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. xvii. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf.

409. L'aléa moral était un élément qui s'est vu affecté par la prise excessive de risque et surtout il peut apparaître en deux circonstances qui relient les acteurs financiers. Normalement il se présente quand une partie est entrée dans une transaction en étant de mauvaise foi ou à une incitation à prendre plus de risques pour avoir un bénéfice majeur[605]. Nous pouvons aussi l'expliquer comme quand une partie, responsable des intérêts d'un autre, privilégie ses propres intérêts.

410. En pleine apogée de l'utilisation des *subprimes,* les banques, les entreprises d'investissement, les conseillers, traders, entre autres ont pris plus de risques, car ils avaient l'assurance d'être soutenus par le gouvernement avec tous les programmes de sauvetage prévus. Il est évident que les acteurs ayant conscience d'être assurés par les gouvernements, ont pris plus de risques que s'ils n'avaient pas eu cette assurance[606].

411. L'idée retenue par les législateurs pour résoudre les défaillances de régulation après la crise était de faire des marchés financiers des marchés disciplinés. Pour cela les réglementations aux États-Unis et en France ont développé deux façons de minimiser les risques pris par les institutions financières dans les marchés financiers, en particulier les banques.

412. Aux **États-Unis**, la *Dodd-Frank Act* comme nous l'avons indiqué auparavant, a créé une règle pour éviter que les banques fassent des négociations avec leurs fonds propres pour bannir la spéculation et avec cela la montée de prise de risques par les banques[607]. La *Volcker Rule*[608]comme elle est connue, interdit les négociations pour son compte propre, c'est-à-dire que les banques ne peuvent plus entrer dans les marchés financiers en utilisant leurs dépôts[609].

---

[605] BROWN Troy S. « Legal Political Moral Hazard: Does the Dodd Frank Act End Too Big to Fail? », Alabama Civil Rights & Civil Liberties Law Review, 2012, p. 15.
[606] RICHARDSON Matthew, « Regulating Wall Street: The Dodd–Frank », Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, 2012, p. 93.
[607] 12 U.S. Code § 1851. Le gouvernement de Donald Trump le 3 février 2017, a signé une *executive order* dans laquelle il a ordonné au Secrétaire du trésor de réviser les régulations existantes sur le système financier. Dans ces rapports le Secrétaire du trésor a conseillé d'alléger les dispositions du *Volker Rule* et les autres autorités de régulation ont commencé à prendre en considération ces rapports, par exemple *Office of the Comptroller of the Currency* et *Federal Deposit Insurance* Commission. En ligne https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-executive-order-core-principles-regulating-united-states-financial-system/ et CHEN James, The Volcker Rule, 2022. En ligne https://www.investopedia.com/terms/v/volcker-rule.asp#:~:text=The%20Volcker%20Rule%20is%20a,funds%2C%20also%20called%20covered%20funds.
[608] La Financial CHOICE Act approuvé par la Chambre de représentants veut l'abroger. H.R. 10, 115th Cong. § 901.
[609] BROWN Troy S., « Legal Political Moral Hazard: Does the Dodd Frank Act End Too Big to Fail? » Alabama Civil Rights & Civil Liberties Law Review, 2012, p. 27.

413. Il s'agit d'une interdiction qui peut rappeler l'ancienne loi *Glass-Stegall Act* de 1933 qui à l'époque instaurait la séparation entre les banques de dépôt et les banques d'investissement. Elle a été abolie en 1999 par l'administration Clinton avec la *Gramm-Leach Bliley Act* pour pouvoir ainsi permettre la création des grands groupes financiers, par exemple Citigroup[610].

414. Pour sa part, la **France** a été explicite dans son choix pour éviter la spéculation et limiter les risques pris par les institutions financières. La loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires prévoit la division de la banque universelle qui règne sur les banques françaises[611]. Elle interdit *« aux établissements bancaires de mener des activités de spéculation qui engagent leur propre bilan »*[612]. Mais elle laisse la possibilité de le faire à travers des filiales séparées et bien encadrées, pour faciliter en cas de crise la non-propagation des effets pervers à toute l'institution.

415. Au **Costa Rica** les banques publiques profitent d'une assurance légale qui met l'État comme garant des possibles problèmes financiers ou même de la faillite[613]. Mais cette disposition laisse en dehors de la garantie légale les instruments financiers et prêts subordonnés. Cette assurance publique peut être déclenchée seulement en cas de crise où la stabilité de l'institution est menacée. Cette garantie vise à maintenir la confiance des investisseurs, ayant comme limite la solvabilité de l'État[614].

416. Au regard de la crise, en 2011 un projet de loi a été proposé pour doter les banques privées, la banque Popular[615] et les coopératives d'une assurance sur leurs dépôts[616]. Comme nous l'avons signalé auparavant les banques étatiques ont une garantie légale, mais les autres institutions financières après la *Ley de creación del fondo de garantía de depósitos y de mecanismos de resolución de los intermediarios financieros* du 2020 ont aussi une

[610] KAGAN Julia, « The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (GLBA) ». En ligne https://www.investopedia.com/terms/g/glba.asp.
[611] BREHIER Bertrand et MEKOUI Frida, « Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ? », Bulletin Joly Bourse, n°09, 2013, p. 422.
[612] ZARKA Jean-Claude, « Séparation et régulation des activités bancaires : adoption du projet de loi par l'Assemblée nationale », Recueil Dalloz, 2010, p. 428.
[613] Article 4 Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional.
[614] PGR, Avis C-024-2004, 20 janvier 2004 et PGR, Avis C-057-2018, 03 avril 2018.
[615] Une banque qui a été créé par la loi nº 4351, Ley Orgánica del Banco Popular y de Desarrollo Comunal del 11 de julio de 1969, la banque appartienne aux travailleurs selon l'article 1 et selon l'article 2 la banque est une institution de droit public non étatique qui a la personnalité juridique et autonomie fonctionnelle et administrative. L'objectif principal de la banque est de protéger économiquement les travailleurs et veiller sur leur développement économique.
[616] Il s'agit d'un projet qui est encore dans l'Assemble législative au Costa Rica.

garantie légale des dépôts d'argent qu'ils reçoivent à travers un fonds de garantie[617]. Mais il ne ressemble pas aux mesures prises aux États-Unis ou en France.

417. L'autre aspect qui avait marqué les esprits lors de la crise est la rémunération des cadres des établissements financiers. Car elles étaient exorbitantes et dans plusieurs cas elles ont continué à exister malgré la crise, les pertes de ces établissements et les sauvetages mises en œuvre. De plus, les rémunérations dans le secteur financier ont occupé une place très importante dans les discussions lors des sommets du G20 en 2008 et 2009[618].

418. Les législateurs ont pris les choses en main pour éviter les rémunérations excessives, en raison du manque de conscience des dirigeants des établissements financiers, des conséquences défavorables que ces rémunérations ont eu sur la confiance des contribuants ou sur les investisseurs qui allaient à nouveau faire vivre les marchés.

419. Aux **États-Unis** la *Dodd-Frank Act* a ordonné à la SEC de demander aux entreprises financières de divulguer plus d'informations sur la rémunération de ses directeurs[619]. Elles doivent fournir une description de la relation entre la rémunération payée et les rendements financiers de l'entreprise. Cette description doit prendre en considération les changements de prix des actions, la distribution de dividendes, entre autres.

420. En outre, pour donner une sensation de confiance aux marchés les actionnaires ont la possibilité de voter les rémunérations et les parachutes dorés de leurs directeurs, mais il faut préciser que le vote n'est pas obligatoire : il est consultatif[620]. Le résultat de ce vote consultatif doit être divulgué au moins une fois par an[621]. Avec ces mesures le législateur a cherché à mettre une limite aux institutions financières dans leurs façons irresponsables de rémunérer leurs directeurs qui lorsqu'ils se trouvent dans une situation financière difficile demandent l'aide étatique.

---

[617] Article 1 et 5 Ley de creación del fondo de garantía de depósitos y de mecanismos de resolución de los intermediarios financieros.
[618] DONNADIEU Véronique, « Rémunérations : les avancées en Europe et aux États Unis », Revue Banque, 2010. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/remunerations-les-avancees-en-europe-aux-etats-uni.
[619] 15 U.S. Code § 78n–1.
[620] 15 U.S. Code § 78n-1.
[621] *Ibidem.*

421. En **France**, le législateur a imposé la création d'un comité de rémunérations[622]. Il a comme objectif l'analyse et la préparation des politiques de rémunération de l'entreprise et surtout l'analyse des pratiques pouvant porter un risque sur la stabilité financière de l'entreprise[623]. L'installation des politiques de rémunération pour les établissements de crédit et les sociétés de financement sont aussi obligatoires et sont requis pour une bonne gouvernance et des rémunérations saines[624].

422. De plus, les autorités européennes ont été très réactives, car dans un premier temps elles ont émis une recommandation sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers[625]. Cette recommandation énumère les principes généraux des pratiques de rémunération pour éviter toute prise de risque excessive dans le secteur. Elle conseille d'établir une politique de rémunération et que toute information relative à cette politique soit divulguée par l'entreprise[626].

423. À la recommandation de 2010 s'ajoute une directive européenne, Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération. La directive avait pour objectif de créer des politiques de rémunération cohérentes avec les risques et les exigences de fonds propres pour éviter des structures de rémunération inadéquates. Elle a été abrogée par la Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE qui établit des politiques de rémunération[627].Les autorités européennes ont considéré qu'une approche supranationale s'imposait: cela permet une harmonisation des règles face à une éventuelle crise future.

---

[622] Article L.511-10 Code monétaire et financier.
[623] RONTCHEVSKY Nicolas et STORCK Michel, « Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », RTD Com. 2011 p. 138
[624] Article L.511-71 Code monétaire et financier.
[625] Recommandation de la Commission nº 2009/384/CE du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers.
[626] Section II, 3 Recommandation de la Commission nº 2009/384/CE du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers.
[627] Article 92 et ss. Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

424. Au **Costa Rica** le législateur recherche également la bonne gouvernance. Pour cela le CONASSIF a approuvé en 2016 un règlement de gouvernance d'entreprise pour tous les opérateurs régulés par les surintendances des assurances, entités financières, retraites et valeurs mobilières. En conséquence au vu de la crise financière et des défiances dans la performance des entreprises, le Conseil a considéré comme nécessaire de mettre les entités financières costariciennes à jour avec les règles mondiales[628].

425. Le règlement du 8 novembre 2016 établit l'obligation d'avoir des politiques de rémunérations[629], en plus des règles de performance pour les directeurs exécutifs[630]. Comme la France, le CONASSIF a prévu un conseil de rémunérations qui surveille le modèle et le fonctionnement du système et qui doit être indépendant au moment d'exprimer ses avis, conseils et décisions[631]. La divulgation de ces politiques est si importante au Costa Rica que les entreprises doivent les rendre publiques jusque sur leur site web.

426. L'aléa moral, les rémunérations et la prise excessive de risque ont été abordés par les trois pays. Pour éviter la spéculation avec leurs fonds propres, la France est allée plus loin avec la loi de séparation et de régulation des activités bancaires. Certes la *Volcker Rule* peut paraître similaire, mais la séparation qu'il y avait avec la *Glass-Stegall Act* n'a pas été rétablie et elle a été affaiblie par l'administration Trump. Au Costa Rica la perception de la prise de risque à travers la spéculation est différente, car les banques n'ont pas de limitations d'investissement avec les dépôts de leurs clients et dans le cas des banques publiques elles ont une garantie étatique.

427. Par rapport aux rémunérations, il existe une vraie volonté des trois pays d'approuver des politiques de rémunérations pour échapper aux mauvaises pratiques que les rémunérations excessives peuvent entraîner. Quand les investisseurs ont perdu leur argent et que les directeurs ou courtiers gagnent des millions en primes et bonus, la confiance envers les marchés est brisée. En 2009, le président Obama a signé *l'American Recovery and Reinvestment Act*, qui a introduit des limites de rémunération pour certains des dirigeants les mieux payés dont les entreprises recevaient des fonds de sauvetage fédéraux. Alors ces mesures prises montrent une intention d'assainir les pratiques. Mais dans la réalité ces

[628] Reglamento sobre Gobierno Corporativo.
[629] Article 13 Reglamento sobre Gobierno Corporativo.
[630] Article 15.4 Reglamento sobre Gobierno Corporativo.
[631] Article 28 Reglamento sobre Gobierno Corporativo.

pratiques sont rapidement revenues au sein des entreprises et les rémunérations élevées sont de nouveau d'actualité[632].

428. Les trois cas étudiés ont permis d'aborder des sujets qui ont présenté de véritables conflits lors de la crise et qui ont été des facteurs qui ont contribué à sa dégradation. Les législateurs ont imaginé des solutions pour éviter les conduites qui dépassent les limites et peuvent avec elles entraîner un péril pour les établissements financiers. Ainsi, des pratiques transparentes, de bonnes gouvernances et la divulgation d'informations sont indispensables pour l'assainissement des institutions financières, mais surtout du marché financier.

§2. La régulation des agences de notation

429. Les agences de notation ont joué un rôle important dans la crise de 2007/2008 [633]. Elles ont eu de nombreuses défaillances qui peuvent avoir été jugées intentionnelles ou être le fruit d'un comportement négligeant. Les agences de notation sont les « *entités qui exercent une activité d'évaluation indépendante, selon une méthodologie qui lui est propre, publique ou non, conduisant à l'émission d'une opinion sous forme de note* »[634]. Elles peuvent être des agences de notation de crédit (ANC) ou des agences de notation extra-financière (ANEF), les premières sont centrales dans la finance traditionnelle[635].

430. Les agences de notation ont joué un rôle de régulation du marché, car leurs notations peuvent dériver en restrictions de divers types, par exemple des interdictions d'investissement, la divulgation d'information, car les institutions avec les meilleures notations peuvent se permettre de ne pas divulguer certaines informations[636]. Mais ces

[632] HEILMANN Marion, « Malgré la crise du Covid-19, la rémunération des grands patrons américains a augmenté en 2020 », Publié le 12 avr. 2021 à 14h02 Les Echos. En ligne https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/malgre-la-crise-du-covid-19-la-remuneration-des-patrons-americains-a-sensiblement-augmente-en-2020-1306090.

[633] BOUTHINON-DUMAS Hugues, « Les agences de notation extra-financière et le droit » in Hugues BOUTHINON-DUMAS, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS éditions, 2020, p. 147.

[634] DE MONTESQUIOU Aymeri, Agences de notation : pour une profession règlementée, Rapport d'information n° 598, Senat, 18 juin 2012, p. 11.

[635] BOUTHINON-DUMAS Hugues, « Les agences de notation extra-financière et le droit » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS éditions, 2020, p.147.

[636] HUBLET Alexandre, « Le paradigme d'un paradoxe : La délégation de compétences aux agences de notation par les État en l'absence d'un contrôle réglementaire » *in* COLMANT Bruno (dir.), *Les agences de notation financière : entre marchés et États,* Lancier, Bruxelles, 2013, p. 41.

pratiques changent, car les agences de notation n'ont plus la confiance des États, ni des investisseurs, vu leur part de responsabilité dans les crises financières.

431. Les problèmes avec les agences de notation ont été remarqués dès la crise mexicaine, la crise asiatique, le défaut de l'Argentine, entre autres. Parce qu'il y a eu des manquements sur la vérification du statut de solvabilité de ces pays dans l'attribution d'une note[637]. Mais ce n'est qu'en raison de la crise des *subprimes* que les agences ont été fortement questionnées sur leur rôle, leur inaction et surtout leurs conflits d'intérêts[638]. L'embarras des grands conflits d'intérêts qui a été révélé lors de la crise se présente parce que les agences de notation sont payées par les entités qu'elles notent, c'est le modèle de l'émetteur-payeur[639]. Leur opinion est très importante non seulement pour les entreprises en soi sinon pour tous les systèmes parce qu'elles notent aussi les États. L'autre élément qui a contribué à leur questionnement est le manque d'expérience et d'expertise pour juger les produits structurés. Ces produits sont excessivement complexes et parfois leur évaluation peut s'avérer impossible pour ceux qui sont étrangers à leur création[640]. Au vu de leur comportement imprudent, de la mise en péril du marché financier et l'importance des notes attribuées, elles restent néanmoins considérées comme un paramètre de qualité des entreprises dans lesquelles certains investisseurs se prêtent à investir : les réformes ne se sont pas fait attendre.

432. Aux **États-Unis,** pour rétablir la confiance, la *Dodd-Frank Act* établit plus de contrôle interne pour les agences de notation en créant de nouvelles procédures[641] dans lesquelles elles doivent divulguer une description de l'information utilisée et la méthodologie de la notation[642]. De plus, des analyses sur la véracité des anciennes notations doivent être divulguées, et pour établir leur notation d'autres informations doivent être prises en compte et pas seulement celles apportées par les institutions notées[643]. La SEC doit aussi adopter des

[637] TAUPIN Benjamin, « Travail institutionnel de justification dans la notation de crédit : la réaffirmation du pouvoir des agences » in CHAMBOST Isabelle, LENGLET Marc, TADJEDDINE Yamina (dirs.), *La fabrique de la finance : pour une approche interdisciplinaire*, Septentrion Presses Universitaires, 2016, p. 77.
[638] The Financial Crisis Inquiry Commission, The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on The Causes of The Financial and Economic Crisis in the United States, 2011, p. 100 et 118. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf
[639] DE MONTESQUIOU Aymeri, Agences de notation : pour une profession règlementée, Rapport d'information n° 598, Senat, 18 juin 2012, p. 16. Voir aussi DARBELLAY Aline et PARTNOY Frank, « Agences de notation et conflits d'intérêts », Revue d'économie financière, nº 105, 2012, p. 311.
[640] DE CALLATAY Etienne, « De la théorie de l'agence à la pratique des agences de notation » in COLMANT Bruno (dir.), *Les agences de notation financière : entre marchés et États,* Lancier, Bruxelles, 2013, p. 27.
[641] 15 U.S. Code § 78o–7.
[642] 15 U.S. Code § 78o-7(s).
[643] 15 U.S. Code § 78o-7(v).

règles concernant les rapports annuels, les amendes et les sanctions, la divulgation de statistiques et l'application de la méthode de notation[644].

433. La transparence et la gouvernance font leur entrée dans la vie des agences de notation. Celles-ci sont obligées de mettre en place des règles internes pour prévenir et empêcher les conflits d'intérêts et de présenter à la SEC des rapports de conformité avec la loi et avec les procédures de notation[645]. De plus, la loi donne à la SEC la possibilité d'énoncer de nouvelles règles pour prévenir les conflits d'intérêts et de proposer de nouveaux services, différents à la notation de la part des agences de notation[646]. La critique que certains auteurs ont fait à la réforme américaine est qu'elle ne remet pas directement en question le modèle de l'émetteur-payeur[647].

434. La **France**, pour sa part, avec l'adoption en 2009 du Règlement 1016/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit[648], a introduit la régulation des agences de notation. L'objet du règlement est *« une approche réglementaire commune visant à renforcer l'intégrité, la transparence, la responsabilité, la bonne gouvernance et la fiabilité des activités de notation de crédit, ce qui contribue à la qualité des notations de crédit émises »*[649]. C'est ainsi que le règlement va établir des conditions pour la notation de crédits mais aussi *« Il fixe … les règles relatives à l'organisation et à la gestion des agences de notation de crédit afin de favoriser leur indépendance et la prévention des conflits d'intérêts »*[650].

435. Ce réglementa eu pour principal objet la création d'une procédure d'enregistrements des agences, puisque la plupart des agences de notation ne sont pas européennes, en fait les trois plus grandes agences sont américaines : *Standard and Poor's,*

---

[644]SEC, Credit Rating Agencies, 2014. En ligne https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml.
[645] 15 U.S. Code § 78o-7.
[646] 15 U.S. Code § 78o-7(h)(2)(B).
[647]*« La loi Dodd-Frank a par conséquent demandé au United States Government Accountability Office (GAO)148(*) de rendre un rapport sur les « modèles alternatifs de rémunération des agences de notation » et au régulateur boursier, la Securities and Exchange Commission (SEC), une étude très spécifiquement consacrée au modèle des agences intervenant sur le marché des produits financiers structurés* ». DE MONTESQUIOU Aymeri, Agences de notation : pour une profession règlementée, Rapport d'information n° 598, Senat, 18 juin 2012, p. 146. Voir aussi DARBELLAY Aline et PARTNOY Frank, « Agences de notation et conflits d'intérêts », Revue d'économie financière, nº 105, 2012, p. 315.
[648] Les règlements européens sont d'application immédiate à tous les États membres de l'Union sans aucune mesure de transposition.
[649] Article 1 Règlement 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009.
[650] *Ibidem.*

Moody's et *Fitch*[651]. Les autorités nationales sont les responsables de cette tâche. Dans le cas français, l'AMF doit effectuer l'enregistrement des agences de notations qui veulent agir sur le marché français. En addition à cela, le règlement cherche un contrôle sur les méthodes de notation dans la recherche de notes de qualité et aussi l'instauration de règles de transparence[652].

436. En 2010, une révision du Règlement a été mise en place pour améliorer les pouvoirs des régulateurs[653], puisqu'avec la création de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)[654] l'étendue des compétences consacrées dans le Réglement1060/2009 seront appliquées seulement par l'AEMF, en enlevant cette responsabilité aux régulateurs nationaux. À cet égard l'AEMF devrait être exclusivement responsable de l'enregistrement et de la surveillance des agences de notation de crédit dans l'Union. Pour cela, elle est dotée de la possibilité d'établir des sanctions réellement dissuasives pour les agences de notation, conformément à ce que veut infliger le règlement[655].

437. La réglementation européenne à la différence de la législation américaine s'applique dans une véritable quête de transparence et d'indépendance des agences de notations. La critique pour le système mis en place par la *Dodd-Frank Act* a été de ne pas remettre en question le modèle de l'émetteur-payeur[656]. En Europe, elles ont essayé de diminuer les conflits d'intérêts avec l'imposition de règles, par exemple l'obligation de la divulgation par les agences de notation de leurs listes de conflits d'intérêts avec les émetteurs.

438. Dans le cas de l'Europe, une grande partie des pays membres ont aussi été visés par les dettes souveraines qui se sont déclenchées après la crise des *subprimes*. Pour cela, la

---

[651] DE MONTESQUIOU Aymeri, Agences de notation : pour une profession règlementée, Rapport d'information n° 598, Senat, 18 juin 2012, p. 14 et BOUTHINON-DUMAS Hugues, « Les agences de notation extra-financière et le droit » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dir.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS éditions, 2020, p.147.

[652] Section E de l'Annexe I du Règlement 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009.

[653] Règlement (UE) No 513/2011 Du Parlement Européen Et Du Conseil Du 11 Mai 2011 Modifiant Le Règlement (Ce) No 1060/2009 Sur Les Agences De Notation De Crédit.

[654] Règlement 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission.

[655] Règlement délégué (UE) n ° 946/2012 de la Commission du 12 juillet 2012 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des règles de procédure relatives aux amendes infligées aux agences de notation de crédit par l'Autorité européenne des marchés financiers, y compris des règles relatives aux droits de la défense et des dispositions temporelles.

[656] DARBELLAY Aline et PARTNOY Frank, « Agences de notation et conflits d'intérêts », Revue d'économie financière, nº105, 2012, p. 310.

dépendance des notations comme méthode unique non seulement de la part des émetteurs, mais aussi de la part des États a été restreinte[657].

439. Un point en commun entre la régulation américaine et la régulation européenne est la quête de responsabilité des agences de notation face aux qualifications qu'elles attribuent. Aux États-Unis une responsabilité a été créée surtout quand les émetteurs mettent dans leurs prospectus la note donnée par une agence de notation. Pour sa part l'Union européenne va au-delà, puisqu'une agence peut être tenue responsable « *si elle enfreint, intentionnellement ou par négligence grave, le règlement et si elle cause ainsi un préjudice à un investisseur ou un émetteur* »[658], ce qui permet de viser des actions plus larges que le cas américain et donner une meilleure protection aux investisseurs.

440. Le **Costa Rica**, de son côté n'a pas mis en place un système national de régulation des agences de notations et se contente de faire un renvoi à la réglementation internationale, en particulier et surtout aux réglementations américaine et européenne. Vu la taille de son marché, les produits mobiliers nationaux ne sont pas assez complexes pour être notés et la seule notation vise l'État costaricien.

441. En général les deux législateurs ont doté les régulateurs de pouvoirs pour donner au monde de la notation financière une transparence majeure et l'élimination des conflits d'intérêts. Nonobstant, la régulation européenne semble plus aboutie, car les pouvoirs de sanction de l'AEMF sont vraiment dissuasifs devant une éventuelle transgression. En particulier, parce qu'elle cherche à faire changer les habitudes des émetteurs en lançant l'obligation de ne pas dépendre seulement des notes des agences de notation pour évaluer le risque sinon qu'il existe un besoin d'innover et de trouver des méthodes alternatives.

442. Au-delà des réformes réalisées par les pays, l'idée d'une agence publique spécialisée dans la régulation des agences de notation ne s'avère pas être une solution anodine. Elle peut devenir une réelle réponse au problème de conflit d'intérêts omniprésent dans ces institutions.

---

[657] Directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs en ce qui concerne la dépendance excessive à l'égard des notations de crédit.

[658] Règlement (CE) no 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

Section 2. Des investisseurs en exigence de protection

443. Les investisseurs, au regard des pertes démesurées provoquées par la crise 2007/2008 et principalement par la malveillance de certaines institutions et des régulateurs, ont exigé une transformation dans la façon de faire les choses. Parce qu'ils se sont retrouvés dépourvus de toute protection tandis que les grandes institutions financières, les banques et autres structures ont eu le soutien des États[659].

444. Nous allons utiliser le terme investisseur pour faire référence aux consommateurs ou épargnants financiers puisque le premier a une signification plus précise. Car selon le dictionnaire Larousse un investisseur est un « *agent ou organisme qui réalise des placements financiers à des fins d'investissement* »[660] et pour l'Académie française l'investisseur est la « *Personne physique ou morale qui investit ses fonds propres, ou qui fait métier d'investir les capitaux d'autrui* »[661]. Il est important de faire référence au fait que les investisseurs peuvent être appelés consommateurs surtout aux États-Unis où les investisseurs sont considérés comme des consommateurs de produits financiers.

445. Les investisseurs ont cette exigence de transformation des marchés, mais surtout de leur régulation, car c'est leur argent qui a été mis en péril, leur sécurité financière et comme nous l'avons signalé les investisseurs sont le moteur des marchés et sont ceux qui le mettent en mouvement. Il est donc vital de restituer leur confiance et de pouvoir répondre à cette exigence de protection. De plus, il faut rappeler que la protection des investisseurs est le motif de la création de la régulation financière[662].

446. De surcroît, leur demande a été d'obtenir une véritable protection face aux pouvoirs des marchés. Pour arriver à réaliser la requête d'une protection avérée les législateurs et régulateurs ont eu recours aux deux procédés : l'amélioration de la qualité de l'information (sous-section 1) et l'assurance que les décisions des investisseurs sont prises sur une base de connaissances fiables (sous-section 2).

---

[659] Emergency Economic Stabilization Act (EESA) of 2008.

[660] Dictionnaire Larousse, investisseur. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/investisseur/44114.

[661] Dictionnaire de l'Académie française, neuvième édition. Version informatisée. En ligne http://atilf.atilf.fr/dendien/scripts/generic/cherche.exe?15;s=317562210.

[662] BENSTON George J., « Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products », Journal of Financial Services Research, 2000, vol. 17, n 3, p. 277.

Sous-section 1. L'amélioration de la qualité de l'information

447. La protection des investisseurs a été comprise comme la divulgation de la part des émetteurs d'informations nécessaires pour la prise de décisions et surtout pour évaluer le risque des transactions[663]. Ainsi les régulations issues de la crise ont pris en compte le but initial de la première réglementation édictée pour les législateurs américains en 1933 après la grande dépression[664] qui avaient comme objectif la protection des investisseurs.

448. Mais la question se pose de la qualité de l'information que les émetteurs divulguent aux éventuels investisseurs (§2), ainsi que le caractère obligatoire de cette information (§1).

§1. La qualité de l'information

449. L'information divulguée par les entreprises aux investisseurs est très importante pour la prise de décisions d'investissement. Elle doit être utile pour prendre des bonnes décisions. C'est pour cela que l'information doit revêtir une certaine qualité. C'est aussi pour cela que de cette qualité dépendent les bons ou mauvais investissements opérés.

450. La qualité est « *ce qui rend quelque chose supérieur à la moyenne* »[665], une information de qualité est celle qui satisfait les conditions exigées, étant donné que les *« états financiers n'ont qu'un seul objectif, celui de fournir une information qui soit utile pour que les utilisateurs prennent des décisions d'investissement* »[666]. C'est pourquoi la qualité est une condition *sine qua non* pour les résultats comptables et pour tout type d'information qui doit être rendu public par les entreprises.

451. L'information a un pouvoir très fort sur les investissements faits dans les marchés financiers. Elle peut représenter non seulement la montée ou la chute d'une entreprise, mais aussi des marchés si elle n'est pas avérée. Ainsi, pour avoir une information de qualité il est

---

[663] ARMOUR John, AWREY Dan, DAVIES Paul, ENRIQUES Luca, GORDON Jeffrey N., MAYER Colin et PAYNE Jennifer, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2016, p. 62.
[664] Securities Act 19933 et Securities Exchange Act 1934.
[665] Dictionnaire Larousse, qualité. En ligne http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/qualit%C3%A9/65477.
[666] MAHMOUD Salim, *Contribution à l'étude des déterminants de la qualité des informations comptables produites par les entreprises libyennes*, Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I, 2012, p. 7.

nécessaire qu'elle remplisse certaines caractéristiques comme l'exactitude, la clarté, la réalité entre autres[667].

452. Aux **États-Unis** c'est la SEC qui a édicté la *Rule 10 b-5,* sous l'autorité de la *Securities Exchange Act* qui a comme propos d'éviter les pratiques manipulatrices et trompeuses[668], en plus du fait qu'il est illégal d'induire en erreur toute personne directe ou indirecte avec l'utilisation de toute information fausse ou de l'omission d'information quand il s'agit de la transaction des instruments financiers. Cependant la section 18 (a) de la *Securities Exchange Act*[669] établit que toute personne faisant des déclarations fausses ou trompeuses dans un document divulgué à la SEC sera responsable devant toute personne qui utilise cette information pour acheter ou vendre des instruments financiers et soit endommagé[670].

453. En **France** le Règlement général de l'AMF interdit la communication ou diffusion des informations qui donnent des indications « *inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers* »[671].

454. Au **Costa Rica** la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* dans son article 107 alinéa g) dispose les contraintes pour les participants du marché et plus spécifiquement le fait de s'abstenir de divulguer des informations fausses[672].

455. Les investisseurs se fondent sur l'information pour vendre ou acheter des produits financiers, pour évaluer la situation d'une entreprise entre autres. Si cette information est de mauvaise qualité, il en ira de même pour les décisions prises.

456. L'information de qualité oblige aussi les entreprises et participants du marché à être transparents dans leur gestion du patrimoine et de l'entreprise en soi. Une entreprise qui participe aux marchés financiers doit être irréprochable dans la gestion de ses finances pour attirer des investisseurs et pour apporter aux actionnaires des rétributions monétaires qu'ils

[667] « *Mais attendu qu'il résulte de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF que toute personne doit s'abstenir de communiquer des informations qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ; que ces dispositions n'exigent pas que soit établi le caractère intentionnel de la communication de ces informations ; que le moyen n'est pas fondé* » Cass. Com., 15 juin 2010, 09-15.130, Inédit.
[668] La Rule 10b-5.
[669] 15 U.S. Code §§ 78r (a).
[670] OCCHIPINTI John A., « Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934: Putting the Bite Back into the Toothless Tiger », Fordham Law Review, vol. 47, 1978, p. 115.
[671] Article 632-1 Règlement général de l'AMF.
[672] Article 107, alinèa g de la Ley Mercado de Valores.

cherchent au moment d'investir. La crédibilité des entreprises est jugée par la qualité des informations qu'ils donnent surtout si l'information est transparente, claire et véritable.

457. Pour que l'information transmise puisse respecter certains principes comme celui de l'égalité de l'information entre les investisseurs, elle doit être disponible au même moment pour tous les investisseurs[673]. Concernant l'homogénéité de l'information, le traitement de l'information ainsi que sa communication doivent être semblable pour toute information, qu'elle soit ou non pertinente, la transparence oblige la publicité de toute information[674]. Enfin pour accomplir le principe de l'exactitude, elle doit être exempte d'erreurs, précise, complète et sincère et elle doit aborder les éléments positifs ainsi que les aspects négatifs[675].

458. Les normes de qualité ont été renforcées après la crise. Aux **États-Unis** il existe un organisme qui établit les standards pour la comptabilité des entreprises, c'est la *Financial Accounting Standards Board,* FASB. En **France** après la crise, l'Autorité des normes comptables (ANC)[676] a remplacé le Conseil national de la comptabilité et le Comité de la réglementation comptable[677]. Il s'agit d'une autorité rattachée au ministère de l'Économie et des Finances[678]. Au **Costa Rica**, il n'existe pas d'organe spécialisé pour établir les règles comptables des entreprises. Néanmoins, comme la France, elle est rattachée à l'International

[673] DUFOUR Olivia, « La C.O.B. entend sécuriser la pratique dite de "data room" », Petites affiches, n°226, 2003, p. 3 et SALLE Maxime, « La fin de la répression de l'information imprécise ? », Bulletin Joly Bourse, n°01, 2018, p.18.
[674] MOULIN Jean-Marc, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », Bulletin Joly Bourse, n°02, 2000, p. 117.
[675] CJUE C-628/13 11 mars 2015, Cass Com nº08-10.246 18 novembre 2008, article 223-1 règlement General de l'AMF, Loi *Sarbanes-Oxley* 30 juillet 2002 et Directive 2013/50/UE 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 réglementé, la 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.
[676] COLASSE Bernard et POCHET Christine, « De la nouvelle Autorité des normes comptables », in Regards sur la crise financière, Revue d'économie financière, n°97, 2010, p. 237.
[677] Créée par l'ordonnance n° 2009-79 du 22 janvier 2009 régit par le Décret no 2010-56 du 15 janvier 2010 relatif à l'Autorité des normes comptables et règlement Intérieur de l'Autorité des normes comptables 11 mars 2010.
[678] « *L'Autorité des normes comptables (ANC) établit sous forme de règlements les prescriptions comptables que doivent respecter les personnes physiques ou morales soumises à l'obligation légale d'établir des documents comptables conformes aux normes de la comptabilité privée. Elle donne par ailleurs un avis sur toute disposition législative ou réglementaire contenant des mesures de nature comptable et veille à la coordination et à la synthèse des travaux théoriques et méthodologiques conduits en matière comptable* », Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, S'informer sur les normes comptables, 2017. En ligne https://www.economie.gouv.fr/entreprises/normes-comptables.

Accounting Standards Board, le IASB, qui est supervisé par la *Foundation and International Accounting Standards Board, la* FIASB[679] une institution internationale de droit privé.

459. Aux **États-Unis**, la SEC a l'autorité de mettre en place les règles de comptabilité selon la *Securities Exchange Act*. Nonobstant, elle a choisi de laisser cette prérogative à la FASB qui est une organisation financée par des fonds privés, cela provoque un lobbying intensif des entreprises qui a été critiqué par la SEC[680]. Pour sa part, la **France** a préféré une autorité rattachée au ministère de l'Économie et des Finances pour gérer la création des préceptes pour la comptabilité et surtout peser dans les débats internationaux : « *notamment dans les débats relatifs aux normes comptables IFRS élaborées par l'IASB* »[681]. L'AMF ne fait pas d'interprétations de la réglementation comptable. Mais elle met en garde les participants du marché des éléments pertinents[682].

460. En plus de son autorité nationale la France doit adapter sa réglementation à la norme européenne qui a promulgué en 2002 le Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales. Ce dernier crée deux institutions qui adoptent les normes internationales et décident de leur application dans l'Union. Ce sont le Comité de la réglementation comptable (*Accounting Regulatory Committee, ACR*) et le Groupe consultatif européen sur l'information financière (*European Financial Reporting Advisory Group*, EFRAG)[683].

461. La France et le Costa Rica ont recours à l'*IASB,* mais la France a une autorité nationale et supranationale pour la création d'information comptable de qualité. Les États-Unis ont la première autorité des normes comptables qui a été créée et qui est en compétition avec le *IASB* pour devenir le principal acteur à suivre dans ce domaine. L'aspect important

---

[679] « *Les normes IFRS sont proposées à l'adhésion par un normalisateur international privé, l'IASB, International Accounting Standards Board … Ces normes de contenu ont une inspiration essentiellement financière et visent la satisfaction des besoins d'information des investisseurs … Le normalisateur de l'IASB a été durement mis en cause à l'occasion de la crise dite des subprimes : tour à tour ont été décriés l'opacité de son mode de fonctionnement, le dogmatisme de certains principes »* TELLER Marina, « *Les normes comptables internationales : la transparence en question* » RTD Com., 2010, p.671.

[680] SMITH William L., « A tetranormalization intervention of the Financial Accounting Standards Board (FASB) and the International Accounting Standards Board (IASB) », Recherches en Sciences de Gestion, n° 99, 2013, p. 92.

[681] DELPECH Xavier, « Création de l'Autorité des normes comptables », Recueil Dalloz 2009 p.221.

[682] AMF, Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers, Recommandation AMF DOC-2021-06, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-10/amf-doc-2021-06-recommandation-arrete-des-comptes-2021_1.pdf.

[683] Article 4 Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales.

qu'il faut remarquer à ce sujet est que les régulateurs de chaque pays étudié ont un rôle de surveillance et de contrôle sur l'application des normes, mais pas sur leur création.

462. Tous ces organismes ont pour tâche d'établir des standards pour s'assurer que les exercices comptables soient fiables et que l'information qui résulte de tels exercices soit exacte et claire. De sorte que la solidité financière des marchés et la protection des investisseurs soit garanties. De plus, c'est une priorité pour la plupart de ces organisations, par exemple l'*IASB*.

§2. L'obligation de l'information et l'obligation d'informer

463. L'information est le pilier fondamental de la protection des investisseurs. Elle doit non seulement être de qualité, mais aussi actuelle. L'information qui doit être divulguée a été établie préalablement par la réglementation et il s'agit des informations rendues publiques pour les régulateurs et le public. C'est ainsi que les asymétries de l'information peuvent être évitées[684].

464. Le fondement de la régulation financière est l'information et surtout l'obligation que pèse sur des participants au marché de la donner aux investisseurs. L'information de qualité, comme nous l'avons indiqué dans le paragraphe antérieur, permet la prise de bonnes décisions. L'information financière doit, en conséquence, être construite et diffusée pour permettre à des agents économiques rationnels de décider dans des conditions optimales. La prise de décision des investisseurs résulte alors des conditions de fonctionnement des marchés financiers, eux-mêmes dépendants de la transparence effective des informations délivrées[685].

465. La *Securities Act* établit que toute entreprise participant au marché doit rendre publiques, avant la vente de valeurs, des informations significatives[686]. Ces informations doivent porter sur la performance financière en remontant à des années avant la vente des

[684] MATHEY Nicolas, « Les devoirs fiduciaires du banquier », Revue de Droit bancaire et financier, n° 5, 2021, étude 14.
[685] COMPIN Frédéric, *L'inefficience de l''information financière et l''hypothèse régulatoire. Traité juridique sur l'inefficience informationnelle des marchés financiers*, Éditions universitaires européennes, 2010, p. 30.
[686] 15 U.S. Code § 77j.

nouvelles valeurs, sur l'information périodique de l'état financier et de la gouvernance en général[687], mais ils ont aussi le devoir d'actualiser cette information.

466. L'information financière est un des éléments les plus importants pour la prise de décision des investisseurs, car ils veulent connaître la valeur exacte des sociétés cotées avant d'investir, cela conduit à un besoin de transparence et de véracité des informations transmises. Pour cela il existe une obligation d'informer qui est l'obligation qu'ont les émetteurs de rendre publiques des informations financières de l'entreprise et toute autre information sensible pour le bon fonctionnement des marchés. Par ailleurs, les investisseur sont le droit d'avoir toute l'information nécessaire pour la prise de décisions sur les titres proposés sur les marchés.

467. Il est souvent obligatoire de divulguer certaines informations aux régulateurs et ces informations dans la plupart des cas sont rendues publiques. De plus, l'information privilégiée[688] que les émetteurs détiennent doit être rendue publique le plus rapidement possible, pour éviter que quelqu'un puisse tirer un avantage illégal de cette information.

468. Les émetteurs ont des obligations de divulgation d'information réglementées sur l'état de l'entreprise auprès du régulateur, c'est le principe de la régulation. Bien entendu, l'information est un prérequis pour l'inscription dans un marché réglementé, mais elle est aussi nécessaire après pour que les investisseurs puissent évaluer une transaction future. Cette divulgation doit être régulièrement mise à jour pour maintenir informés les investisseurs, mais aussi les marchés, car leur développement est sensible à tout type d'information qui est dévoilé[689].

469. Aux **États-Unis**, la SEC a créé un système digital pour le traitement des dossiers qui s'appelle *Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval* (EDGAR). Dans ce système les entreprises doivent remplir les informations qui sont demandées par la loi et le régulateur. C'est une façon plus simple dans cette ère digitale d'agir en conformité avec les formalités

[687] Securities Act of 1933, 15 U.S. Code §§ 77a-mm (2014); Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S. Code §§ 78a-pp (2014), 15 U.S. Code § 77aa et 15 U.S. Code § 78p.
[688] Article 7 Règlement (UE) No 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché : « *a) une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* ».
[689] « *Les obligations d'information périodiques instituent un rythme à l'information du marché et tendent à satisfaire les attentes du public en même temps qu'elles les* conditionnent ». CHACORNAC Jérôme, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Dalloz, 2014, p. 318.

requises. En **France,** en revanche l'AMF dans son système, ONDE[690] dispositif centralisé de dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers admet seulement certaines informations[691], le reste doit être envoyé par courriel ou courrier à la direction ou au département concerné[692]. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL reçoit l'information sur une application web crée depuis 1999 à cet effet. L'application cherche à éliminer l'envoi d'informations en papier au travers de la signature digitale[693], mais certaines informations sont encore envoyées en papier, par exemple les états financiers annuels des émetteurs.

470. Aux **États-Unis**, le législateur a prévu la divulgation des informations financières de façon annuelle, trimestrielle et périodique. La loi exige des informations annuelles, le formulaire 10 K. Il s'agit d'un rapport annuel ou les entreprises doivent indiquer leur état financier, les résultats commerciaux, leurs filières et subsidiaires, leurs revenus, leur nombre d'actionnaires, leur équipe de direction et leurs salaires ainsi que tous les biens de l'entreprise[694].

471. En **France**, les émetteurs ont un devoir de donner l'information de façon périodique et permanente. L'information périodique peut être annuelle, semestrielle, ou trimestrielle. Un rapport annuel financier doit être publié dans les quatre mois qui suivent la clôture de l'exercice, un rapport sur les paiements aux gouvernements[695], un rapport sur le contrôle interne et la gouvernance de l'entreprise[696], la composition du capital social – nombre total d'actions et droits de vote - [697], les modalités de mise à disposition des prospectus et autres informations contenues dans le Règlement général de l'AMF et le code de commerce[698].

---

[690] ONDE est le dispositif centralisé de dépôt auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) des informations. https://onde.amf-france.org/remiseinformationemetteur/client/ptremiseinformationemetteur.aspx

[691] Par exemple, le rapport financier annuel, le rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne, l'information privilégiée. https://onde.amf-france.org/remiseinformationemetteur/client/ptremiseinformationemetteur.aspx

[692] AMF, Dépôt de l'information, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-professionnels/societes-cotees-et-emetteurs/mes-relations-avec-lamf/deposer-de-linformation-financiere-et-extra-financiere/lors-dune-operation.

[693] Article 8, alinéa l) et article 180 Ley Reguladora del Mercado de Valores, https://www.sugeval.fi.cr/serviciosytramites/Paginas/ServiciosVentanillaVirtual.aspx.

[694] Investor, Annual Report. En ligne https://www.sec.gov/fast-answers/answers-annrephtm.html.

[695] Article L. 225-102-3 Code de commerce.

[696] Article 221-3 règlement général de l'AMF et Article L. 225-37 Code de commerce.

[697] Article 223-16 règlement général de l'AMF.

[698] Article R. 225-83 Code de commerce, article 221 règlement général de l'AMF et 223-21 règlement général de l'AMF.

472. Au **Costa Rica** les émetteurs doivent aussi présenter des informations annuelles, trimestrielles et permanentes, mais aussi des informations importantes et récentes à travers des *hechos relevantes*. Annuellement, les états financiers, le nom de leur commissaire aux comptes, une attestation du registre public des biens à leur nom, une estimation des biens par un expert indépendant et pour les émetteurs étrangers, une expertise comptable indépendante.

473. En plus des informations permanentes, les émetteurs sont aussi obligés de rendre publique l'information privilégiée, c'est-à-dire toute information spécifique qui fait référence à une ou plusieurs valeurs ou à ses émetteurs, qui n'est pas publique et qui puisse influencer les prix de susdits valeurs[699]. Selon le règlement européen sur les abus du marché (MAR) il s'agit d'« *une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* »[700]. Ces informations sont capitales, car elles peuvent changer le cours du marché et bénéficier à ses détenteurs au détriment de la masse des investisseurs.

474. C'est là que les principes sur la transparence et l'exactitude de l'information prennent une importance capitale, et les réformes effectuées au long des années deux mille ont pris une véritable importance à la veille de la crise des *subprime*. L'obligation d'information s'est accrue et dans la complexité des marchés les législateurs cherchent à amener vers la lumière les opérations et les transactions, sans trop rigidifier non plus la législation pour garder une marge de manœuvre en vue de changements subits des marchés.

475. De cette façon, les émetteurs peuvent reporter la diffusion d'une information privilégiée en remplissant trois conditions, « *l'existence d'un intérêt légitime, le différé de publication n'induit pas le public en erreur et il est en mesure d'en assurer la confidentialité* »[701]. Bien entendu, nous sommes devant une exception à la règle de publicité qui prime dans les trois marchés étudiés et à des niveaux mondiaux, car nous sommes devant des actions qui peuvent avoir un effet négatif dans tous les marchés des valeurs mobilières.

---

[699] Article 102 de la «Ley *Reguladora del Mercado de Valores».*

[700] Article 7 règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission.

[701] MULLER Anne-Catherine, « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », Revue sociétés, 2017, p. 54.

476. En plus de ces informations, les émetteurs ont l'obligation d'informer les investisseurs avant les achats sur les produits qu'ils sont en train de proposer. Cette information est proposée à travers des prospectus. Les prospectus peuvent être mis à disposition à des moments précis, mais généralement cela se fait lors de l'introduction en bourse d'une entreprise ou lors de l'augmentation de capital, car à c'est à ces moments que se font des offres d'actions.

477. Aux **États-Unis**, le prospectus est un document juridique formel qui détaille la proposition de valeurs que l'émetteur fait. Selon la *Companies Act*, les prospectus sont n'importe quel document qui est proposé comme un prospectus et qui incluent une invitation au public pour épargner ou pour acheter des actions[702]. Les prospectus doivent avoir l'information de l'entreprise (directeurs, leur rémunération, chiffre d'affaires, cœur du métier, structure de l'entreprise, entre autres), les frais, les dividendes attendus, les droits de vote et les risques. Toute information contenue dans les prospectus doit être vraie, si ce n'est pas le cas leur responsabilité civile ou pénale peut être engagée. Les prospectus doivent être adressés à la SEC : elle ne vérifie pas s'il s'agit d'un bon investissement, mais uniquement que les contenus du prospectus soient conformes aux yeux de la loi.

478. En **France** les prospectus sont destinés à informer le public et ils sont soumis au visa de l'AMF[703]. Comme dans le cas américain les prospectus doivent contenir les informations qui concernent la société et les informations de l'opération[704]. Les informations contenues dans les prospectus sont aussi régies au niveau européen par le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE dit règlement prospectus qui cherche à simplifier les contraintes réglementaires pour permettre aux petites et moyennes entreprises leur financement[705]. Il faut comprendre que la

[702] Section 2(36) de la *Companies Act.* Regarder aussi le paragraphe 10 section A de la *Securities Act 1933.*
[703] Article 212-1 règlement général de l'AMF : « *Les personnes ou entités mentionnées à l'article 211-1 établissent, préalablement à la réalisation de toute offre au public ou de toute admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers sur le territoire de l'Espace économique européen, un projet de prospectus et le soumettent au visa préalable de l'AMF ou de l'autorité de contrôle compétente d'un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen* ». Article L. 412-1 Code monétaire et financier.
[704] DELPECH Xavier, « Une conception exigeante du prospectus en matière d'opération financière », Dalloz actualités, 2017.
[705] Règlement (UE) n° 2017/1129 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, 14 juin 2017.

préparation et l'émission des prospectus est lourde, complexe et coûteuse pour les entreprises, alors pour celles de petite taille la tâche qui en résulte est plus accablante. C'est ainsi que la démarche européenne cherche un équilibre entre les informations et le coût qu'elle représente, pour permettre aux entreprises la recherche de capital.

479. Le règlement européen concernant les prospectus définit qu'« *un prospectus contient les informations nécessaires qui sont importantes pour permettre à un investisseur d'évaluer en connaissance de cause* »[706] des investissements à faire. De plus le prospectus « *fournit les informations clés dont les investisseurs ont besoin pour comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des valeurs mobilières offertes* »[707]. Le règlement cherche une harmonisation des réglementations dans l'Union. En outre il aide à la classification des prospectus en prévoyant les diverses sortes de prospectus (le prospectus standard, le prospectus de base, un prospectus pour les marchés de gros pour les titres autres que de capital, le prospectus de croissance de l'Union et le prospectus pour les émissions secondaires[708]) et une standardisation de leur contenu.

480. Une des innovations les plus importantes de la réglementation européenne est la mise à disposition des prospectus et sa diffusion digitale, mais les investisseurs qui le demandent peuvent avoir une copie en papier[709]. Cette diffusion ne peut pas être soumise à un « *processus d'enregistrement, ni à aucune acceptation d'une clause limitant la responsabilité légale ou au paiement d'un droit* »[710].

481. Au **Costa Rica**, le CONASSIF, a édicté le *Reglamento de Oferta Pública de Valores* qui établit une exigence de présentation d'un prospectus pour l'émission des valeurs[711]. Comme les autres pays analysés le prospectus doit indiquer toute l'information sur l'émetteur, sur l'émission de valeurs, les risques, l'information financière de l'émetteur et toute autre information nécessaire pour que l'investisseur puise forger son avis sur l'investissement.

---

[706] Article 6 Règlement (UE) n° 2017/1129.
[707] Article 7 Règlement (UE) n° 2017/1129.
[708] MULLER Anne-Catherine *« Information financière - Nouveau règlement Prospectus règlement n° 2017/1129 du 14 juin 2017, JOUE L. 168/12 du 30 juin 2017* » Revue des sociétés 2017, p. 597.
[709] Article 21 Règlement (UE) n° 2017/1129 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.
[710] Article 21 Règlement (UE) n° 2017/1129 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.
[711] Article 19 Reglamento de Oferta Pública de Valores.

482. Le Surintendant a été autorisé par le *Reglamento de Oferta Pública de Valores* à édicter un guide d'élaboration des prospectus dans lequel sont reconnus, comme en France, les différents types de prospectus[712]. Le fait que le détail des conditions que doivent remplir les prospectus soit mis dans un guide permet à la SUGEVAL de les adapter plus facilement selon les besoins du marché.

483. L'information est la base dans les trois systèmes de la protection des investisseurs, car à partir de l'information qui a été mise à disposition ces derniers prendront leurs décisions d'investir. Donc l'obligation d'informer qu'ont les émetteurs permet d'avoir une idée sur l'état global de la santé financière de l'entreprise, cela intervient dans la prise de décisions des investisseurs, ainsi que dans la compréhension du marché et sur la façon d'investir. Pour les régulateurs, cette obligation de l'information leur permet d'acter sur leur pouvoir du contrôle et vérifier que cette information remplisse toutes les conditions de transparence, de clarté, de sincérité, de complétude. De cette façon ils pallient l'asymétrie de l'information existante entre les émetteurs et les investisseurs pour chasser les fraudeurs.

484. De même, l'obligation d'informer est une façon de mettre sur un pied d'égalité les investisseurs et les émetteurs et de ramener un équilibre au marché qui a besoin de la confiance et surtout de l'argent de ses investisseurs pour exister. Ainsi cela devient aussi le but de l'institution de régulation financière : protéger les investisseurs, leur donner toute l'information nécessaire et surtout de récupérer leur confiance. Elle a été perdue pendant la crise de 2007/2008 et les réglementations et nouvelles mesures ont pour cet objectif de donner de la stabilité aux marchés financiers.

Sous-section 2. L'amélioration de la prise de décisions des investisseurs

485. L'information joue un rôle essentiel pour la prise de décisions des investisseurs, mais en outre, pour avoir un panorama complet, les investisseurs ont recours à deux autres droits qui sont le conseil (§1) et l'éducation en matière financière (§ 2).

486. Le conseil est principalement porté par les conseillers juridiques et les intermédiaires financiers principalement. L'éducation des investisseurs est normalement une tâche que la loi donne aux régulateurs, mais aussi aux intermédiaires qui doivent contribuer à

[712] Article 19 et 21 Reglamento de Oferta Pública de Valores.

l'amélioration des connaissances de leurs clients. La protection des investisseurs est au cœur de la régulation financière, pour cela les réformes ont visé à mettre au centre des marchés la protection de ceux qui les font vivre. Par exemple les réformes européennes et américaines cherchent à regagner la confiance des investisseurs.

§1. Le conseil en matière d'investissement

487. Normalement dans les marchés de valeurs, les investisseurs réalisent leurs investissements à travers des intermédiaires financiers. Ceux-ci proposent les valeurs mobilières issues des émetteurs aux investisseurs, c'est-à-dire qu'ils les mettent en relation. Les transactions sont devenues de plus en plus compliquées étant donné la complexité des produits proposés. En raison de cela, les intermédiaires se sont vus obligés de changer leur approche envers les investisseurs. La législation, après la crise 2007/2008, préconise une amélioration de la communication envers son client et une meilleure explication des services fournis.

488. Les différents intermédiaires financiers doivent, dans quelques cas, non seulement vendre des valeurs mobilières, mais aussi conseiller sur la façon d'investir en précisant quelles valeurs correspondent le mieux au profil de l'investisseur. L'approche régulatoire donnée aux intermédiaires est parfois différente dans la législation de chaque pays, mais le rôle central des investisseurs dans les marchés et surtout leur protection est le noyau de la régulation.

489. Les investisseurs comptent sur les avis experts des intermédiaires pour faire leurs choix, car la plupart du temps ils n'ont pas toutes les connaissances requises pour pouvoir réaliser de bons investissements. Ils ont besoin de connaître l'ampleur de la situation. Il s'agit de quelque chose de plus approfondi que la transmission des informations en général, c'est la proposition des valeurs adaptées aux objectifs recherchés par les investisseurs.

490. Aux **États-Unis**, les intermédiaires sont régulés d'une façon différente[713], surtout les conseillers en placement (investissement ou financiers) et les courtiers, même s'ils

[713] Les conseillers sont régulés part l'Investment *Act* connu comme le *Advisers Act et* de son côté les courtiers sont régulés par la *Securities Exchange Act* et sont régules directement par la *Financial Indurtry Regulatory Authority (FINRA).*

réalisent ces fonctions[714]. Les premiers ont une obligation fiduciaire[715] et les deuxièmes ont une obligation d'agir dans le meilleur intérêt de leur client, avant la réforme il s'agissait d'un devoir de pertinence du conseil. Les investisseurs peuvent rencontrer un problème lorsqu'ils exigent la responsabilité des intermédiaires pour les conseils donnés. En effet, les courtiers n'ont pas les mêmes devoirs que les conseillers et ne sont pas rémunérés de la même façon[716].

491. En 2016, le ministère du travail américain a voulu imposer l'obligation fiduciaire aux courtiers qui négocient avec des fonds de retraite[717]. Mais l'administration Trump a retardé sa mise en vigueur, et finalement le cinquième circuit des cours d'appel a décidé que la règle était disproportionnée.

492. Néanmoins, la SEC a présenté une règle pour pallier le problème, en proposant le *best interest* (meilleur intérêt) qui est fortement critiqué[718], car la mesure ne va pas aussi loin qu'attendu. La volonté de la SEC depuis la crise était de protéger les investisseurs, car les courtiers ont augmenté leurs compensations de façon démesurée[719]. En général, la SEC définit l'obligation de meilleur intérêt, mais établit une série de conditions que les courtiers doivent accomplir pour éviter des conflits d'intérêts[720]. Cette décision crée une confusion entre les rôles et devoirs des conseillers en investissement et des courtiers qui étaient à la base de cette harmonisation de régulation[721]. La SEC aura le devoir de développer davantage cette règle et surtout de ramener de la clarté, cela dans l'espoir de faciliter la protection des investisseurs.

493. Au contraire la **France** et surtout l'Union européenne, dans un premier temps avec la Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, a établi

---

[714] LABY B. Arthur, « Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers », The Business Lawyer, vol. 65, n° 2, 2010, p. 397.
[715] Qui est l'obligation d'agir seulement dans l'intérêt de l'autre, c'est-à-dire que les conseillers en investissement ne doivent avoir aucun conflit d'intérêts entre leur business et celui de leurs clients.
[716] Normalement les conseillers en investissement ont une structure de payement différente de la structure des courtiers. Les premiers sont payés selon la quantité que les investisseurs investissent avec eux tandis que les courtiers sont normalement payés par transaction. Voir aussi DEMINA Polina, « *Broker-Dealers and Investment Advisers: A Behavioral-Economics Analysis of Competing Suggestions for Reform* » Michigan Law Review, vol. 113, n° 3, 2014, p. 431
[717] 29 CFR 2509, 29 CFR 2510, 29 CFR 2550.
[718] SEC, Recommendation of the Investor Advisory Committee Broker-Dealer Fiduciary Duty. En ligne https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf.
[719] The White House, Fact Sheet: Middle Class Economics: Strengthening Retirement Security by Cracking Down on Conflicts of Interest in Retirement Savings, 2016. En ligne https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2016/04/06/fact-sheet-middle-class-economics-strengthening-retirement-security.
[720] SEC, Regulation Best Interest, 2018. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf.
[721] SEC, Study on investment advisers and broker-dealers, SEC Staff, 2011. En ligne https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf.

l'agrément pour les conseilleurs en investissement[722]. Ainsi la directive cherchait un conseil pertinent et adéquat en demandant la classification des investisseurs[723] et leur profil de risque.

494. Elle a été renforcée en raison d'un besoin de préciser les règles et permettre un accompagnement plus approfondi. Les conseillers sont tenus d'offrir un avis personnalisé, en demandant un document qui justifie le conseil selon les conditions du client.

495. La nouvelle directive définit le conseil en investissement comme « *la fourniture de recommandations personnalisées à un client soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers »*[724]. C'est là où la transparence et la pédagogie sont fondamentales dans cette réforme, car il y a une transmission de savoir expert pour répondre aux attentes des clients. Et comme aux États-Unis, les conseillers sont tenus de proposer des instruments financiers s'ils sont dans l'intérêt du client et qu'ils répondent à leur besoins[725].Les conseilleurs doivent recueillir des informations des investisseurs, s'informer sur leurs connaissances dans le domaine, demander jusqu'où ils sont prêts à aller par rapport aux risques et combien de pertes ils sont prêts à subir[726].

496. Au **Costa Rica** la loi est très claire : son article 3 attribue à la Surintendance le pouvoir de protection des investisseurs. Cependant la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* donne aussi une place très importante à l'intermédiation des instruments financiers et aux conseils donnés aux investisseurs par les prestataires des services d'investissement

[722]*« Étant donné que les investisseurs s'appuient de plus en plus sur des recommandations personnalisées, il convient d'ajouter le conseil en investissement au nombre des services d'investissement requérant un agrément »* Considérant 3 Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

[723]*« L'un des objectifs de la présente directive est de protéger les investisseurs. Les mesures destinées à protéger les investisseurs doivent être adaptées aux particularités de chaque catégorie d'investisseurs (clients de détail, professionnels et contreparties) »* Considérant 31 Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

[724] Article 4 1. 4) Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers. Aussi le conseil en investissement tel qui est défini dans l'article D. 321-1, 5° Code monétaire et financier « *consiste, en effet, à fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers* ».

[725] Article 24 alinéa 7 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

[726] ESMA, Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 May 2018 | ESMA35-43-869, p. 2.

(PSI)[727]. Les PSI costaricains sont des personnes morales qui doivent être autorisées par les bourses. S'ils ne sont pas autorisés, les PSI peuvent faire appel auprès de la SUGEVAL[728].

497. Les courtiers sont rattachés aux PSI, ils ne peuvent pas exercer leur métier de façon indépendante. Ils travaillent au titre des PSI et dans leurs transactions engagent non seulement leur responsabilité, mais aussi celle des PSI[729]. Dans la loi costaricaine, nous ne retrouvons pas le rôle de conseillers en investissement, comme c'est le cas des États-Unis et de la France, dans ce cas-là il existe un devoir de privilégier les intérêts du client[730]. Selon le *Reglamento de Oferta Pública de Valores*, il devrait exister un règlement spécifique pour réguler la fonction de conseil, mais ce règlement n'a pas encore été promulgué.

498. Le devoir de conseil aux clients est un service qui est considéré comme implicite. C'est-à-dire qu'il fait partie des services que donnent les PSI, de plus ils doivent proposer à leurs clients des produits qui conviennent au mieux à leurs besoins et à leurs connaissances en matière d'investissement[731]. Ainsi la Chambre constitutionnelle de la Cour suprême de justice a dit que les PSI ont deux fonctions. En premier lieu l'intermédiation, qui est la mise en relation entre les émetteurs et les investisseurs et en deuxième lieu la fonction de conseil qui consiste à donner sur les investissements un avis expert adapté au profil de l'investisseur[732].

499. C'est ainsi que chaque pays assure de son côté l'obligation de donner des conseils aux investisseurs. Dans le cas des États-Unis et de la France, la réglementation est plus rigide et extensive, alors que pour sa part le Costa Rica n'a pas la figure de conseiller en investissement et sa réglementation pour réguler le devoir de conseil est inachevée.

§2. L'éducation des investisseurs

500. L'éducation des investisseurs peut être faite par les intermédiaires financiers et par les régulateurs. Les deux sont très importants pour le bon fonctionnement des marchés. Les intermédiaires doivent, comme nous l'avons traité dans le paragraphe précédent,

[727] Article 56 alinéa d) de la *Ley reguladora del mercado de valores*: «d*) Asesorar a los clientes, en materia de inversiones y operaciones bursátiles*».
[728] Article 53 de la *Ley reguladora del mercado de valores.*
[729] Article 60 de la *Ley reguladora del mercado de valores.*
[730] Article 106 de la *Ley reguladora del mercado de valores.*
[731] Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, «La protección del inversor en Iberoamérica», étude, 2013, p. 140. En ligne http://www.iimv.org/estudios/la-proteccion-del-inversor-en-iberoamerica/.
[732] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision 1998-03590 13h57 du 29 mai 1998.

conseiller les investisseurs pour que ceux-ci puissent prendre des décisions plus avisées. Les régulateurs sont aussi concernés par cette tâche et dans le devoir de protection des investisseurs que la législation leur commande, l'éducation de ceux-ci est prépondérante.

501. Dans cette optique, les régulateurs ont prévu des mécanismes pour éduquer les investisseurs. Néanmoins, cette instruction ne vise pas les investisseurs avisés ou institutionnels, mais plutôt les investisseurs au détail qui ont moins de connaissances financières et qui ne sont pas dans la complexité du marché, comme le sont les investisseurs avisés.

502. L'importance de l'éducation des investisseurs est qu'ils agissent comme un contrepoids dans les marchés par le fait que les investisseurs éduqués chercheront toujours le meilleur des produits dans le marché. De plus, les investisseurs avec des connaissances du fonctionnement du marché supervisent les entreprises. Si elles ne remplissent pas leurs expectatives, les investisseurs changent de fournisseur ou d'instruments financiers. Ainsi, ils font le tri des entreprises et écartent celles qui n'ont pas un code de conduite adéquate, qui sont incompétentes ou qui sont indifférentes aux besoins des investisseurs[733].

503. Aux **États-Unis,** la SEC a un bureau pour l'éducation des investisseurs : *Office of Investor Education and Advocacy* (OIEA), qui pilote le programme d'éducation aux investisseurs[734]. L'OIEA a comme fonctions la production et la distribution de matériels éducatifs, l'organisation des séminaires en partenariat avec des régulateurs, des associations de consommateurs et des organismes d'autoréglementation. De plus ce bureau a un site internet dédié aux investisseurs : www.investor.gov, pour qu'ils puissent accéder aux informations dans un langage simplifié et de cette façon éviter les fraudes ou les mauvaises décisions d'investissements.

504. Or avec la mise en place du *Dodd-Frank Act*il a fallu faire une étude sur les connaissances des investisseurs et chercher comment les améliorer, puisqu'en principe un investisseur bien éduqué prend de meilleures décisions et il assume les conséquences de ses choix[735]. Les résultats ont démontré qu'aux États-Unis les investisseurs au détail ont un

[733] BAY Charlotta, CATASÚS Bino, JOHED Gustav, « *Situating financial literacy* » in GLEADLE Pauline, HASLAM Colin, YIN Ya Ping (dirs.), *Critical Perspectives on Financialization,* Critical Perspectives on Accounting, vol. 25, n° 1, 2014, p. 37.
[734] ROSEN Kenneth M., «Cooperation before Consolidation in Investor Protection», Tulane Law Review, vol. 90, n° 5, 2016, p. 1215 et FERRETTE Chelsea P., «The Myth of Investor Protection: The Dodd-Frank Act and the Office of the Investor Advocate», Journal of Business & Securities Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 70.
[735] 17 CFR § 200.24a.

manque de connaissances qui est plus marqué pour les minorités[736], comme les femmes. Pour améliorer la situation, l'étude propose une éducation financière à l'école pour transmettre les notions financières basiques.

505. Mais comme dans tous les domaines il y a des positions controversées qui considèrent que malgré l'éducation que les investisseurs peuvent recevoir ils choisissent selon leurs envies[737]. Nonobstant, l'éducation des investisseurs peut améliorer le fonctionnement du marché et faire aussi de la finance un milieu plus inclusif.

506. En **France**, l'AMF, comme la SEC, a mis en place sur son site internet un espace épargnant[738] dans lequel elle met en garde les investisseurs en identifiant des domaines, des produits et leur commercialisation qui portent un risque pour les investisseurs[739]. En plus l'AMF a lancé une application mobile « FinQuiz » qui permet de tester ses connaissances et cherche à améliorer la culture financière des investisseurs non seulement débutants, mais aussi des investisseurs avisés.

507. L'espace épargnant permet à l'AMF de mettre en garde les investisseurs contre tout événement pouvant nuire à leurs intérêts : les opérations irrégulières, les sociétés non agréées, entre autres. Par exemple, concernant la tendance qui s'est développée sur les cryptomonnaies, l'AMF met en garde les investisseurs par rapport aux escrocs surtout parce qu'elles ne sont pas garanties par des autorités[740].

508. L'AMF a soutenu la création de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) qui est une association d'intérêt général agréée par le ministère de l'Éducation nationale[741]. Cette association a pour but d'éduquer les Français sur les questions financières et non seulement sur les sujets qui ont un rapport avec les instruments financiers, mais aussi

---

[736] Securities and Exchange Commission « *Study Regarding Financial Literacy Among Investors », August 2012, p. iii. « The studies demonstrate that investors have a weak grasp of elementary financial concepts and lack critical knowledge of ways to avoid investment fraud. Surveys also demonstrate that certain subgroups, including women, African-Americans, Hispanics, the oldest segment of the elderly population, and those who are poorly educated, have an even greater lack of investment knowledge than the average general population ».* SEC, « Study Regarding Financial Literacy Among Investors », 2012, p. iii

[737] ALSEMGEEST Liezel, « Arguments for and against financial literacy education: where to go from here? », International Journal of Consumer, 2015, p. 157.

[738] Espace épargnants. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/lamf-et-vous

[739] BAZZI Israa, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, IRJS Éditions, 2014, p. 20.

[740] AMF, « Crypto-monnaies » (Bitcoin, etc.) : attention aux arnaques !, 2018. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/proteger-son-epargne/crypto-actifs-bitcoin-etc/crypto-monnaies-bitcoin-etc-attention-aux-arnaques.

[741] La finance pour tous site pédagogique sur l'argent et la finance. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/qui-sommes-nous/.

sur la finance en général. Pour cela elle a créé un site internet www.lafinancepourtous.com avec un but éducatif pour améliorer les connaissances de français du milieu économique et financier. Elle envisage non seulement l'éducation des adultes, mais aussi l'éducation des jeunes dans le système d'éducation nationale[742]. Comme aux États-Unis ils ont considéré que l'éducation financière du premier âge est un atout pour un système financier sain à long terme et surtout pour la protection des futurs investisseurs[743].

509. La SUGEVAL en tant que régulateur a assumé son rôle d'éducateur, et pour cela a créé des programmes et des séminaires pour toucher un public plus large. Dans sa stratégie, elle propose des *Jornadas del inversionista* (Journées des investisseurs) qui sont des conférences à la charge des fonctionnaires de la SUGEVAL et d'un invité où ils abordent des sujets d'une façon simple et pédagogique. Pour assurer l'accès au plus grand monde, elles sont gratuites et mensuelles[744].

510. La SUGEVAL organise aussi avec la Bourse un concours pour les universitaires qui est une forme de séminaire gratuit exclusivement destiné aux universitaires avec des conférences et à la fin une compétition sur les connaissances acquises pendant les conférences[745]. Une autre forme d'éducation se fait à partir des diplômes universitaires ou des cours sur-mesure. Comme dans les autres pays, la SUGEVAL a mis à disposition des investisseurs un site internet appelé *Aula virtual* où l'accès à l'information est assuré et où elle est simplifiée pour une meilleure compréhension des investisseurs[746].

511. De la même manière que l'AMF, la SUGEVAL met en garde les investisseurs au travers de ce site, mais conseille aussi sur la façon d'investir, sur le fonctionnement du marché, sur les procédures de dénonciation, entre autres. La SUGEVAL ne fait pas appel à une institution différente pour prendre en charge son rôle d'éducation des investisseurs comme l'a fait l'AMF. Les pays qui ont délégué cette tâche à un autre organe permettent au régulateur principal de se consacrer aux missions plus complexes et surtout plus urgentes.

---

[742] Accord Cadre avec le ministère de l'Éducation. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/wp-content/uploads/2012/02/2017_10_11_accordcadre_bdf_lfpt.pdf.

[743] BAZZI Israa, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, IRJS Éditions, 2014, p. 210.

[744] Las jornadas del inversionista forman parte de un programa de formación para público en general y para los participantes en el Primer campeonato de Inversionistas universitarios que se realiza en los meses de abril, mayo y junio del 2008 organizado por la Universidad de Costa Rica, la SUGEVAL y la Bolsa Nacional de Valores. Voir https://www.ucr.ac.cr/noticias/2008/05/23/analizan-riesgos-para-invertir.html.

[745] Campeonato bursátil. https://www.bolsacr.com/capacitacion/campeonato-bursatil.

[746] Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, «La protección del inversor en Iberoamérica», étude, 2013, p. 187. En ligne http://www.iimv.org/estudios/la-proteccion-del-inversor-en-iberoamerica/ Aula virtual https://www.sugeval.fi.cr/MercadoValores/Paginas/AulaVirtual.aspx

512. Les régulateurs ont le devoir de promouvoir l'éducation des investisseurs, surtout de ceux qui sont de petits investisseurs. Les investisseurs au détail sont ceux qui se font le plus « piéger » dans les marchés par manque de connaissances. Le but de l'éducation est que les investisseurs comprennent les marchés, les investissements, les risques qu'il y a en face, pour un fonctionnement efficace et fluide des marchés. L'éducation fait aussi que les investisseurs soient plus prévoyants et qu'ils commencent à participer dans les marchés financiers pour planifier leur futur.

513. Au vu de la crise 2007/2008 et de la complexité des marchés, les régulateurs doivent assurer une éducation qui rende les investisseurs non seulement capables, mais mêmes critiques envers les produits financiers et les participants du marché.

Conclusion du Chapitre I

514. Les missions des autorités de régulation ont été consolidées pour la protection des investisseurs et la prévention des crises. Comme nous l'avons traité tout au long du chapitre elles l'ont été avec le renforcement des missions la régulation des produits non régulés ou mal régulés, avec l'amélioration de l'information que les entreprises donnent au régulateur et avec les informations que les opérateurs mettent à disposition des investisseurs. Les autorités de régulation doivent être en mesure d'agir en cas de crise. Elles doivent aussi se méfier des opérateurs ou des produits qui sont dangereux pour la stabilité des marchés financiers.

515. C'est pour cela que leurs missions ont été consolidées par les législateurs non seulement pour avoir un domaine d'action plus large, mais aussi pour avoir davantage de coordination avec les autres acteurs du marché financier. Le marché est très complexe avec différents acteurs et produits. De plus, l'innovation financière a créé de nouvelles institutions et de nouveaux produits qui ne rentraient pas dans le rayon de protection des régulateurs.

516. Les *shadow banking,* des *hedge funds* et les *swaps* ont participé au déclenchement de la crise des *subprimes.* Les agences de notation, les activités abusives des émetteurs, les courtiers, les prestataires des services d'investissement et autres portent aussi leur part de responsabilité. Tout cela est en quelque sorte « *rentré dans le radar »* des régulateurs grâce à l'action des législateurs nationaux, internationaux et supranationaux qui ont cadré ces activités et qui ont donné des moyens d'action aux régulateurs.

517. Non seulement les marchés et leurs participants ont recherché une régulation plus précise, mais les investisseurs ont eux aussi réclamé le droit d'être davantage protégés, car finalement c'est leur argent qui est en jeu. Pour cela l'obligation d'une information de qualité précise, exacte et complète est un élément essentiel de la régulation et elle accroit la transparence. L'information est fondamentale pour les marchés, car grâce à elle les investisseurs prennent de bonnes décisions et cette régulation diminue l'asymétrie de l'information.

518. Les investisseurs prendront aussi de bonnes décisions quand ils seront bien conseillés et éduqués. Pour cela les intermédiaires financiers ont un devoir de conseil qui doit être pertinent et approprié par rapport au profil des investisseurs et surtout ils doivent mettre en place un système pour éradiquer les conflits d'intérêts, selon la réglementation adoptée. Les intermédiaires non seulement conseillent, mais éduquent à travers leurs recommandations aux investisseurs.

519. L'éducation des investisseurs est aussi faite par les régulateurs qui ont un devoir légal de protection envers les investisseurs qui, après la crise, ont souhaité avoir plus de connaissances pour comprendre comment fonctionne le marché. Pour répondre à ce besoin les régulateurs ont eu recours à la technologie, internet, qui est une façon démocratique d'avoir accès à toute l'information nécessaire du marché, de faire de la pédagogie et de développer les compétences des investisseurs. Le numérique a aussi aidé à la vulgarisation de ces informations.

520. Tant les législateurs que les régulateurs se sont sérieusement attelés à la tâche pour redonner la confiance aux investisseurs, les premiers en renforçant les missions des régulateurs et les deuxièmes en analysant plus attentivement les éléments qui ont favorisé la débâcle des marchés.

CHAPITRE II : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX POUVOIRS ACCRUS

521. Les autorités de régulation pour pouvoir réaliser leurs missions de protection des investisseurs et du bon maintien du marché ont besoin de pouvoirs. Ces pouvoirs doivent être suffisants. Pour cela les pouvoirs doivent répondre à la complexité des missions et objectifs de l'action des autorités de régulation.

522. C'est ainsi que le législateur a octroyé des pouvoirs très étendus et comme cela a été exprimé par l'Assemblée Nationale, les autorités de régulation représentent une « *rupture avec l'organisation traditionnelle de l'État, parce qu'elles peuvent cumuler tous les pouvoirs : le pouvoir normatif, le pouvoir d'application et le pouvoir juridictionnel* »[747].

523. Les pouvoirs des autorités de régulation assurent leur action, le maintien des marchés et la confiance des investisseurs. Ces pouvoirs peuvent être appelés classiques, car ils rassemblent les pouvoirs propres au sein de l'État (Section 1), mais ils sont aussi renforcés pour faire face à de nouveaux enjeux dans le secteur des marchés financiers (Section 2).

[747] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 50.

Section 1. Les pouvoirs classiques des autorités de régulation

524. Le législateur a octroyé aux autorités de régulation des pouvoirs que nous pouvons appeler classiques, car ils ont été donnés aux premières autorités de régulation. Les pouvoirs traités dans cette section sont du même ordre que les pouvoirs constitutionnels attribués à un État : pouvoir législatif, pouvoir exécutif et pouvoir juridictionnel. Ces pouvoirs sont utilisés par les autorités pour formuler les règles, exercer leurs missions, mais aussi pour sanctionner ceux de participants du marché qui agissent au détriment des marchés financiers et des investisseurs.

525. Ces pouvoirs influencent, dans un premier temps les conduites des acteurs des marchés (Sous-section 1), mais si les acteurs n'agissent pas en accord aux politiques et aux règles proposées, leurs actions peuvent les exposer à une répression (Sous-section 2).

Sous-section 1. Les autorités de l'influence

526. Le droit a le pouvoir d'agir sur les actions et décisions de la société, les autorités de régulation ont par une délégation du législateur un pouvoir similaire dans un champ donné. Par l'influence de ces pouvoirs, les autorités de régulation guident les comportements des participants des marchés financiers et régulent le bon fonctionnement de ces marchés. La mise en œuvre de cette influence peut être réalisée par la contrainte (§1) ou par l'incitation (§2).

§1. L'influence par la contrainte

527. L'influence par la contrainte est exercée par les autorités de régulation quand elles émettent des actes à caractère obligatoire. Ces actes sont normalement adoptés avec un grand formalisme. Les actions peuvent être générales ou individuelles et si elles ne sont pas respectées les autorités peuvent les imposer par la force. Le pouvoir réglementaire délégué par le législateur est abordé dans un premier temps (A) et dans un deuxième temps les actes de portée individuelle formels (B).

A - Pouvoir réglementaire

528. Le pouvoir réglementaire permet d'édicter des règlements qui réalisent les fins de la loi[748]. Ce pouvoir est prévu par la Constitution qui désigne aussi le titulaire de ce pouvoir[749]. Les normes réglementaires qui sont le produit de ce pouvoir ont une valeur inférieure à la loi ou la Constitution.

529. La Constitution française dans son l'article 21 de la Constitution octroie le pouvoir réglementaire au Premier Ministre[750]. La Constitution costaricienne, dans son article 140 l'alinéa 3 donne au pouvoir exécutif le pouvoir d'édicter les règlements pour exécuter les lois et dans l'alinéa 18 du même article autorise le pouvoir de réglementer le cabinet des ministres et tous les autres règlements et ordonnances pour l'exécution des lois[751].

530. Nous trouvons une nuance dans la Constitution américaine, car elle n'est pas explicite sur un octroi du pouvoir réglementaire. Elle signale que le Pouvoir exécutif appartient au Président[752], la seule référence aux lois et au devoir du Président face à elles est qu'il doit s'assurer que les lois sont exécutées loyalement[753]. Malgré le fait que la Constitution ne donne pas explicitement le pouvoir au Président de règlementer les lois, c'est bien ainsi que le pouvoir exécutif procède.

531. Au vu de la décentralisation qui s'opère dans ces pays et du pouvoir de délégation qu'a exercé le législateur en faveur des autorités de régulation, deux d'entre elles sont dotées d'un pouvoir réglementaire délégué, aux États-Unis et en France. La *Superintendencia general de valores* (SUGEVAL), n'a qu'un pouvoir de proposition de règlements[754]. L'attribution des pouvoirs n'a pas été dépourvue de controverses.

---

[748] Aux États-Unis le *rulemaking power* peut être définit comme la prérogative d'émettre des règles et des réglementations. Dans le cas français le pouvoir de réglementation est le pouvoir d'émettre des règlements, qui sont des règles « *Two main conceptions of rule-making power exist. The first one, the French, refers to the power to issue 'règlements', which constitute general, abstract, impersonal and binding norms. The second conception states that rule-making is the carrying out of general policy, as opposed to "adjudication", used for administrative action affecting individual rights* » YSEULT Marique, «The Rule-Making Powers of Independent Administrative Agencies ('QUANGOs') », Electronic Journal of Comparative Law, vol. 11, n° 3, 2007, p. 10.

[749] «*El reglamento es el producto del ejercicio de la potestad reglamentaria, la cual radica en el poder que emana de la Constitución o la ley por cuya virtud las administraciones públicas pueden dictar normas con eficacia jurídica inferior a la ley*» JINESTA LOBO Ernesto «Reglamentos, circulares e instrucciones: Fuente de Derecho Administrativo Costa Rica» in El acto administrativo como fuente del derecho administrativo en Iberoamérica. VIII Foro Iberoamericano de Derecho Administrativo, Panamá 14-19 septiembre 2009.

[750] Article 21 Constitution de la République française : « *il exerce le pouvoir réglementaire* ».

[751] Article 140 Costitución Política de la República de Costa Rica.

[752] Constitution des États-Unis de l'Amérique, Article II, section1.

[753] Constitution des États-Unis de l'Amérique, Article II, section 3.

[754] Article L.621-6 Code monétaire et financier.

532. La Constitution américaine dispose que le pouvoir législatif appartient au Congrès : la chambre des représentants et le Sénat[755]. Mais il y a deux formes, selon Thomas W. MERRIL, pour entendre l'article I, section 1 de la Constitution américaine. En premier lieu la délégation de l'édiction des normes est interdite et par ailleurs une agence administrative a le pouvoir d'édicter des réglementations et ce pouvoir est limité à la délégation faite par le Congrès[756]. En fin de compte, l'interdiction de déléguer l'édiction de normes est contraire à la réalité américaine des autorités de régulation qui ont le pouvoir d'édicter des réglementations[757].

533. Aux **États-Unis** les autorités de régulation ont différents types de pouvoirs pour réaliser leurs missions. Le pouvoir de créer des règles : *rulemaking power* et le pouvoir de rendre un jugement dans une controverse : *adjudication power*[758]. Mais dans le système juridique américain, la ligne de séparation entre les deux pouvoirs peut être nuancée, car les fonctions peuvent parfois se mélanger. Par exemple, une décision prise pendant une adjudication peut devenir un précédent (une jurisprudence) qui accomplit la même fonction que les règles édictées par le pouvoir de *rulemaking*[759].

534. Les autorités de régulation peuvent émettre des règles avec des effets aussi contraignants que la loi : les *legislative rules*[760], et des règles obligatoires, mais non avec

[755] Article I, Section 1 de la Constitution des États-Unis « *All legislative Powers herein granted shall be vested in a Congress of the United States, which shall consist of a Senate and House of Representatives* ».
[756] MERRILL Thomas W., « Rethinking Article I, Section I: From Nondelegation to Exclusive Delegation », Columbia Law Review, vol.104, n°8, 2004, p. 2099. Voir aussi : Cour suprême des États-Unis, Bowen v. Georgetown Univ. Hosp., 488 U.S. 204 (1988): *« An administrative agency's power to promulgate regulations is limited to the authority delegated by Congress. As a general matter, statutory grants of rulemaking authority will not be understood to encompass the power to promulgate retroactive rules unless that power is conveyed by express terms ».*
[757] MERRILL Thomas W., *op. cit.*, p. 2118.
[758] L'*adjudication* sera abordée dans le prochain point.
[759] SHAPIRO David L., « The Choice of Rulemaking or Adjudication in the Development of Administrative Policy», Harvard Law Review, vol. 78, n° 5, 1965, p. 944.
[760]Ces règles ont un statut de loi pour les parties régulées, le personnel de l'autorité et les cours. Elles peuvent être aussi règles *substantives* ou *procédurales,* les premières régulent le comportement des parties régules. Les plus importantes sont les règles substantives législatives qui ont force de loi. Les *substantives* peuvent être aussi non contraignantes : *interpretive rules* et *policy statements.* Dans un deuxième temps il y a les règles procédurales qui régissent la vie dans l'autorité ; comment elle est organisée, comment sont faites les audiences, entre autres. MERRILL Thomas W. et TONGUE WATTS Kathryn, « Agency Rules with the Force of Law: The Original Convention », Harvard Law Review, 2002, p. 447. Voir aussi: « *Legislative rules are rules that have been promulgated legislatively-in compliance with procedures delineated in an APA or the agency's enabling act - and are supported by a delegation of lawmaking authority. Legislative rules are substantive because they affect "individual rights and obligations. They are essentially administrative statutes,'6 bearing the full force and effect of law and are binding on all parties and the* agency », LANNEN Justin, « Nonlegislative Rulemaking: Is Texas Moving Toward the Federal Courts' Perspective on Agency Policy Statements and Interpretive Rules », Texas Tech Journal of Texas Administrative Law Chicago, n° 1, 2003, p. 113.

force de loi : les non *legislative rules*[761]. Cette délégation, faite par le législateur, n'a pas toujours été exprimée dans un langage très clair et elle peut intervenir pour toute l'extension de sa compétence ou pour une partie[762]. Dans les cas français et costaricien, la délégation doit être expresse et claire.

535. À travers le pouvoir réglementaire ou *rulemaking*[763], les procédures des agences indépendantes déterminent les politiques publiques. L'octroi de ce pouvoir est fortement critiqué, parmi ces critiques nous pouvons retrouver le fait de la séparation de pouvoirs. Le problème majeur est de différencier les normes législatives de normes non législatives[764], en raison de la force de loi que certaines réglementations détiennent, notamment le pouvoir de la *Securities and exchange commission* (SEC).

536. Les tribunaux ont en général approuvé le fait que les autorités de régulation ont le pouvoir d'émettre des règles substantives via *rulemaking* pour établir des politiques générales d'application future[765]. En France et au Costa Rica au contraire, cette catégorisation se fait normalement par la portée générale des actes réglementaires. L'*Administrative Procedure Act* (APA), est la loi qui établit la procédure dans le droit administratif américain. Elle cadre le pouvoir réglementaire en établissant trois procédures par lesquelles les autorités indépendantes peuvent exprimer leur action : *formal rulemaking, informal rulemaking* ou *hybride rulemaking*[766].

537. Le pouvoir réglementaire formel s'accompagne d'une procédure qui ressemble à un procès : il y a une audience avec la présentation de la preuve documentaire et l'interrogatoire de témoins ainsi qu'une décision qui doit être motivée par la preuve reçue. Il existe un vrai contradictoire pendant lequel les agences indépendantes doivent prouver en

---

[761] Elles n'ont pas force de loi, elles sont des déclarations sur les intuitions de l'autorité. MERRILL Thomas W. et TONGUE WATTS Kathryn, « Agency Rules with the Force of Law: The Original Convention », Harvard Law Review, 2002, p. 447.

[762] « To make, amend, and rescind such rules and regulations and regulations as may be necessary to carry out the provisions of this title » U.S. Code § 77s. Special powers of Commission et CUSTOS Dominique « The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies », The American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, p. 618.

[763] « *The rulemaking power may be defined as the authority to issue rules or regulations* », CUSTOS Dominique, *op. cit.*, p. 619. Voir aussi 5 U.S. Code § 551(5): « *"rule making" means agency process for formulating, amending, or repealing a rule* ».

[764] O'CONNELL Anne Joseph, « Political Cycles of Rulemaking: An Empirical Portrait of the Modern Administrative State », Virginia Law Review, vol. 94, n° 4, 2008, p. 898.

[765] «*… courts generally have approved agency resort to substantive rulemaking to set general policies for future application* » CASS Ronald A., DIVER Colin S., BEERMANN Jack M. et FREEMAN Jody, *Administrative law: cases and materials*, Wolters Kluwer Law & Businnes, 2011, p. 397. Voir aussi National Petroleum Refiners Association v. FTC, 392 F. Supp. 1052 (D.D.C. 1974).

[766] La dernière ne sera pas abordée dans cette étude.

quoi cette réglementation est utile, les intéressés pouvant être entendus[767]. La procédure doit être on *the record,* c'est-à-dire officielle et publique[768], c'est de là que vient le nom de *formal rulemaking*. Cette expression du pouvoir réglementaire est utilisée seulement quand la loi demande qu'une règle soit formulée de cette façon. Les autorités ont le pouvoir d'établir une procédure modifiée s'ils sont contraints d'utiliser le *formal rulemaking*[769].

538. La critique de cette procédure est qu'elle est longue et coûteuse[770]. Le *formal rulemaking* le plus rapide n'ayant abouti qu'après deux ans[771]. Cela décourage son utilisation et au contraire encourage la création d'autres procédures pour arriver aux mêmes objectifs réglementaires[772], mais de toute façon la plupart des lois n'expriment pas clairement le besoin que les règles doivent être faites par le pouvoir réglementaire formel[773].

539. Pour sa part *l'informal rulemaking* est connu comme *notice-and-comment* [774] qui est une forme simplifiée d'établissement d'une règle. Il s'agit du choix de préférence des autorités, car cela permet d'éviter les audiences critiquées du *formal rulemaking*. En principe l'autorité fait une proposition de sa règle en expliquant les raisons pour lesquelles elle considère qu'elle est pertinente. Après quoi le public a la possibilité de commenter la proposition et finalement l'autorité émet la règle parfois modifiée à la suite des commentaires[775].

540. La particularité de la SEC est que la délégation du pouvoir réglementaire ne vient pas exclusivement d'une seule norme, comme c'est le cas de l'AMF et la SUGEVAL (CONASSIF[776]). Ce pouvoir est répandu dans la législation des valeurs mobilières[777], c'est-à-dire qu'il ne s'agit pas d'une délégation générale et absolue dans le domaine de la régulation financière. Par exemple le *Securities Exchange Act* donne le pouvoir de règlementer des

[767]5 U.S. Code § 556 and § 557.
[768]CASS Ronald A., DIVER Colin S., BEERMANN Jack M. et FREEMAN Jody, *Administrative law: cases and materials*, Wolters Kluwer Law & Businnes, 2011, p 383.
[769]MURPHY Richard W, JORDAN William S. III, VIRELLI Louis J. III et HIGHBAUGH Leroy Sr, *Administrative law: cases and materials*, LexisNexis, 2015, p. 204.
[770] NIELSON, Aaron L., « In Defense of Formal Rulemaking », Ohio State Law Journal, vol. 75, n° 2, 2014, p. 270.
[771]CASS Ronald A., DIVER Colin S., BEERMANN Jack M. et FREEMAN Jody, *Administrative law: cases and materials*, Wolters Kluwer Law & Businnes, 2011, p 425
[772] GELLHORN Walter et BYSE Clark, *op. cit.*, p. 735.
[773]CASS Ronald A., DIVER Colin S., BEERMANN Jack M. et FREEMAN Jody, *op. cit.*, p 425.
[774]Avis et commentaires.
[775]HEINZERLIN Lisa et TUSHNET Mark V., *The Regulatory and Administrative State: Materials, Cases, Comments*, Oxford University Press, 2006, p. 425. Voir aussi 5 U.S. Code § 553.
[776] Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.
[777] Le *Securities Act* du1933, le *Securities Exchange Act* du 1934, l'*Investment Company Act* du 1940, l'*Investment Advisers Act* du 1940 et la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act du 2010.

actions frauduleuses et illégales[778]. De même, le *Securities Exchange Act* donne pouvoir à la SEC d'édicter les règles et réglementations nécessaires pour exécuter les formalités de cette loi[779].

541. La SEC est normalement soumise aux trois procédures énoncées dans *l'Administrative Procedure Act* (pouvoir réglementaire formel, informel et hybride). Elle émet des normes avec une procédure adaptée selon les cas : Le *Concept Release*, qui est une avant proposition quand le thème à réguler est complexe. L'autorité cherche à informer le public dans un domaine avec ses possibles solutions et ainsi avoir un avis sur ce sujet. Les commentaires sont pris en compte pour le choix de la procédure d'approche[780].

542. Si le sujet n'est ni compliqué ni complexe, la SEC peut directement publier une proposition de règle (*Rule Proposal*) qui a pour but de recevoir les commentaires des intéressés dans un délai minimum de 30 jours[781]. La proposition est plus concrète que le *Concept Release*[782], car elle détermine les objectifs de la règle. Pour finaliser, les *Commissioners* de la SEC adoptent la réglementation et elle est publiée dans le *Federal Register*[783].

543. La Cour Suprême des États-Unis dans son arrêt *Securities and Exchange Commission v. Chenery Corporation* de 1974, établit que la SEC peut se servir soit de *rulemaking* ou d'*adjudication* afin de gérer au mieux ses cas. Puisque toute situation ne peut pas être résolue par une règle générale, car cela rendrait l'action de la SEC (ou de n'importe quelle autorité) inflexible devant des problèmes qui devront être résolus malgré l'absence d'une règle[784]. La plupart du temps les autorités de régulation ont une préférence pour l'adjudication qui est moins coûteuse et plus simple.

544. En **France** l'octroi du pouvoir réglementaire aux autorités administratives indépendantes a fait l'objet de controverses en raison de l'article 21 de la Constitution, car une partie de la doctrine considère que le seul compétent pour exercer le pouvoir

[778] 15 U.S. Code § 78j.
[779] 15 U.S. Code § 78w. Nous pouvons dire qu'il s'agit d'une sorte de règlements exécutifs.
[780] SEC, Concept Releases. En ligne https://www.sec.gov/rules/concept.shtml.
[781] Office of the Federal Register1, A Guide to the Rulemaking Process. En ligne https://www.federalregister.gov/uploads/2011/01/the_rulemaking_process.pdf.
[782]Le *Concept Release* a pour but avoir l'avis du public sur un sujet que la SEC veut réguler et le Rule proposal est une proposition de règle déjà établit.
[783] SEC, Investor Bulletin: An Introduction to The U.S. Securities and Exchange Commission – Rulemaking and Laws 2015. En ligne https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_rulemaking.html.
[784] SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80 (1943).

réglementaire est le Premier Ministre[785]. Mais le Conseil Constitutionnel dans la décision n° 86-217 DC du 18 septembre 1986 a tranché sur le sujet en mettant en place les critères nécessaires pour la réalisation de cette délégation. Elle a mis en place deux conditions : que cela soit dans un domaine déterminé et « *dans le cadre défini par les lois et règlements, des normes permettant de mettre en œuvre une loi* »[786]. Par ailleurs, les autorités de régulation édictent des règlements pour la mise en application de la loi, car ils sont « *pris par les autorités désignées par la loi* »[787]. Le Conseil Constitutionnel a de cette façon adopté une lecture bienveillante de la Constitution pour permettre à ces autorités de règlementer dans des domaines qui souvent sont techniques.

545. L'AMF, dans l'expression de ce pouvoir réglementaire qui lui a été conféré, édicte un Règlement général : le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Il est adopté par le Collège de l'AMF. Mais le législateur à l'article L.621-6 du Code monétaire et financier s'est assuré de pallier les critiques faites à l'octroi des pouvoirs de réglementation aux autorités de régulation. Il a laissé au ministre de l'Économie l'attribution d'homologation du règlement, ainsi que des modifications ultérieures[788]. De même les modifications doivent être soumises à consultation du public[789].

546. Cependant son pouvoir d'édicter des règles de portée générale n'est pas limité par le Règlement général. L'AMF peut rendre des instructions, des positions, des recommandations, des rescrits et des pratiques de marché admises pour clarifier et interpréter le Règlement général, l'AMF les considère comme sa doctrine, sans pouvoir modifier à travers elle les dispositions du règlement[790].

547. Dans son règlement l'AMF développe les obligations des émetteurs, les conditions pour devenir prestataire de services d'investissement, les règles de constitution des

---

[785] HAQUET Arnaud, « Le pouvoir réglementaire des autorités administratives indépendantes », RDP, n°2, 2008, p. 393 et FAURE Bertrand, « Le problème du pouvoir réglementaire des autorités administratives secondaires », Dossier : Loi et règlements, Cahiers du Conseil constitutionnel, n° 19, 2006. En ligne https://www.conseil-constitutionnel.fr/nouveaux-cahiers-du-conseil-constitutionnel/le-probleme-du-pouvoir-reglementaire-des-autorites-administratives-secondaires.

[786] Décision n° 86-217 DC du 18 septembre 1986.

[787] HAQUET Arnaud, *op. cit.*, p 399.

[788] Article L.621-6, alinéa 1 Code monétaire et financier.

[789] AMF, Consultations de l'AMF. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/consultations-de-lamf

[790] Article L.621-6, alinéa 2 Code monétaire et financier. Voir aussi : SYNVET Hervé « *Le « soft law » en matière bancaire et financière* », Revue de Droit bancaire et financier, n° 1, 2012, dossier 8. p. 2 et AMF, Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine

OPCVM et leur fonctionnement. Ainsi que la définition de certaines infractions financières, la prévention de conflits d'intérêts, les règles de déontologie[791]

548. Au **Costa Rica** la Constitution politique donne au Président et aux ministres compétents le pouvoir réglementaire, dans son article 140 alinéa 3 et alinéa 18. C'est la justification juridique pour que le pouvoir exécutif puisse gouverner[792]. Cela lui permet d'aider à former le droit, bien sûr avec une puissance inférieure à la loi. De cette façon le pouvoir exécutif devient non seulement sujet du droit, mais aussi formateur de son propre régime juridique. Bien entendu le pouvoir réglementaire est soumis au contenu de la loi[793].

549. Pour sa part, la SUGEVAL n'a pas un pouvoir réglementaire, mais un pouvoir de proposition des règles et des règlements, comme nous l'avons signalé auparavant. La loi costaricienne du marché financier prévoit que c'est la CONASSIF qui a le pouvoir d'édicter des règlements[794]. Selon l'article 8 alinéa b) la SUGEVAL doit soumettre les propositions de règlement à l'examen de la CONASSIF qui les approuve et les publie. En outre, selon la *Ley General de la Administración Pública*, les dispositions de caractères généraux sont soumises à consultation des intéressés[795], entendus comme ceux qui seront affectés par la norme.

550. Mais la doctrine costaricienne considère que le pouvoir réglementaire peut s'exprimer avec deux types de règlements, ceux qui agissent dans le champ administratif un règlement autonome qui règle l'organisation interne de l'institution, la SUGEVAL[796]. Un deuxième type de règlement de service ordonne le service public[797]. La Salle constitutionnelle dans sa décision 2006-017599 considère que la CONASSIF peut approuver des réglementations dérivées des relations de sujétions spéciales[798], comme le sont celles

---

[791] Article L.621-4, I et L. 621-7, L.621-18-3 Code monétaire et financier, ainsi que les articles L. 233-7, L. 233-8 et L. 233.11 Code de commerce, entre autres. Voir aussi PACLOT Yann, « Autorité des marchés financiers » Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2014 actualisé septembre 2019, § 71-79.

[792] ROJAS CHAVES Magda Inés, *El Poder Ejecutivo en Costa Rica,* Editorial Juricentro, 1997, p. 395.

[793] Sala Constitucional de La Corte Suprema de Justicia, décision n° 0634-98 de 17h 30 du 4 fevrier 1998.

[794] Article 169 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

[795] «*Se concederá a las entidades representativas de intereses de carácter general o corporativo afectados por la disposición la oportunidad de exponer su parecer, dentro del plazo de diez días, salvo cuando se opongan a ello razones de interés público o de urgencia debidamente consignadas en el anteproyecto*» Article 361 alinéa 2 Ley General de la Administración Pública.

[796] ROJAS CHAVES Magda Inés, *op. cit.*, p. 395

[797] ORTIZ ZAMORA Luis A., «La Potestad Reglamentaria del Regulador en Especial del Regulador Financiero» *in Derecho administrativo y regulación económica: liberamicorum profesor Doctor Gaspar Ariño Ortiz* coord. Juan Miguel de la Cuétara Martínez, José Luis Martínez López-Muñiz, Francisco José Villar Rojas, La ley, 2011, p. 1311

[798] La doctrine allemande a développé ce concept qui au début était lié à la fonction publique comme en France, mais qui a évolué vers l'inclusion des autres situations particulières par exemple les écoliers et les écoles, les prisonniers et les établissements de réclusion. Au Costa Rica cette doctrine a été adoptée par la jurisprudence.

produites par l'activité financière qui a lieu entre les autorités de régulation et les opérateurs. Nous pouvons nous référer aux mots de Jean DU BOIS DE GAUDUSSON en caractérisant cette relation d'une « *situation particularisée* »[799] qui a son origine dans l'attribution d'une qualité, comme peut l'être l'agrément des opérateurs.

551. Un autre courant doctrinal exprimé par la Salle première de la Cour suprême de justice du Costa Rica signale que la classification exprimée doit être élargie[800]. Elle propose une nouvelle catégorie : un règlement indépendant qui intervient sur la scène juridique quand la loi octroie aux organismes décentralisés le pouvoir de règlement et une loi dans une matière spécifique qui est du ressort de sa compétence. C'est dans cette nomenclature qu'elle classe les règlements de la CONASSIF.

552. La délégation du pouvoir réglementaire est faite par loi, la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*, qui dispose que les bourses de valeurs établissent des règlements et des statuts pour réguler le fonctionnement des marchés. En outre, la loi donne le pouvoir d'approuver ces normes au Surintendant de la SUGEVAL et non à la CONASSIF[801]. Dans le cas costaricien comme américain et français, la délégation est légale. Mais la différence se trouve dans le fait que pour le système américain, c'est le principe, comme cela a été exprimé auparavant, alors que les deux autres pays ont favorisé un encadrement spécifique et limité[802].

553. L'attribution du pouvoir réglementaire n'est pas tout à fait vu de la même façon dans les trois systèmes. Pour les États-Unis une délégation du Congrès avec une ample liberté confirmée par le juge. Pour la France, une attribution partagée entre l'AMF et le ministre de l'Économie et du côté costaricien délégation à un organe décentralisé. Il y a dans les trois pays un questionnement sur la validité et la légitimité des autorités de régulation pour l'édiction des règlements, comme évoqué supra. Mais ces critiques sont surmontées avec des constructions juridiques qui permettent cette délégation. Et dans tous les cas on revient toujours à la loi : c'est le législateur qui établit le domaine de compétence des autorités de régulation. De même, le juge contrôle que son exercice n'échappe pas aux limites que la loi impose où lui impose.

[799] DU BOIS DE GAUDUSSON Jean, *L'usager du service public administratif*, LGDJ, 1974, p. 48.
[800] Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 1000 -F-2010 du 26 août 2010.
[801] Article 8 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[802] LEE Ruben, *Running the world's markets : the governance of financial infrastructure*, Princeton University Press, 2011, pp. xvii-450.

554. Les normes de portée générale émises par les autorités de régulation étudiées sont des normes discutées dans lesquelles les acteurs du marché qui seront affectés ont eu la possibilité de se prononcer et devoir leurs apports intégrés dans la norme. Cela contribue au bon fonctionnement du marché.

B -Actes de portée individuelle formels

555. Le pouvoir d'émettre des actes des autorités de régulation pour réaliser leur fonction est fondamental. La plupart du temps leur action est reliée aux individus identifiables au contraire des règlements qui ont des effets sur une généralité des personnes. Normalement ces actes peuvent servir pour une pluralité d'actions des autorités de régulation, par exemple des autorisations, des agréments, des visas, des interdictions et des sanctions (qui seront abordées dans la sous-section suivante), entre autres.

556. Aux **États-Unis** la *Administrative Procedure Act* (APA) établit la procédure de l'Adjudication[803] comme la méthode par laquelle les agences formulent leurs décisions formelles dites *orders*. Elles sont les dispositions finales qui font autorité. Elles peuvent être de caractère affirmatif, négatif, injonctif ou déclaratif[804] qui comprend le *licensing*, qui est la procédure d'octroi d'une indemnité, d'un renouvellement, d'un refus d'une licence[805]. Les autorités de régulation utilisent l'*adjudication* quand leur action affecte les droits d'un individu[806]. La procédure de l'Adjudication se déroule devant un juge administratif (*administratif law judge*)[807]. Cela veut dire qu'il y aura une audience, un contre-interrogatoire,

[803] L'Adjudication selon Gérard Cornu est, en droit administratif français est la « [*p]rocédure de passation des *marchés public, précédée obligatoirement d'une publicité et d'une mise en concurrence, aboutissant à la désignation automatique du cocontractant de l'administration en faveur de celui des candidats ou *soumissionnaire qui propose d'exécuter ce marché au plus bas prix…* ». CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 31. La définition en français ne correspond pas au terme en anglais que veut dire prendre une décision officielle pour résoudre un conflit ou selon le *United States Code* (5 U.S. Code § 557 (7)) il s'agit de la procédure d'une agence pour formuler un ordre, pour cette raison nous allons utiliser *Adjudication dans le sens anglais du terme.*

[804] 5 U.S. Code § 551.

[805] Soit une licence, permis, certificat, approbation, inscription, adhésion entre autres.

[806] CUSTOS Dominique, « The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies», The American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, p. 618

[807] PEDERSEN William F. Jr., «Formal Records and Informal Rulemaking», Yale Law Journal, vol. 85, n° 1, 1975, p. 40.

et le contradictoire sera respecté[808]. Comme l'a bien exprimé Dominique CUSTOS l'adjudication se situe « *entre la décision individuelle et l'acte de jugement à la française* »[809].

557. L'*adjudication* est plutôt utilisée dans les procédures sanction. Pour d'autres types de situations, la SEC utilise d'autres actes qui ressemblent plus à l'acte administratif français. Prenons pour exemple la procédure d'agrément, qui au contraire de l'AMF et de la SUGEVAL, inscrit les valeurs mobilières et les courtiers, pas les entreprises. Dans cette procédure les entreprises cherchent l'autorisation de la SEC pour pouvoir commercialiser leurs valeurs.

558. La plupart des valeurs aux États-Unis doivent être inscrites auprès de la SEC. Pour cela les entreprises doivent remplir des formulaires dans lesquels ils communiquent des informations essentielles comme la description de leurs avoirs et de la gestion de ceux-ci, la description de la valeur proposée à la vente (prospectus), des informations sur la gestion de l'entreprise et les états financiers certifiés de l'entreprise[810]. Les états financiers et les prospectus seront publics. La soumission des informations se fait de forme dématérialisée via le programme EDGAR. C'est à la division de *Corporation Finance* qu'incombe la vérification des informations et c'est elle qui détermine si l'entreprise se conforme à la divulgation demandée, sans se prononcer sur la qualité des valeurs proposées. Si la SEC n'a pas d'objection à formuler, l'inscription sera effective après 20 jours[811].

559. En cas d'objection la SEC peut demander des modifications à travers des *defiency letters*[812] afin de compléter les informations données. La SEC, à travers son personnel, est à la disposition des émetteurs pour les guider vers la meilleure façon de se conformer à la norme.

560. La SEC a aussi la compétence d'agréer les courtiers pour qu'ils puissent vendre des valeurs mobilières. Les courtiers divulguent des informations sur leur passé, sur la gestion de leur entreprise et signalent des informations sur les gérants et managers de l'entreprise, s'il existe des procédures judiciaires en cours ou passées pour violation de la loi des valeurs

---

[808] WEST William F., «The Politics of Administrative Rulemaking», Public Administration Review, vol. 42, n° 5, 1982, p. 420 et ss.
[809] CUSTOS Dominique, « Droits administratifs américain et français : sources et procédure », Revue internationale de droit comparé. vol. 59, n° 2, 2007, p 294.
[810] U.S. Code § 77g.
[811] U.S. Code § 77h.
[812] KENTON Will, Deficiency Letter, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/d/deficiency-letter.asp

financières[813]. En plus ils doivent devenir membres des *self-regulatiory organizations* (SROs)[814].

561. En **France,** les autorités de régulation effectuent la majorité de leur action au travers de l'acte administratif unilatéral. Il a été défini comme une déclaration de volonté, une manifestation de volonté, une expression d'une volonté[815]qui crée des droits ou des obligations[816]. Il s'agit de l'expression normale de la puissance publique qui affecte l'ordonnancement juridique indépendamment du consentement de ses destinataires[817]. La norme française ne donne pas une définition d'acte administratif univoque[818]. De par la promulgation du Code des relations entre le public et l'administration (CRPA)[819] une définition est donnée et a suscité une discussion doctrinale sur le sujet[820].

562. En effet, dans le corps du texte il n'existe pas une homogénéité des termes employés qui selon Pierre DELVOLVE affectent « *l'unité formelle du code* »[821] quand il a parlé d'acte administratif. Le Code donne une définition d'acte administratif dans son article L.200-1 en le définissant comme « *les actes administratifs unilatéraux décisoires et non décisoires. Les actes administratifs unilatéraux décisoires comprennent les actes réglementaires, les actes individuels et les autres actes décisoires non réglementaires. Ils peuvent être également désignés sous le terme de décisions, ou selon le cas, sous les expressions de décisions réglementaires, de décisions individuelles et de décisions ni réglementaires ni individuelles* »[822].

563. Cette définition suscite des critiques dont voici deux exemples : elle ne contient pas vraiment de définition[823] et *« cette définition trop brève ne correspond pas au réel »*[824],

---

[813] 15 U.S. Code § 78o.
[814] Organisations d'autorégulation.
[815] GIRARD Anne-Laure, *La formation historique de la théorie de l'acte administratif*, DALLOZ, 2013, p. 32.
[816] GONOD Pascale, MELLERAY Fabrice et YOLKA Philippe, *Traité de droit administratif*, Tome I, Dalloz, 2011, p 188.
[817] CROUZATIER-DURAND, Florence, *La fin de l'acte administratif unilatéral*, L'Harmattan Paris, 2003, p. 678 et VEDEL Georges et DELVOLVE Pierre, *Droit administratif*, Tome 1, PUF, 1992, p. 232.
[818] PLESSIX Benoît, *Droit administratif général*, LexisNexis, 2018, p.936
[819] Ordonnance n° 2015-1341 du 23 octobre 2015 relative aux dispositions législatives du code des relations entre le public et l'administration.
[820] DELVOLVE Pierre, « La définition des actes administratifs », RFDA, 2016, p. 35 et MELLERAY Fabrice, « Les apports du CRPA à la théorie de l'acte administratif unilatéral », AJDA, 2015, p. 2491.
[821] DELVOLVE Pierre, *op. cit*, p. 35.
[822] Article L.200-1 Code des relations entre le public et l'administration.
[823] PLESSIX Benoît, *op. cit.*, p. 936.
[824] DOAT Mathieu, « Sur la définition de l'acte administratif unilatéral dans le Code (CRPA, art. L.200- 1 » in KOUBI Geneviève, CLUZEL-METAYER Lucie et TAMZINI Wafa (dirs.), *Lectures critiques du Code des relations entre le public et l'administration,* LGDJ, Lextenso éditions, 2018, p. 87.

une assimilation entre décision et acte faisant grief[825]. Mais aussi des commentaires positifs, par exemple la définition du CRPA valide l'analyse de René CHAPUS qui propose la distinction entre acte unilatéral et décision où le premier est le genre et le deuxième est l'espèce[826]. Le CRPA a une conception formelle de l'acte administratif[827] en laissant le champ ouvert à cette désignation aux actes qui n'ont pas été considérés auparavant comme actes administratifs.

564. Les actes de portée individuelle sont les actes qu'édicte « *... une norme personnelle, car son destinataire est nommément désigné dans l'acte* »[828]. Et en ce qui nous concerne, l'AMF réalise la majorité de son action en formulant des actes administratifs de portée individuelle. Ces actions peuvent être, par exemple, de rendre des visas aux documents d'information[829] présentés par les participants de marché avant une offre au public, une admission de titres sur un marché réglementé, des augmentations de capital, entre autres. Comme la SEC, elle vérifie la « *pertinence et la cohérence de l'information* »[830] et elle ne se prononce pas sur le fait qu'il s'agit d'une bonne ou mauvaise opération[831]. Mais son pouvoir ne vise pas seulement les documents, elle doit aussi se prononcer sur la recevabilité de l'offre au public selon l'article 231-23 du Règlement général de l'AMF.

565. L'AMF agrée des sociétés et des professionnels en plus des produits financiers : les OPCVM[832], les fonds d'investissement à vocation générale[833], les sociétés de gestion de

---

[825] MELLERAY Fabrice, « Les apports du CRPA à la théorie de l'acte administratif unilatéral », AJDA, 2015, p. 2491

[826] BARTOLUCCI Mattéo, « René Chapus et la classification des actes administratifs », RFDA 2019, p. 378, COMBEAU Pascal, « Le CRPA et « l'infra-acte administratif ». Entre (timides) avancées et statu quo », in KOUBI Geneviève, CLUZEL-METAYER Lucie et TAMZINI Wafa (dirs.), *Lectures critiques du Code des relations entre le public et l'administration*, LGDJ, Lextenso éditions, 2018, p 116., DELVOLVE Pierre, « La définition des actes administratifs », RFDA, 2016, p. 35 et MELLERAY Fabrice, « Brèves observations sur les « petites » sources du droit administratif », AJDA, 2019, p. 917.

[827] « *La définition retient de l'acte une conception, non pas matérielle, mais purement formelle, désignant une mesure émanant de l'administration, quelle que soit sa portée juridique. On peut l'admettre, ne serait-ce que pour la commodité de langage et la facilité de la compréhension* » : DELVOLVE Pierre, « La définition des actes administratifs », RFDA, 2016, p. 35. Voir aussi COMBEAU Pascal, *op. cit.*, p. 116.

[828] GONOD Pascale, MELLERAY Fabrice et YOLKA Philippe, *Traité de droit administratif*, Tome I, Dalloz, 2011, p. 187.

[829] Prospectus, notes d'information, documents de référence, documents de base, notes d'opération. « L'AMF accorde son visa lorsque le document examiné à l'occasion d'une opération financière est complet, compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes », AMF, Autoriser, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/autoriser.

[830] PLACOT Yann, « Autorité des marchés financiers », Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2014 actualisé septembre 2019, §86.

[831] Articles L.412-1 et L-621-8 Code monétaire et financier, ainsi que PLACOT Yann, *op. cit.*, §86.

[832] Article L.214-3 Code monétaire et financier : « *La constitution, la transformation ou la liquidation d'un OPCVM ou d'un compartiment d'OPCVM sont soumises à l'agrément de l'Autorité des marchés financiers. L'Autorité des marchés financiers peut retirer son agrément à tout OPCVM ou compartiment d'OPCVM* ». Voir aussi : la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009.

portefeuille[834], les associations de professionnels, de conseillers en investissements financiers, entre autres. En outre, elle rend des agréments pour les produits d'épargne collective[835]. À cela s'ajoute le fait qu'elle approuve le programme d'activité des prestataires de services d'investissement (PSI)[836] qui sont agréés par l'ACPR[837]. L'information que l'AMF demande aux entreprises est similaire à celle que la SEC demande de son côté. Par exemple les sociétés de gestion de portefeuille ont un dossier où ils doivent présenter une demande d'agrément. Il doit contenir une description de la société, ses activités et son organisation, ainsi que les modalités de commercialisation des produits financiers dont elle assure la gestion. Les autres documents à fournir sont les éléments financiers de la société et les hypothèses de développement retenues, les demandes de libre prestation de service et de libre établissement et son positionnement international. De plus, selon la spécificité de l'activité ou des produits financiers visés, elle doit apporter des informations additionnelles[838].

566. Au **Costa Rica,** la *Ley General de la Administración Pública* établit les règles pour l'action administrative, elle a été promulguée en 1978 et elle s'inspire de la législation espagnole, française et italienne[839]. Elle propose une notion large de l'acte administratif, dans

---

[833] Article L.214-24-24 Code monétaire et financier : « *La constitution, la transformation ou la liquidation d'un fonds d'investissement à vocation générale ou d'un compartiment de fonds d'investissement à vocation générale sont soumises à l'agrément de l'Autorité des marchés financiers. L'Autorité des marchés financiers peut retirer son agrément à tout fonds d'investissement à vocation générale ou compartiment de fonds d'investissement à vocation générale* ». Voir aussi la Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (Directive AIFM).

[834]Article L.532-9 Code monétaire et financier : « II. – Les sociétés de gestion de portefeuille sont agréées par l'Autorité des marchés financiers ».

[835] Les OPCVM, qu'ils soient constitués sous forme de Fonds commun de placement (FCP) ou de Société d'investissement à capital variable (SICAV), les FIA suivants : les fonds d'investissement à vocation générale ; les fonds de fonds alternatifs ; les fonds de capital investissement (fonds commun de placement à risque (FCPR), fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI) et fonds d'investissement de proximité (FIP) ; les fonds professionnels à vocation générale ; les fonds d'épargne salariale (fonds commun de placement d'entreprise (FCPE), Société d'investissement à capital variable d'actionnariat salarié (SICAVAS)) ; les organismes de placement collectif immobilier (OPCI : Fonds de placement immobilier (FPI), Société à prépondérance immobilière à capital variable (SPPICAV)) ; les organismes professionnels de placement collectif immobilier (OPPCI). AMF, Ce qu'il faut savoir sur les placements collectifs (fonds et Sicav), 2018. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/ce-quil-faut-savoir-sur-les-placements-collectifs-fonds-et-sicav.

[836]Article L.321-1 Code monétaire et financier.

[837]Article L.532-1 Code monétaire et financier.

[838] Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (Directive AIFM) et directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (Directive AIFM), AMF position-recommandation DOC-2012-19 : Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés et AMF Instruction DOC-2008-03 : Procédure d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, obligations d'information et passeport.

[839] RODRÍGUEZ VEGA Eugenio, *Costa Rica en el siglo XX*, Editorial Universidad Estatal a Distancia, Tomo 3, 2004, p. 66.

son article 120[840] qui comprend les actes « internes ou externes » : les premiers ne sont pas destinés aux administrés, ils sont des actes internes de l'administration et les seconds sont destinés aux administrés. La loi établi aussi les actes « généraux » et les actes « concrets ». Les premiers sont des actes réglementaires et les seconds sont les actes de portée individuelle.

567. La doctrine costaricienne définit l'acte administratif[841] comme une déclaration de volonté, connaissance ou avis réalisés dans l'exercice de la fonction administrative, qui produit des effets juridiques concrets ou généraux, à portée normative ou non, sous forme directe ou immédiate[842]. Comme nous pouvons voir, il s'agit d'une définition très proche de la notion d'acte administratif français, comme en France ils peuvent être de portée générale ou de portée individuelle, unilatérales ou bilatérales. Au contraire les actes administratifs émanant des autorités législatives, judiciaires, juridictionnelles ne sont pas des actes administratifs dans la doctrine française, mais ils le sont dans la doctrine costaricienne.

568. Au Costa Rica, la doctrine suit un critère objectif : l'exercice de la fonction administrative. Si les actes sont édictés par le pouvoir judiciaire ou législatif et s'ils ont un caractère administratif, ils sont considérés comme des actes administratifs par la doctrine : ainsi que les actes pris par les personnes privées exerçant une fonction administrative, par exemple les concessionnaires des travaux public ou gestionnaires d'un service public[843]. Cette dernière hypothèse est acceptée en France[844].

569. Cependant la SUGEVAL réalise son action à travers des actes administratifs, les plus importants sont des tâches de surveillance et contrôle des participants du marché. Elle peut par exemple ordonner des visites in situ[845] pour inspecter la situation des participants du marché, superviser et contrôler l'information fournie, comme des états financiers, ou clarifier des informations, par exemple avec les auditeurs internes.

---

[840] Article 120 Ley general de la administración pública «*1. Para los efectos de clasificación y valor, los actos de la Administración se clasifican en externos e internos, según que vayan destinados o no al administrado; y en concretos y generales, según que vayan destinados o no a un sujeto identificado. 2. El acto concreto estará sometido en todo caso al general y el interno al externo, con la salvedad contemplada en los artículos 126 y 127*».

[841] Cette déclaration de volonté peut être unilatérale ou bilatérale. JINESTA LOBO Ernesto, *Tratado de Derecho Administrativo*, Tomo I, Editorial Jurídica Continental, 2009, p. 288.

[842] «*El acto administrativo es una declaración unilateral de voluntad, conocimiento o juicio efectuada en el ejercicio de la función administrativa, que produce efectos jurídicos concretos o generales, de alcance normativo o no, en forma directa o inmediata*» JINESTA LOBO Ernesto, *op. cit.*, p. 289.

[843] JINESTA LOBO Ernesto, *op. cit.*, p. 290.

[844] GAUDEMET Yves, *Droit Administratif*, LGDJ, 2020, p. 327.

[845] Article 8 alinéa I) Ley reguladora del mercado de valores.

570. Une autre tâche relève de la SUGEVAL, selon la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*, elle prévoit l'inscription de toute personne physique ou morale qui participe directement aux marchés, à l'exception des investisseurs[846]. L'article ordonne aussi l'inscription des actes, des contrats et des émissions de valeurs qui font partie d'une offre publique de valeurs[847]. L'inscription est faite dans *le Registro Nacional de Valores e Intermediarios*[848] dont le fonctionnement est prévu dans le *Reglamento sobre el Registro de Valores et Intermediarios*[849]. Il établit dans son article 3 qui et quoi doit être enregistré dans le registre : les émetteurs de valeurs et leurs émissions, les bourses de valeurs, les comptoirs d'échange, les courtiers, les sociétés de gestion de portefeuille et les fonds qu'elle gère, les agences de notation, les dépositaires centraux de titres ou organismes d'inscription en compte, les sociétés de gestion de compensation et de liquidation des valeurs, les entités de liquidation, les groupes financiers autorisés par la SUGEVAL, ainsi que les fonds de pension, les fonds d'épargne volontaires et les fonds de capitalisation de travailleurs[850].

571. L'article 8 de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* donne un mandat général au Surintendant de la SUGEVAL pour donner un agrément aux participants au marché[851] et à leurs émissions. Ces derniers sont régulés par l'article 11 et suivants de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* et *le Reglamento de oferta publica de valores*. Comme pour les autres autorités, la SUGEVAL ne se prononce pas sur la qualité des valeurs. Elle demande une série d'informations en fonction de l'émetteur, mais grosso modo les conditions demandées à tous les émetteurs sont les mêmes. Ces conditions sont une demande d'autorisation, d'information financière de la société : les états financiers et projections, un prospectus, la qualification du risque, entre autres[852]. Les trois autorités de régulation reçoivent presque les mêmes informations et elles deviennent publiques quand l'autorisation de l'activité est rendue. L'autorisation est un acte administratif qui doit être motivé par la SUGEVAL et en cas de refus les émetteurs peuvent présenter un recours devant le CONASSIF.

---

[846] Article 6, Ley reguladora del mercado de valores.
[847] *Ibidem.*
[848] Registre national de valeurs et intermédiaires.
[849] Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
[850] Les conditions du registre au *Registro Nacional Registro Nacional de Valores e Intermediarios* pour émission d'offre publique de valeurs : une demande d'inscription, le prospectus, la qualification du risque, l'information financière de l'émetteur, entre autres. Article 18 *Reglamento de Oferta Pública de Valores*.
[851] Les émetteurs, les agences de notation, les sociétés de gestion de portefeuille, le dépositaire central de titres ou les organismes d'inscription en compte, les sociétés de gestion de compensation et de liquidation des valeurs, les sociétés fiduciaires et les sociétés de titrisation.
[852] Article 15 et suivants Reglamento de oferta publica de valores.

572. Comme en France, la SUGEVAL n'agrée pas la participation des intermédiaires financiers, ce pouvoir appartient à la *Superintendencia de general de entidades financieras* (SUGEF). De leur côté, les bourses autorisent le fonctionnement des courtiers et des comptoirs d'échange, à l'opposé des États-Unis ou c'est la SEC qui les autorise.

573. Les autorités de régulation, bien qu'elles soient des autorités indépendantes[853], ont recours aux outils de l'administration et à sa façon d'agir. L'adoption de ces outils est marquée aussi par leur système juridique, dans le cas de la SEC *via* le système de *Common law*. Il en est de même pour la juridisation de l'acte administratif présent dans le système américain où l'acte devient une forme de jugement, où le contradictoire et la participation du public sont un axe principal dans la prise de décisions et des positions de l'autorité par l'adjudication.

574. Par ailleurs, nous pouvons situer la France et le Costa Rica dans leur système juridique continental qui fonde son action sur la théorie générale de l'acte administratif, laquelle est assez proche dans les deux pays où l'élément de la volonté de l'administration et son unilatéralité sont centraux pour l'action de ces autorités. Même si la forme d'expression des autorités n'est pas tout à fait la même dans les trois pays, les fins sont les mêmes. Par exemple, avec l'agrément, nous pouvons voir que le fond est le même : superviser et vérifier que l'information donnée aux investisseurs soit claire, réelle, pertinente et cohérente, afin de les protéger eux et les marchés.

§2. L'influence par l'incitation

575. Le pouvoir de décision individuelle est le fondement de l'action de l'administration, il est la manifestation de la puissance publique. Dans le cas des autorités de régulation, elles s'expriment aussi à travers des actes administratifs. Ces actes sont la manifestation des autres pouvoirs de ces autorités, par exemple le pouvoir de contrôle ou le pouvoir d'enquête (le pouvoir de sanction est évoqué dans la sous-section suivante).

576. Dans l'exécution de leurs missions, les autorités de régulation ont des pouvoirs de surveillance, de contrôle et d'enquête. Les autorités, pour sauvegarder l'intégrité des marchés

[853] La SUGEVAL est une autorité autonome car elle est sur la tutelle du pouvoir exécutif mais elle a aussi une indépendance technique car pour l'exercice de ses fonctions elle a une expertise que ne peut pas être substitué par des autres organes de l'administration.

financiers, pendirent des actions vis-à-vis des participants du marché, ces actions peuvent être nombreuses, mais aussi avoir une dimension formelle ou une dimension informelle.

À -La réglementation informelle

577. Les autorités de régulation, objet de cette analyse, ont fait usage des règles non obligatoires pour modifier le comportement des individus qui sont à sa charge, mais aussi pour contourner les longues procédures d'adoption des règles de droit. Les autorités de régulation sont non seulement autorisées à produire des normes à travers leur pouvoir réglementaire, mais elles émettent aussi des interprétations, des recommandations, des avis, des guides pour clarifier l'application de la norme ou pour guider les intervenants du marché dans leur conformité avec la norme. Ces types de publications consistent une véritable *soft law*[854]. Ces actes sont « *un ensemble d'actes ou de mesures juridiques… capable de constituer le socle de la régulation juridique* »[855].

578. Ces actes ont un caractère invitatif[856] qui a pour objet de moduler le comportement des participants du marché, ils peuvent être de portée générale ou de portée individuelle (ces derniers sont abordés dans le prochain paragraphe). Ainsi, les autorités de régulation, à travers des actes informels, ont une influence sur le marché, mais aussi une flexibilité dans leur action.

579. Aux **États-Unis**, la SEC, au contraire de l'AMF, n'a pas systématisé sa doctrine. Elle est conforme entre autres par les *opinions letters*, les *no-action letters*, les *stop orders*, les *interpretative letter*, les concept releases, les *interpretative releases*, les *policy statements* et les *advises*. Ces actes n'ont pas force de loi, mais ils peuvent être très persuasifs. Dans les

---

[854] Droit mou. « *L'expression de « soft law » a été employée, dès 1930, en droit international qui apparaît comme un milieu propice à l'émergence du droit souple, en raison des difficultés qu'y rencontre en opportunité le droit dur : les engagements sont parfois difficiles à tenir et le droit souple peut jouer plus aisément un rôle de régulation des relations internationales » « Les termes de « soft law » semblent avoir été employés pour la première fois en 1930 par Arnold McNair4, universitaire britannique qui deviendra par la suite juge à la Cour internationale de justice puis premier président de l'histoire de la Cour européenne des droits de l'homme* », CE, Étude annuelle du 2013 : Le droit souple, la Documentation française, mai 2013, p. 7. Voir aussi MEYER, Timothy, « Soft law as Delegation », Fordham International Law Journal, vol. 32, n° 3, 2009, p. 906: « *soft law as those agreements that are not legally binding* ».

[855] CALANDRI Laurence, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2008, p. 208.

[856] « *Ainsi, lors de l'adoption de ses toutes premières « recommandations », la COB a précisé, selon une définition générale, que par le biais elle se contentait « d'inviter les émetteurs » à suivre les règles de conduite énoncées… Les recommandations invitent leurs destinataires, à adopter un comportement que la COB définit* », CALANDRI Laurence, *op. cit.*, p. 253.

interpretative releases la SEC interprète ces règles et les lois des marchés financiers et dans les *policy statements* elle clarifie sa position par rapport à un sujet particulier (les actes de portée individuelle sont abordés dans le paragraphe suivant).

580. Il est important de remarquer que pour l'AMF, c'est le Collège qui adopte toute la doctrine. Malgré le cas de la SEC, la plupart des actes qui conforment sa doctrine ne sont pas émis par le Collège de la SEC, mais sinon par le *staff* de la SEC, c'est-à-dire le personnel de l'autorité[857]. Parfois la différence entre l'action de la Commission (SEC) et de son *staff* n'est pas si évidente. Cette situation permet à la SEC d'éviter d'une certaine façon un contrôle judiciaire sur l'action de son *staff*[858]. Car normalement, cette action n'est pas susceptible d'être contrôlée judiciairement. Malgré cette conception, le juge américain a été saisi pour connaître des cas qui portent sur l'action informelle des autorités de régulation, par exemple *Citizens to Overton Park, Inc v. Vope*[859].

581. La réglementation informelle de la SEC correspond à ce que la doctrine appelle « *non legislative rules* ». Comme expliqué précédemment, il s'agit de simples déclarations de l'autorité qui ne sont pas promulguées et par conséquent ne peuvent pas avoir un caractère contraignant et non plus affecter les droits des individus[860].

582. Nous avons parlé précédemment *d'informal rulemaking* qui malgré les apparences doit être distingué de la procédure de réglementation informelle. La première ne produit pas de règles informelles, mais nous sommes plutôt en présence d'une procédure simplifiée pour éviter les complications (temps et coûts) de la procédure formelle, qui va à la fin produire une réglementation (*legislative rule*) dans le sens propre du terme. Mais aussi, comme nous l'avons signalé, le *formal rulemaking* est tombé en désuétude et *l'informal rulemaking* a pris une place importante dans le développement de la réglementation des autorités de régulation. Bien que cela soit une forme plus simple de réglementation, les autorités essayent toujours d'échapper aux formes contraignantes dans l'application de leur activité. C'est pour cela que

[857] VICKERY III Howard L., « Judicial Review of Informal Agency Action: A Case Study of Shareholder Proposal No-Action Letters », Hastings Law Journal, vol. 28, 1976, p. 307.
[858] *Ibidem*, p. 308.
[859] Citizens to Preserve Overton Park v. Volpe, 401 U.S. 402 (1971).
[860] LANNEN Justin, « Nonlegislative Rulemaking: Is Texas Moving Toward the Federal Courts' Perspective on Agency Policy Statements and Interpretive Rules », Texas Tech Journal of Texas Administrative Law Chicago, n° 1, 2003, p. 114.

les *non legislative rules* allègent la charge des conditions, leur laissant un champ de manœuvre plus large[861].

583. Nous allons aborder, à titre d'exemple, les *interpretative releases*[862] et les *policy statements*[863], car il s'agit des moyens indispensables pour les démarches de la SEC. Ces éléments aident à la clarification des normes et ensuite à l'effectivité de leur action[864]. Les premiers sont une sorte de guide que la SEC donne sur certains sujets d'intérêt général ou pour les participants du marché, dans ses *interpretative releases* elle interprète les régulations et les lois des valeurs. Ils ne sont pas contraignants. Il ne faut pas confondre les *interpretative releases* avec les *interpretative rules* qui ont en revanche un caractère obligatoire et qui interprètent les règlements et lois sans ajouter de changements substantifs[865].

584. Comme signalé plus haut, les *interpretative releases* n'ont pas force de loi. Cependant ils sont très persuasifs dans le monde des marchés financiers, car ils révèlent la « pensée » de la SEC et comment elle pourrait agir face à l'application de la loi dans certaines situations. Par les *policy statements* les autorités expliquent comment l'autorité compte utiliser son pouvoir discrétionnaire pour dénouer certaines situations, c'est aussi un véritable guide pour le personnel et le public de l'autorité dans le traitement éventuel des problèmes concrets[866]. Les *policy statements* sont exemptes de la procédure notification au public et de recevoir leur commentaires (*notice and comment*) selon l'APA[867], mais s'il s'agit de *general policy statements* ils doivent être publiées dans le *Federal Register*[868]. Les *policy statements créent* des standards, mais comme ils ne sont pas obligatoires pour l'autorité, ils donnent un cadre flexible d'action aux autorités ainsi qu'au public qui peut mieux planifier ses transactions. Par exemple, un émetteur a plus de clarté sur la façon de proposer ses valeurs. C'est une ouverture à la forme de fonctionnement de la prise de décision dans une autorité[869].

585. C'est avec ces deux instruments que la SEC guide le public pour procéder selon ses attentes. Les instruments de *soft law* explicitent les expectatives de la SEC et les

[861] SHAPIRO, Stuart, « Agency Oversight as Whac-a-Mole: The Challenge of Restricting Agency Use of Nonlegislative Rules », Harvard journal of law & public policy, 2014, p. 525.
[862] Communiqués d'interprétation.
[863] Énoncé de politique ou déclaration de politique.
[864] ASIMOW Michael, « Public Participation in the adoption of interpretive rules and policy statements", Michigan Law Review, vol. 75, n° 3, 1977, p. 529.
[865] ANTHONY Robert A., « Interpretive Rules, Policy Statements, Guidances, Manuals, and the Like—Should Federal Agencies Use Them to Bind the Public? », Duke Law Journal, vol. 41, 1992, p. 1311.
[866] ASIMOW Michael, *op. cit*, p 533.
[867]5 U.S. Code § 553 (b)(A).
[868] ASIMOW Michael, *op. cit.*, p. 388.
[869] *Ibidem*.

conséquences dans les cas où ces attentes ne sont pas remplies. Par exemple, les entreprises veulent ces types d'instruments, car ils ne sont normalement pas révisables par le juge, mais au fur à mesure les autorités utilisent ces instruments comme une véritable loi. C'est dans ce cas-là que le juge est obligé d'intervenir pour déterminer si la *soft law* est devenue *hard law*[870]. Les instruments de *soft law* de la SEC remplissent les vides dans la réglementation. Ainsi ils guident les participants du marché sans la contrainte de la loi. Cela ne veut pas dire que ces instruments n'ont pas un véritable impact dans le monde des marchés financiers, ils peuvent parfois être plus contraignants que la loi même.

586. Aux États-Unis**,** les juges contrôlent que les agences n'utilisent pas les non *legislative rules* pour contourner l'utilisation des procédés plus formels comme la *notice and comments*[871]. C'est ainsi que le *United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit* (D.C Circuit)[872]*,* tribunal qui a la compétence pour connaître les cas touchant les autorités de régulation[873], établit dans sa jurisprudence la différenciation entre *legislative rules* et *non legislative rules,* sans que la discussion soit tranchée. La Cour suprême, dans son arrêt *Perez v. Mortgage Bankers Ass'n,*[874] a reconnu la difficulté de faire une différenciation entre les deux[875].

587. Le D.C. Circuit et la Cour suprême mettent en place des critères pour les différencier. Parmi ces critères nous pouvons signaler : la qualification que l'autorité va lui donner, s'il s'agit d'une règle qui va en clarifier une autre, si l'autorité a la délégation du Congrès pour édicter *legislative rules*, si les règles ont une force de loi, si elles créent de nouveaux droits ou devoirs et pour finir si la règle va avoir un impact sur le public qui

[870] Droit dur.
[871] Procédure d'avis et de commentaires du public.
[872] Cour d'appel des États-Unis pour le circuit du district de Columbia.
[873] ROBERTS John G., Jr., « What Makes the D.C. Circuit Different? A Historical View », Virginia Law Review, vol. 92, n° 3, 2006, pp. 389.
[874] Perez v. Mortg. Bankers Ass'n - 135 S. Ct. 1199 (2015).
[875] « *...the Court's majority opinion, Justice Sotomayor did acknowledge the difficult task of differentiating the two types of rules and the long-standing academic debate on the matter…* », BEN ZUR Nadav, « Differentiating Legislative from Non legislative Rules: An Empirical and Qualitative Analysis », Fordham Law Review, vol. 87, n° 5, 2019, p. 2128. « *Distinguishing between legislative and non legislative rules, however, is not always clean Courts have described the difference between legislative and non legislative rules as "tenuous," "enshrouded in considerable smog" and "fuzzy." The difference between legislative and non legislative rules becomes confused when agencies treat non legislative rules as if they bear the force of law—as if they were legislative rules. When an agency views a non legislative rule as binding law, several unwanted situations can occur* », HUNNICUTT James, «Another Reason to Reform the Federal Regulatory System: Agencies' Treating Non legislative Rules as Binding Law», Boston College Law Review, vol. 41, n° 4, 2000, p. 154.

justifierait l'utilisation de la procédure de *notice and comment*[876]. Ces tests ne sont pas exacts, mais ils donnent un guide pour l'analyse du juge et aident aussi à l'élaboration des règles de la part des autorités, particulièrement pour la SEC. Le *D.C. Circuit* a noté qu'il existe un vrai problème quand la loi est faite sans la participation du public et sans la publication de la loi dans le *Federal Register* ou le *Code of Federal Regulations*[877].

588. En France, selon l'article L. 621-6 alinéa 2, du Code monétaire et financier, l'AMF peut publier des instructions pour l'interprétation de son règlement général et des recommandations qui deviennent de véritables instruments de *soft law* pour l'autorité, ainsi que des avis et positions de portée générale. Ces actes « *ont une portée générale, mais ils n'ont pas de caractère réglementaire* »[878].

589. Mais l'AMF ne se contente pas de dicter ces actes, elle a aussi établi une systématisation de sa doctrine[879] qui regroupe les textes par lesquels l'autorité s'adresse aux participants du marché. En 2010 elle a édicté un document où elle établit les principes d'organisation et de publication de sa doctrine[880] et cette compilation est approuvée par le Collège de l'AMF. L'AMF considère, même si elle ne l'exprime pas explicitement, que « *le fait de se conformer à une recommandation contribue généralement à nourrir une présomption de conformité à la réglementation* »[881].

590. L'AMF se sert de ces actes pour « *l'interprétation de dispositions du Règlement général de l'AMF* »[882], pour « *l'interprétation des dispositions législatives et règlementaires…*

[876] NADAV D Ben Zur, «Differentiating Legislative from Non legislative Rules: An Empirical and Qualitative Analysis», Fordham Law Review, vol. 87, n° 5, 2019, p. 2136. Voir aussi HUNNICUTT James, «Another Reason to Reform the Federal Regulatory System: Agencies' Treating Non legislative Rules as Binding Law», Boston College Law Review, vol. 41, n° 4, 2000, p. 165.
[877] FRASER, Thomas J., «Interpretive Rules: Can the Amount of Deference Accorded Them Offer Insight into the Procedural Inquiry» Boston University Law Review, vol. 90, 2010, p. 1309. Voir aussi Appalachian Power Co. v. EPA, 208 F.3d 1015, 1020 (D.C. Cir. 2000).
[878] PLACOT Yann, « Autorité des marchés financiers » Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2014 actualisé septembre 2019, § 81.
[879] « *En Droit, la doctrine n'est qu'une théorie exprimée sur une question juridique particulière* », mais « *Dans le cadre de la régulation, la doctrine occupe un rôle bien particulier… qui entend influencer le comportement des acteurs et prévenir en amont les difficultés économiques* » MASSON, Antoine « *La force juridique de la doctrine des autorités de régulation* » Bulletin Joly Bourse, n°3, 2005, p. 292.
[880]Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.
[881] Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.
[882] L'instruction. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine

dans le champ de compétence de l'AMF »[883] et ils sont une « *invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition, comportement ou disposition que l'AMF considère… faciliter la réalisation des objectifs des normes... »*[884]. L'action des autorités de régulation, par le biais de la *soft law,* permet par l'adoption d'une forme plus simple de faire passer son message aux participants du marché. En outre, cela donne aux régulateurs « *souplesse, flexibilité, adaptabilité, efficacité »*[885].L'AMF émet également des avis « positions » qui ne sont pas prévus dans la loi comme c'est le cas des recommandations et des interprétations qui visent à « *éclairer les opérateurs sur l'application de dispositions législatives ou réglementaires, d'une instruction, voire d'une « position » »*[886].

591. Or, l'AMF, pour la réalisation de ses pouvoirs d'enquête et de contrôle[887], a mis en place deux chartes pour informer sur le processus et les « *pratiques d'usage* ». C'est de cette façon que l'AMF, avec ces chartes, « *contribue ainsi à assurer le bon déroulement des missions en les faisant mieux connaître et en précisant un certain nombre de principes de bonne conduite que les enquêteurs de l'AMF appliquent, mais également les comportements qui sont attendus des personnes sollicitées au cours des investigations* »[888]. Ces chartes constituent aussi une forme de réglementation informelle qui dirige le comportement des participants du marché contrôlés et enquêtés.

592. En ce qui concerne la possibilité d'attaquer en justice la *soft law*, cela ne pouvait en principe pas faire l'objet d'un recours d'excès de pouvoir, car il s'agissait des actes qui n'avaient pas porte-grief[889]. Depuis l'arrêt Mme Duvignères, le Conseil d'État a abandonné cette ligne et il distingue les circulaires à caractère impératif et celles qui n'ont pas ce

[883] La position. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine
[884] La recommandation. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine
[885] SYNVET Hervé, « Le « soft law » en matière bancaire et financière. Conclusion », Revue de Droit bancaire et financier, nº 1, 2012, dossier 8, § 14.
[886]PACLOT Yann, « Autorité des marchés financiers » Répertoire des sociétés, Dalloz, septembre 2014 actualisé septembre 2019, § 82.
[887]Article L.621-9 Code monétaire et financier.
[888]AMF, La charte de l'enquête, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf.
[889] « *Depuis la décision Institution Notre-Dame du Kreisker… le Conseil d'État rejetait comme irrecevables les conclusions dirigées contre des circulaires ne posant aucune règle nouvelle. Purement interprétatives, elles étaient considérées comme des actes ne faisant pas grief et ne pouvaient être invoquées à l'appui d'un pourvoi* » CASAS Didier et DONNAT Francis « Les dispositions impératives à caractère général d'une circulaire ou d'une instruction font grief », AJDA, 2003, p. 487.

caractère, en permettant qu'une circulaire interprétative soit objet d'un recours d'excès de pouvoir[890].

593. À ce sujet, le Conseil d'État a dédié son étude annuelle du 2013 au « *droit souple* »[891] Le Conseil d'État définit ainsi le droit souple : « *il paraît possible de définir le droit souple comme l'ensemble des instruments réunissant trois conditions cumulatives : - ils ont pour objet de modifier ou d'orienter les comportements de leurs destinataires en suscitant, dans la mesure du possible, leur adhésion ; - ils ne créent pas par eux-mêmes de droits ou d'obligations pour leurs destinataires ; - ils présentent, par leur contenu et leur mode d'élaboration, un degré de formalisation et de structuration qui les apparente aux règles de droit* »[892]. Le Conseil d'État signale dans cette étude que malgré sa position de garant du « *droit qui « ordonne, prescrit ou interdit » … il se devait d'analyser le phénomène de la profusion des instruments de droit souple émanant aussi bien des organismes publics que d'acteurs privés et [aussi] d'avancer une série de propositions opérationnelles permettant un usage approprié du droit souple* »[893]. Donc le Conseil d'État commence à revendiquer le fait de se saisir des actes de *soft law*.

594. En 2016, le Conseil d'État rend deux décisions, jugées le même jour, considérées comme novatrices pour la régulation du *soft law* : Société Fairvesta International et autres[894] et la deuxième est Société NC Numericable[895]. Dans la première le juge administratif admet la recevabilité des recours contre un communiqué de l'AMF et dans le deuxième d'une délibération du Conseil supérieur de l'audiovisuel (CSA)[896] et une « lettre » du Président de l'Autorité de la Concurrence. Pour le Conseil d'État ces actes de *soft law* qui normalement échappent à sa compétence font maintenant partie de son ressort. Selon certains auteurs il s'agit d'une *« nouvelle catégorie d'actes définis par le Conseil d'État… les actes de droit souple pris par des autorités de régulation et qui sont susceptibles de produire des effets*

[890] Le Conseil d'État considère dans l'arrêt Mme Duvignères que les recommandations et les avis ne peuvent pas faire partie du recours, en revanche les circulaires ont été bien reçus. CE, Sect., Mme Duvignères, 18 décembre 2002, n° 233618, Rec. p. 463.
[891] Terme utilisé par le Conseil d'État pour désigner la *soft law,* dans son étude de 1991 il parlait de droit mou, mais en vue des évolutions il l'appelle droit souple. CE, Étude annuelle 2013 du Conseil d'État - Le droit souple, La Documentation française, mai 2013, p. 8.
[892] CE, Étude annuelle 2013 du Conseil d'État - Le droit souple, La Documentation française, 2013, p. 9.
[893] *Ibidem,* p. 189.
[894] CE, 21 mars 2016, Société Fairvesta International GMBH et autres, req. n°68082, 368083 et 368084.
[895] CE, 21 mars 2016, Société NC Numericable, req. n°390023.
[896] Il s'agit d'une délibération du Conseil supérieur de l'audiovisuel prenant parti sur le caractère publicitaire d'un message télévisuel et les communiqués de presse par lesquels le CSA a précisé la portée de son intervention, qui ont pour effet de dissuader les services de télévision de rediffuser ce message (10 octobre 2016, Mme A et autres, n° 384691, 384692, 394107, au recueil).

notables ou d'influencer les comportements »[897], ainsi « *C'est parce que les autorités de régulation privilégient un mode d'action non contraignant qu'il s'avère nécessaire d'inventer de nouveaux critères de recours au juge, pour ces actes d'un nouveau genre* »[898].

595. C'est ainsi que la décision Fairvesta et la décision Numericable disposent que les « *avis, recommandations, mises en garde et prises de position adoptés par les autorités de régulation dans l'exercice des missions dont elles sont investies peuvent être déférés au juge de l'excès de pouvoir lorsqu'ils revêtent le caractère de dispositions générales et impératives ou lorsqu'ils énoncent des prescriptions individuelles dont ces autorités pourraient ultérieurement censurer la méconnaissance* »[899]. La disposition du Conseil d'État nous fait entendre que nous sommes devant un nouveau genre d'acte, dont un élément principal est invitatif, un acte de régulation[900]. Mais aussi cette prise de position du Conseil d'État a une tendance à durcir le droit souple « *mais a surtout réintégré une part conséquente de la production juridique de ces autorités au socle de la pyramide normative étatique* »[901].

596. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL considère qu'elle ne produit pas des normes de *soft law* et que toute son action est exclusivement de *hard law*. Mais sur le site internet de la SUGEVAL nous pouvons trouver des *lineamientos*[902], par exemple les *lineamientos orientadores* pour l'autorisation d'offre publique des fonds d'investissement. La SUGEVAL précise qu'elle est en train d'évoquer des principes qui sont déjà présents dans la législation. Ils n'ajoutent pas de conditions, ils clarifient seulement comment elle analyse la requête d'agrément. Selon ce qui a été exposé auparavant et à la lumière des autres autorités de régulation, ces *lineamientos orientadores* constituent une forme de réglementation informelle. Ainsi que les *Políticas y procedimientos para la utilización de la plataforma de Servicios de Ventanilla Virtual*[903].

---

[897] PERROUD Thomas, « *Le recours pour excès de pouvoir contre les actes de soft law des autorités de régulation »,* La Semaine Juridique, nº 22, 2016, p.1075. CALANDRI Laurence, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2008, p. 291.
[898] VON COESTER Suzanne, « Les communiqués », RFDA, 2016, p. 497.
[899] CE, Assemblée, 21/03/2016, 368 082, publié au recueil Lebon.
[900] CALANDRI Laurence, *op. cit.*, p. 291.
[901] CHAMBON Maxence, « Rationaliser la rationalisation ? Retour sur les lois du 20 janvier 2017 relatives aux autorités administratives indépendantes », Revue internationale de la compliance et de l'éthique des affaires, n° 40, 2017, p. 15.
[902]SUGEVAL, Lignes directives. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/serviciosytramites/Paginas/LineamientosFondosNoFinancieros.aspx
[903] SUGEVAL, Políticas y procedimientos para la utilización de la plataforma de Servicios de Ventanilla Virtual, 2018.

597. Le département juridique de la SUGEVAL en 2002 a voulu rendre publique une sorte de guide présentant la manière dont elle allait résoudre certains sujets, mais il y a eu une pression interne pour les rendre privés, car il existe une partie de la Surintendance qui voulait suivre leur propre guide. Cette situation met en évidence le manque de transparence de l'autorité et comment cela peut représenter un abus de ses prérogatives. En tout cas, l'utilisation des instruments de *soft law* par la SUGEVAL va être limitée, mais surtout elle va être maintenue en dehors de la sphère publique, c'est-à-dire qu'ils restent à l'interne de l'autorité. Cette situation peut entraîner des abus de pouvoir. En plus, le juge n'est pas vraiment saisi pour le contrôle de ces actes qui restent secrets.

598. Les réglementations de *soft law* favorisent la participation, la flexibilité et l'efficacité dans l'adoption des règles au sein des autorités de régulation. Mais ils sont également critiqués, car ils permettent aux autorités de régulation de contourner la procédure de production de normes établie par le législateur[904].L'utilisation de ce type de réglementation informelle va aider les autorités étudiées à rester au sommet de l'expertise technique demandée par des marchés financiers, car comme exprimé auparavant, ces méthodes créent une flexibilité qui va permettre aux autorités de suivre les innovations financières.

B - Acte de portée individuelle informel

599. L'acte de régulation[905] est un acte invitatif[906], comme l'indique bien Yves GAUDEMET l'*« expression d'« action administrative informelle » n'est pas familière aux juristes ; elle rejoint l'expression de « soft law»…[elle] vise à désigner des actes juridiques… qui ont à leur égard un effet d'incitation, de conviction ou d'intimidation, parfois plus efficace* »[907].

600. La différence entre les décisions de portée individuelle informelles et les réglementations informelles est que les premières concernent les individus et les deuxièmes

[904] PURI Poonam et KUPI Simon, « Say on Pay, Soft law and the Regulatory Focus on Enforcement and Transparency», in WEISS Friedl et KAMMEL Armin J (dirs.)*, The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Brill Nijhoff Leiden, 2015, p. 188.
[905] L'« *acte de régulation semble pouvoir être défini comme une invitation adressée à des destinataires, publics ou privés, en vue de l'adoption d'un modèle comportemental défini par son auteur qui ne lie juridiquement aucun de ses participants »,* CALANDRI Laurence, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2008, p 293.
[906] « *L'invitation es un élément majeur de définition de l'acte de régulation. Le comportement objet de l'acte de régulation est suggéré au destinataire, qui reste libre de sa réponse* » CALANDRI Laurence, *op. cit.*, p 256.
[907]GAUDEMET Yves, *Traité de droit administratif*, Tome 1, LGDJ, 2001, p. 642.

s'adressent à la généralité des participants de marché. Aux États-Unis l'APA a changé un peu cette vision, car elle fondé la définition de la réglementation sur le fait que son application est future alors elle peut être individuelle ou générale[908].

601. Les actes informels constituent l'activité de tous les jours des autorités derégulation[909]. Cette action est souvent mal définie, car elle a différentes formes en regroupant tous les actes qui ne font pas partie du *Rulemaking* ou de l'*Adjudication*. Il s'agit d'une catégorie qui couvre un ample spectre d'actions des agences, généralement considérée comme une « *catégorie résiduelle* »[910]. L'action informelle est déterminée par le fait qu'elle n'est pas obligatoire. Nous avons abordé précédemment le côté formel des actes, nous allons maintenant étudier les actes informels.

602. Aux **États-Unis**, les autorités de régulation peuvent avoir recours à des procédés informels pour agir face à des cas particuliers, l'informelle adjudication, où les décisions sont prises par une procédure non contradictoire, mais surtout par des rendez-vous, réunions d'inspection, négociations.

603. La SEC réalise cette action informelle à travers des *no action letters*[911] qui sont des communications informelles tenues entre le personnel de la SEC et des participants du marché qui posent des questions sur des actions à prendre et si elles peuvent être l'objet d'une action coercitive[912]. Normalement le personnel de la SEC reprenait les faits décrits dans la pétition initiale et répondait s'il considérait que les faits exposés méritaient d'être poursuivis par la commission de la SEC. Les *no action letters* ne sont pas contraignants et elles servent ou de précédent ou d'écrit initial dans une future procédure de sanction administrative[913], mais il ne s'agit pas non plus d'une obligation du personnel de répondre à ses demandes mêmes s'ils sont devenus une grande partie de l'action des départements de la SEC[914].

---

[908]GINNANE, Robert W., « Rule Making, Adjudication and Exemptions Under the Administrative Procedure Act», University of Pennsylvania Law Review, vol. 95, n° 5, 1947, p. 622.
[909]AMAN Alfred C., « Informal Agency Actions and U.S. Administrative Law – Informal Procedure in a Global Era », Maurer Faculty, paper 578, 1994, p. 672.
[910]*Ibidem*, p. 665.
[911] SEC, Staff No Action, Interpretive and Exemptive Letters. En ligne https://www.sec.gov/interps/noaction.shtml
[912] LEMKE Thomas P., «The SEC No-Action Letter Process» Business Lawyer (ABA), vol. 42, n° 4, 1986-1987, p. 1019.
[913] LOWENFELS Lewis D., « SEC "No-Action" Letters: Some Problems and Suggested Approaches », Columbia Law Review, vol. 71, n° 7,1971, p. 1258.
[914] LEMKE Thomas P., «The SEC No-Action Letter Process», Business Lawyer (ABA), vol. 42, n° 4, 1986-1987, p. 1019.

604. Ces procédés ont toujours été encouragés par la SEC depuis sa création[915] et à partir des années 1970 ils ont été rendus publics. Ils représentent une véritable communication avec les sujets régulés, mais aussi une économie de ressources si une action coercitive peut être évitée. Les *no action lettres* deviennent une source d'information importante pour les participants des marchés, par exemple ils abordent des faits très spécifiques et ils donnent une vision très exacte des actions possibles de la SEC. En outre, la SEC ne porte en général pas plainte contre une personne qui demande une *no action letter*, tant que cette demande est faite de bonne foi[916].

605. Malgré le fait que ces actions n'ont pas une force obligatoire, elles ont un grand pouvoir d'incitation et dans la pratique sont de véritables normes auxquelles les participants du marché se conforment. Comme pour les autres actes informels de la SEC, elles peuvent être l'objet d'une révision juridictionnelle de conformité avec la loi et des compétences attribuées par le Congrès.

606. En **France,** l'AMF, comme exprimé ultérieurement, a recours à la doctrine (droit souple), pour avoir une action plus flexible et adaptable aux innovations financières. Les actes de portée individuelle informelle de l'AMF, c'est-à-dire les rescrits peuvent être assimilés aux *no action letters* de la SEC. Il s'agit du fait qu'un particulier va solliciter auprès de l'AMF un avis sur la conformité des actions aux règles des marchés financiers[917].

607. L'objet du rescrit est une interprétation du Règlement général de l'AMF. L'article 122-3 du Règlement général de l'AMF va apporter des éléments très importants pour la configuration de cet acte : en premier lieu il ne vaut que pour le demandeur, il s'agit d'un acte individualisé, d'une situation concrète et déterminée. En second lieu la pétition doit être faite de bonne foi et sur une opération précise et en troisième lieu si le solliciteur « *se conforme de bonne foi au rescrit, l'opération pour ses éléments décrits dans ce dernier ne donne pas lieu, de la part de l'AMF, à sanction ou à saisine de l'autorité disciplinaire ou judiciaire* »[918]. La loi américaine ne prévoit pas la non-persécution de faits, mais la coutume, comme nous l'avons signalé, soutient la même position que le Règlement général de l'AMF.

---

[915] LOCKHART William J., «SEC No-Action Letters: Informal Advice as a Discretionary Administrative Clearance», Law and Contemporary Problems, vol. 37, n° 1, 1972, p. 95 et LOWENFELS Lewis D., « SEC "No-Action" Letters: Some Problems and Suggested Approaches », Columbia Law Review, vol. 71, n° 7, 1971, p. 1256.

[916] FRASER, Thomas J., «Interpretive Rules: Can the Amount of Deference Accorded Them Offer Insight into the Procedural Inquiry», Boston University Law Review, vol. 90, 2010, p. 1309.

[917] Article 121-1 règlement général de l'AMF.

[918] Article 121-3 règlement général de l'AMF.

608. Le code monétaire et financier établit la liste des professionnels qui peuvent accéder au rescrit[919]. De plus c'est le Collège de l'AMF qui rend la réponse au rescrit contrairement à de la SEC où en principe c'est le personnel qui répond au *no-action letters* mais exceptionnellement la Commission peut se saisir des sujets qui l'intéressent. Le rescrit offre la possibilité pour une personne partie prenante dans une opération de solliciter un avis sur la conformité de celle-ci aux dispositions du Règlement général de l'AMF. Le fait que le rescrit soit publié permet au public de connaître comment l'AMF va appliquer le Règlement général dans un cas particulier.

609. Les actes de portée individuelle informels de l'AMF ne se limitent pas au rescrit. L'AMF vise les documents d'information financière[920], comme la SEC. Mais en plus elle peut suspendre des offres au public ou les interdire[921]. Elle approuve, entre autres, le programme d'activité des prestataires de services d'investissement[922].

610. Au **Costa Rica**, la SUGEVAL pour sa part autorise de nouveaux émetteurs de valeurs[923] qui doivent être inscrit au *Registro Nacional de Valores e Intermediarios*[924], comme les sociétés de gestion des fonds d'investissement[925] et les sociétés de certification[926]. Elle approuve les augmentations et les diminutions de capital des bourses de valeurs, sociétés de gestion de fonds d'investissement et sociétés de compensation et liquidation. L'autorisation aux participants du marché peut être refusée et une fois qu'ils sont rentrés en fonction ils peuvent être exclus du marché[927].

611. Tous les actes énoncés ont une portée formelle, mais la SUGEVAL n'a pas une véritable activité informelle qui va permettre aux participants du marché d'avoir une idée de la position de la SUGEVAL avant la mise en place d'une opération. Au contraire de l'AMF et de la SEC, la SUGEVAL n'a pas un outil comme le rescrit qui permet à l'émetteur de poser des questions sur la validité d'une opération avant sa réalisation. En revanche il est demandé aux opérateurs d'informer la SUGEVAL et le public en général s'il existe une information

[919] Article L.621-7 Code monétaire et financier.
[920] Article L.412-1 Code monétaire et financier.
[921] Article 213-1 Règlement général de l'AMF.
[922] Article 311-8 Règlement général de l'AMF.
[923] Article 11 Ley Reguladora del Mercado de Valores et article 26 Reglamento de Oferta Pública de Valores.
[924] Article 6 Ley reguladora del mercado de valores.
[925] Article 65 Ley reguladora del mercado de valores.
[926] Article 149 Ley reguladora del mercado de valores.
[927] Article 24 Ley reguladora del mercado de valores.

importante qui peut influencer les décisions des investisseurs avec un *hecho relevante*[928]. La SUGEVAL ne s'est pas dotée d'un tel instrument en raison d'un manque de transparence et pour pouvoir préserver la possibilité de changer sa ligne de raisonnement quand elle le veut.

612. Les autorités régulatrices des marchés plus sophistiqués ont trouvé dans les actes de portée individuelle informels une forme de communication directe avec les participants du marché qui leur permettent d'être au courant de quel comportement et quelles actions sont attendus d'eux. Il s'agit d'actes qui, à la base, ne sont pas contraignants, mais qui adoptent ce caractère afin de ne pas être objet d'une sanction. Le marché costaricien est moins sophistiqué et les participants du marché n'ont pas demandé plus de transparence au régulateur dans ses positions et ces derniers n'ont pas voulu créer de précédents. Mais si quelque chose est sûr, l'action individuelle informelle renforce la position du régulateur devant les opérateurs.

Sous-section 2. La répression

613. La répression est un pouvoir qui est attribué aux autorités de régulation avec le but de réprimer et pour cela faire une *« ... incrimination des faits… la poursuite de leurs auteurs et l'infliction des peines »*[929] et c'est ce pouvoir répressif qui permet aussi d'achever leur fonction de régulation. Ce pouvoir de répression est «*fondé sur la notion de prérogatives de puissance publique* »[930]. Les régulateurs réalisent des contrôles et des enquêtes (§1) de l'action des opérateurs pour déterminer si elle est conforme à la loi et aux régulations des valeurs mobilières et si ce n'est pas le cas ils leur imposent une sanction (§2).

§1. L'enquête et le contrôle

614. Les opérateurs financiers sont tenus d'obéir aux lois et règles imposées par le législateur et les autorités de régulation. Pour s'assurer qu'ils le fassent, les régulateurs ont des pouvoirs de contrôle et d'enquête et ils sont importants pour le déroulement de la fonction de régulation de ces autorités.

---

[928] Faits importants.
[929] CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 898.
[930] Décision nº 86-224 DC DU 23 janvier 1987, loi transférant à la juridiction judicaire le contentieux des décisions du conseil de la concurrence.

615. Normalement le contrôle se fait grâce aux informations que les opérateurs sont tenus de rendre aux régulateurs ou celles qui circulent publiquement. Les autorités ont à leur disposition des divisions chargées de contrôler la véracité de ces informations et elles observent le marché en cas d'activités suspectes ou obscures.

616. Aux **États-Unis**, la SEC a depuis 1995 un bureau en charge de l'intégralité du marché. Elle a comme tâches d'améliorer la *compliance*[931], prévenir la fraude, contrôler le risque et informer sur la politique publique de la SEC. L'*Office of compliance inspections and examinations*[932]opère aussi des visites *in situ*, pour avoir une meilleure vision de l'action des opérateurs. Son approche est de recueillir des informations sur les participants du marché et de faire des analyses basées sur le risque.

617. Le bureau a un outil de grande importance, les *examinations,* à travers lesquelles les examinateurs ont comme but de trouver des manquements, mais surtout des violations en cours. Les *examinations* aussi ont une fonction prophylactique[933], car elles motivent des bonnes pratiques c'est-à-dire une bonne gouvernance. Elles sont confidentielles, car elles se déroulent d'une façon informelle et cela permet une communication entre l'autorité de régulation et l'opérateur[934]. À la fin de l'*examination* le *staff* prépare un document appelé *difienciency letter*[935] qui identifie les zones où ils considèrent qu'il faut une amélioration de la *compliance,* à cause d'une défaillance ou une violation des lois de valeurs[936]. Dans ce dernier cas elle transmet les résultats de son examen à l'*Enforcement division*[937]. S'il ne s'agit pas du constat d'une violation, les examinateurs peuvent coopérer avec l'opérateur pour corriger les mauvaises pratiques[938].

618. C'est cette dernière, l'*Enforcement division,* qui réalise les enquêtes pour déterminer s'il y a bien eu un manquement dans l'application de la loi. Les faits enquêtés peuvent être portés à la connaissance de la SEC par les autres *Divisions* de l'autorité ou par le

---

[931] *The fact of obeying a particular law or rule, or of acting according to an agreement. Cambridge Dictionary, compliance*. En ligne https://dictionary.cambridge.org/es/diccionario/ingles/compliance.
[932] SEC, Division of Examinations. En ligne https://www.sec.gov/ocie
[933] WALSH John H., « Regulatory Supervision by the Securities and Exchange Commission: Examinations in a Disclosure-Enforcement Agency», Administrative Law Review, vol. 51, n° 4, 1999, p. 1232.
[934] *In re* Subpoena Served upon the Comptroller of the Currency, 967 F.2d 630,634 (D.C. Circuit, 1992) et *In re* Bankers Trust Company, 61 F.3d 465, 471 (6th Cir. 1995).
[935] Lettre de défaillance.
[936] Par exemple fraudes, pertes considérables des investissements d'investisseurs, abus des clients, actes répressibles réalisés par l'opérateur.
[937] Qui peut être traduit comme la Division d'application de la loi.
[938] Parmi lesquelles nous pouvons trouver des erreurs dans les contrôles internes de l'entreprise, dans les systèmes de *compliance*, entre autres, ainsi que la déviation de l'entreprise des interprétations de la réglementation réalisée par la SEC ou des *No-action letters* émises par son *staff.*

public, par exemple les *whistleblowers*[939]. L'enquête se réalise de façon privée et dans la mesure du possible elle est effectuée informellement, c'est-à-dire que la réponse des opérateurs à ses demandes sont facultatives. L'importance du caractère privé et informel de l'enquête est une forme de protection du renom des opérateurs, mais aussi une protection envers les marchés qui peuvent mal prendre ce type d'enquêtes. L'*Enforcement division* peut interroger des témoins, inspecter les dossiers de courtage, examiner l'information des échanges. Cette étape ressemble à une sorte d'enquête préliminaire[940].

619. Si la SEC a eu recours à assez de preuves, elle peut émettre un ordre formel d'investigation qui lui permet d'assigner des témoins à comparaître, ordonner la production de documents tels que les livres comptables et les registres. Normalement l'enquête continue à être privée, mais il est possible de la rendre publique si l'ordre formel d'investigation l'exprime ainsi. Or si la personne qui est l'objet d'une enquête le souhaite, elle peut adresser un document à la *Division* en expliquant son action[941].

620. La SEC, historiquement, s'est centrée sur l'enquête et ces pouvoirs lui ont été donnés par la *Securities Exchange Act* et ils sont encadrés par les règles contenues dans le *Code of federal regulations*[942] et *l'Enforcement Manual* crées par l'autorité. Le premier guide le personnel de la *Division* dans leur action tandis que le second établit les politiques et procédures pour l'exécution des enquêtes. Comme la charte l'exprime, il est seulement un guide et il n'octroie pas de droits[943].

621. Une fois que l'enquête est finie la *Division* informe, à travers d'un *Wells Notice*[944], les personnes enquêtées de sa décision de recommander à la Commission de la SEC soit de déposer une plainte (civile ou pénale) soit d'ouvrir une procédure administrative devant un ALJ[945]. La notification précise quelles sont les lois de valeurs qui ont été violées et donne la possibilité d'entendre la position des enquêtés sur la recommandation devant la Commission.

---

[939] Les lanceurs d'alerte.
[940] Matter under inquiry. SEC, Enforcement Manual, Office of Chief Counsel of Division of Enforcement, 2017, p. 12. En ligne https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf.
[941] 17 CFR § 202.5 (b)- Enforcement activities.
[942] 17 CFR § 202.5 –- Enforcement activities.
[943]SEC, Enforcement Manual, Office of Chief Counsel of Division of Enforcement, 2017, p. 1. En ligne https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf.
[944] Le Wells notice a été établit dans la *Rule* 5 (c) qui a évolué par les recommandations faites par un conseil de consultation présidé par John Wells. La *Rule* 5 (c) est consacré dans le 17 CFR § 202.5 (c).
[945] *Administrative law judges*.

622. La *Dodd-Frank Act*a introduit un délai de 180 jours après le *Wells Notice* pour commencer une action civile, pénale ou administrative[946]. Mais la SEC a dépassé le délai en 2011 dans l'enquête contre *Montford and Company*. L'entreprise attaquait en justice la décision de commencer une procédure administrative. La Cour d'appel *DC Circuit* a décidé que la SEC pouvait présenter une action après les 180 jours. Pour la cour il ne s'agit pas d'un délai juridictionnel, mais d'un délai interne qui n'établit pas une prescription de l'action[947]. L'idée de mettre des limites à l'investigation est idéale pour préserver la sécurité juridique et la protection des droits des enquêtés.

623. Les pouvoirs de contrôle et d'enquête de la SEC ont un caractère préventif et confidentiel et à travers eux l'autorité de régulation peut négocier avec les opérateurs afin de corriger les mauvaises pratiques et c'est un système qui crée une sorte de régulation à priori par le fait d'établir les règles de conduite et de demander aux opérateurs leur conformité.

624. En **France**, l'AMF a aussi des pouvoirs d'enquête et de contrôle qui font partie de la mission conférée à cette institution par le législateur dans le Code monétaire et financier[948]. Dans un premier temps le Code nous dit que l'AMF *« veille à la régularité des opérations effectuées sur des instruments financiers lorsqu'ils sont offerts au public »*, sa mission d'enquête[949]. Dans un deuxième temps, l'article signale qu'elle « *veille également au respect des obligations professionnelles* »[950] des opérateurs mentionnés dans l'article[951], sa mission de contrôle. Alors pour mieux réaliser ces missions, l'AMF a établi deux chartes, une pour les contrôles et une autre pour les enquêtes. Ces chartes établissent les principes sur lesquels les enquêteurs et contrôleurs doivent agir, c'est-à-dire certaines normes de conduite et aussi les comportements attendus des participants du marché contrôlés ou enquêtés.

625. Selon la première charte, les contrôles « *ont pour objet de s'assurer du respect des obligations professionnelles auxquelles sont astreintes, en vertu des règlements européens, du code monétaire et financier, du Règlement général et des règles professionnelles approuvées par l'AMF, les entités ou personnes visées à l'article L. 621-9 II du Code monétaire et*

[946] 15 U.S. Code § 78 d –5. Montford and Company, Inc. v. SEC, n° 14-1126.
[947] Montford and Company, Inc. v. SEC, No. 14-1126 (Decided July 10, 2015).
[948] Article L.621-9 I Code monétaire et financier.
[949] Elle cherche la constitution d'un abus du marché : opérations d'initié, manipulation de cours, diffusion de fausse information, entre autres. Voir CAPDEVILLE Jérôme Lasserre, « Les pouvoirs d'enquête de l'AMF », AJ pénal, 2015, p. 67.
[950] Article L. 621-9 Code monétaire et financier.
[951] Prestataires de services d'investissement : sociétés de gestions de portefeuille, entreprises d'investissement et établissements de crédit. Aussi les bourses, les systèmes multilatéraux de négociation, les chambres de compensation, les conseillers en investissements financiers, entre autres.

financier ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte »[952].Pour la charte des enquêtes, elles « *portent quant à elles sur tout fait susceptible de caractériser un abus de marché (opérations d'initiés, manipulations de cours, diffusions de fausses informations) ou, plus généralement, un manquement de nature à porter atteinte à la protection et à l'information des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* »[953].

626. Les contrôles ont pour objet de vérifier si les professionnels se conforment aux obligations établies par le code monétaire et financier et par le Règlement général de l'AMF ou aux règles des corporations professionnelles. Au moment de la création de l'AMF, comme il s'agissait d'un pouvoir hérité du Conseil des marchés financiers (CMF) et du pouvoir d'enquête de la COB, les deux ont subsisté avec leurs propres caractéristiques. Mais avec la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 s'est réalisée une réforme pour *homogénéiser*[954] les deux procédures[955]. En principe la procédure de contrôle était informelle et avec moins de prérogatives. Les enquêtes en revanche « *ont, depuis leur origine, été encadrées par un formalisme qui permet d'asseoir une procédure contentieuse administrative* »[956].

627. Des auteurs se sont demandé si la différence était utile[957]. Les pouvoirs des contrôleurs ont été alignés sur ceux des enquêteurs sauf dans deux prérogatives, d'un côté le pouvoir d'effectuer une perquisition ou une saisie et de l'autre côté le pouvoir des enquêteurs de solliciter des registres auprès des opérateurs téléphoniques. Ce dernier a été déclaré inconstitutionnel pour porter atteinte au droit et au respect de la vie privée de la personne intéressée, car la procédure ne prévoit aucune garantie[958].

628. Les contrôles et les enquêtes commencent par un ordre de mission du secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers, qui habilite des enquêteurs et contrôleurs pour

---

[952] AMF, La charte du contrôle, 2021, p. 4. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_chartecontrole.pdf
[953] AMF, La charte de l'enquête, 2021, p. 4. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf
[954] GALLAND Maxime, « Évolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle » Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 2.
[955] Article 36 de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013.
[956] GALLAND Maxime, *op. cit.*, p. 2.
[957] DAIGRE Jean-Jacques « AMF : Contrôles et enquêtes, une distinction encore utile ? », Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 505, GALLAND Maxime, « Évolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle » Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 2 et BOMPOINT Dominique, « Les beaux cadeaux du 10e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers », Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 506.
[958] Décision nº 2017 -646/647 QPC du 21 juillet 2017.

effectuer leur mission[959]. Les prérogatives des enquêteurs et des contrôleurs sont larges : la communication de tout document[960] (cette communication n'a pas un caractère contraignant quand il s'agit de la mission de contrôle[961]), l'accès aux locaux professionnels[962], le recueil des explications sur place, (en prévenant expressément du droit de se faire assister du conseil de son choix[963]), l'usage d'une identité d'emprunt (sans être pénalement responsables) pour vérifier les services fournis sur internet des opérateurs financiers[964].

629. Le secret professionnel ne peut pas être imposé à l'AMF sauf quand il s'agit des communications privilégiées entre avocats et clients[965]. À la fin des procédures des contrôles et enquêtes, l'article R621-36 du Code monétaire et financier dispose que les résultats « *font l'objet d'un rapport écrit* »[966]. Il indique les faits importants ainsi que les possibles manquements ou infractions, il sera ensuite transmis au Collège de l'AMF pour examen. Dans le cas des contrôles, le rapport *« est communiqué à l'entité ou la personne morale contrôlée* »[967] sauf si les faits sont « *susceptibles de qualification pénale* »[968] et, car « *telle communication pourrait faire obstacle au bon déroulement d'une procédure judiciaire* »[969]. De plus, les personnes contrôlées ont un délai pour présenter leurs observations qui seront transmises au Collège de l'AMF[970].

630. Dans le cas des enquêtes « *avant la rédaction finale du rapport… une lettre circonstanciée …est communiquée aux personnes susceptibles d'être ultérieurement mises en cause* »[971]. Comme dans le cas des contrôles, les personnes enquêtées peuvent présenter des observations qui seront aussi transmises au Collège de l'AMF[972].

631. Une fois que le Collège a examiné le rapport issu soit des contrôles soit des enquêtes, il peut, dans le cas de contrôles, envoyer une lettre recommandée avec des mesures à mettre en place (lettre de suite)[973]. Il peut proposer une composition administrative[974]. Il

[959]Article L.621-9-1 Code monétaire et financier et Article R621-31 Code monétaire et financier.
[960]Article L.621-10 Code monétaire et financier.
[961] CE 6º et 1º ss sect., 11 décembre 2015, nº 389096.
[962]Article L.621-10 Code monétaire et financier.
[963]Article L.621-11 Code monétaire et financier.
[964]Article L.621-10-1 Code monétaire et financier.
[965]Article L.621-9-3 Code monétaire et financier.
[966] Article L.621-15 Code monétaire et financier.
[967]Article 143-5 Règlement général de l'AMF.
[968] *Ibidem*.
[969] *Ibidem*.
[970]Article 143-5 Règlement général de l'AMF.
[971]Article 144-2-1 Règlement général de l'AMF.
[972] *Ibidem.*
[973]Article 143-5 Règlement général de l'AMF.

peut transmettre le dossier au procureur de la République financier[975]. Il peut aussi ouvrir une procédure de sanction[976]. Il peut transmettre le dossier à une autre autorité nationale ou étrangère ou enfin classer sans suite administrative le dossier.

632. La SUGEVAL de son côté a deux bureaux chargés du contrôle et surveillance des marchés : la *Division de supervisión de mercados e intermediarios* et la *Division de supervisión de fondos de inversion y emisores*. Elles sont chargées de contrôler l'action, la liquidité et la conformité d'opérateurs financiers, des prérogatives très larges.

633. La *Ley Reguladora del Mercado de Valores* dans son 8, alinéa l), ñ) et o) va donner à la SUGEVAL des prérogatives de contrôle. Par exemple la possibilité de faire des visites in situ : ces visites peuvent avoir un caractère habituel, spécial ou de suivi. La SUGEVAL peut aussi vérifier les registres des émissions, demander toute information nécessaire pour le public, valider des informations mises à disposition par les régulés[977]. Les contrôles sont divisés par départements, c'est-à-dire que la *Division de mercados e intermediarios* va concentrer son action sur les intermédiaires financiers et en gros toutes les entités qui ont un lien dans l'organisation des marchés, par exemple les bourses. De son côté, la *Division de supervisión de fondos de Inversión y Emisores* procède au contrôle des fonds d'investissement et des sociétés de gestion de ces fonds. Les départements ont des prérogatives pour demander des informations, répondre aux consultations des personnes contrôlées. Ainsi ils ont une communication directe avec les juges qui peuvent demander des informations spécifiques à la loi de lutte contre le blanchiment d'argent[978].

634. L'enquête est effectuée par la *Division de Asesoría Jurídica* qui suit la procédure administrative pour pouvoir imposer une sanction en vue d'un manquement[979]. La *Ley Reguladora del Mercado de Valores* ne parle pas des enquêtes. Ni la *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* à laquelle renvoie la première pour les règles de la procédure administrative. La *Ley General de la Administración Pública n'y* fait non plus aucune

---

[974]Article L.621-14-1 Code monétaire et financier.
[975]Article L.465-3-6 Code monétaire et financier
[976]Article L.621-15 Code monétaire et financier.
[977]SUGEVAL, Memoria Institucional, 2018. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202018.pdf.
[978] Article 165 Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo et CONASSIF Accord SGV-A-176 Delegation de compétences de la SUGEVAL.
[979] CONASSIF Accord SGV-A-176 Délégation de compétences de la SUGEVAL

référence (cette loi est la norme supplétoire de loi de la banque centrale[980]). La seule référence de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* à une enquête se retrouve dans son article 165 quand elle autorise la SUGEVAL à réaliser des enquêtes sur les bourses.

635. C'est alors la jurisprudence et la doctrine de la *Procuraduría General de la República*[981] qui admettent l'utilisation de cette pratique pour justifier une procédure de sanction postérieure. Ainsi l'enquête est facultative et elle permet de recueillir des documents, préparer des rapports, identifier les possibles responsables. La Salle Constitutionnelle costaricienne a dit qu'il s'agit d'une phase où les enquêtes n'ont pas vraiment droit à un procès équitable, car nous ne sommes pas devant une vraie procédure administrative[982].

636. L'enquête est, selon les considérations de la Salle constitutionnelle, confidentielle pour le public. Elle est facultative et elle a aussi pour objectif de déterminer si les faits dénoncés ou découverts par l'autorité donnent suite ou pas à une procédure de sanction. Donc l'enquête produit un rapport qui peut recommander soit le classement sans suite soit l'ouverture d'une instruction formelle de sanction[983].

637. Les fonctions de contrôle réalisées par la SEC et l'AMF ne portent pas sur le même objet. Comme nous l'avons dit auparavant la SEC avec son pouvoir de contrôle réalise une surveillance de l'activité des opérateurs. Elle vérifie qu'ils sont en conformité avec les lois des valeurs mobilières. Elle les aide également à s'améliorer tandis que les contrôles de l'AMF se centrent sur le respect des obligations des professionnels mentionnés dans l'article L 621-9 du Code monétaire et financier. La SUGEVAL pour sa part a un pouvoir très large, elle contrôle non seulement la conformité des opérateurs aux lois, mais vérifie également s'ils sont solvables. Malgré cela certaines pratiques procédurales sont similaires comme les visites in situ et les pouvoirs des contrôleurs. En revanche, les enquêtes pour la SEC et l'AMF ont le même objet et pour la SUGEVAL elles ne sont même pas prévues par la loi et c'est le juge qui remplit cette lacune de la loi.

---

[980] Article 167 Ley reguladora del mercado de valores*:* «*Para aplicar las sanciones previstas en esta ley, la Superintendencia seguirá, en lo compatible, el procedimiento establecido en los artículos 151 y siguientes de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, n° 7558, de 3 de noviembre de 1995, y supletoriamente lo dispuesto en la Ley General de la Administración Pública*».

[981] PGR, Avis C-178-2008, 29 mai 2008.

[982] «*Esta Sala en reiteradas ocasiones ha manifestado que las garantías constitucionales establecidas mediante el debido proceso no resultan procedentes en los actos previos al procedimiento sancionatorio, siendo dentro de este último donde se deben respetar en toda su expresión los derechos contenidos en dicha garantía procesal*» Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, decisión nº 2001-12554, 16 h 2 du 12 décembre 2001. Voir aussi les décisions nº 2007-00759 de 13 h 30 du 19 janvier 2007.

[983] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2020-12505, 9h15 du 3 juillet 2020.

638. Cependant ces prérogatives ont un caractère préventif au lieu d'avoir un caractère correctif. Elles permettent aux autorités de régulation de mettre en place des mesures correctives et si un manquement est avéré elles ont le pouvoir d'appliquer une sanction.

§2. La sanction

639. La sanction est une « *punition, peine infligée par une autorité à l'auteur d'une infraction, mesure répressive destinée à le punir* »[984]. La sanction administrative est « *toute mesure que les autorités administratives ont le pouvoir d'infliger elles-mêmes à des particuliers afin de réprimer un comportement fautif de ceux-ci* »[985]. Elle peut être définie comme « *un acte administratif unilatéral ou transactionnel à caractère répressif émanant d'une administration active, agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique, et destinée à punir un manquement à une obligation imposée par le législateur ou l'administration* »[986]. Elle est utilisée pour punir les manquements des opérateurs et rétablir dans la mesure du possible la situation antérieure.

640. C'est ainsi que l'action répressive des autorités de régulation « *est nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers »[987]. Les pays étudiés ont recours à la sanction, car elle « assure leur intégrité et partant, leur efficacité ainsi que la confiance des investisseurs dans l'institution, sans lesquelles les marchés ne peuvent pas exister valablement* »[988].

641. Aux **États-Unis**, la SEC depuis sa création a eu comme mission d'ordonner les marchés financiers et c'est via les procédures administratives qu'elle a commencé à réguler des opérateurs[989] avec la possibilité de créer des règles à travers des procédures administratives[990]. La SEC a la possibilité de présenter une dénonciation pénale devant le

[984] CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, p. 935.
[985] *Ibidem*, p. 935.
[986] TAIBI Achour, *Le pouvoir répressif des autorités administratives indépendantes de régulation économique : Témoin de la consécration d'un ordre répressif administratif*, L'Harmattan, 2018, p 32.
[987] TAIBI Achour, *Le pouvoir répressif des autorités administratives indépendantes de régulation économique : Témoin de la consécration d'un ordre répressif administratif*, L'Harmattan, 2018, p 32.
[988] DE RAVEL D'ESCLAPON Marion, Étude comparée des systèmes de sanctions en droit des marchés financiers en France et au Canada, Thèse de doctorat, Université de Strasbourg, 2016, p. 229.
[989] CHOI Stephen J. et PRITCHARD A.C., « The SEC's Shift to Administrative Proceedings: An Empirical Assessment », Yale Journal of Regulation, 2017, p. 5.
[990] SEC v Chernery Corp., 332 U.S. 194 (1947).

ministère de la Justice, une plainte civile ou ouvrir elle-même une procédure administrative quand une enquête révèle un manquement aux lois des valeurs mobilières[991].

642. Les pouvoirs de sanction de la SEC ont été élargis dans plusieurs occasions. Les réformes les plus importantes ont été, en premier lieu, la loi *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act*[992]*,* promulguée en 1990. Elles ont modernisé la procédure administrative et elles ont rendu possibles les sanctions pécuniaires via ces procédures qui se déroulent devant un *Administratif Law Judge* (ALJ)*[993]*. C'est ainsi que les opérateurs financiers -les courtiers, les conseillers en investissement- qui ont une obligation d'agrément dans le cas d'un manquement vont se voir infliger des amendes administratives qui auparavant pouvaient être obtenues en passant impérativement par le juge civil[994]. Cette loi a également autorisé la SEC à récupérer les gains qui ont été obtenus illégalement[995] et lui a donné le pouvoir de donner des ordres de *Cease-and-desist*[996] des actions qui sont contraires aux lois de valeurs mobilières aux opérateurs non régulés.

643. En deuxième lieu, dans les années 2000, la loi *Sarbanes-Oxley* a augmenté les pouvoirs de la SEC en lui permettant de bannir des directeurs d'entreprise par une procédure administrative. Cette réforme a été moins remarquée que la précédente ainsi que la postérieure[997]. La dernière réforme a eu lieu après la crise de 2008, la *Dodd-Frank Act.* Elle a élargi la compétence des ALJ[998] qui désormais peuvent imposer des pénalités à tout opérateur, régulé et non régulé, à travers des procédures administratives sans se présenter devant le juge civil[999].

---

[991] PLATT Alexander I., « SEC Administrative Proceedings: Backlash and Reform », The Business Lawyer, 2016, p. 3.
[992] Penny Stock Reform Act of 1990.
[993] FERRARA Ralph C., FERRIGNO Thomas A., et DARLAND David S., « Hardball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons », The Business Lawyer, n° 1, 1991, p. 43.
[994] LEVINE Theodore A. et HERLIHY Edward D. « The Father of Enforcement » Securities Regulation Law Journal, 2015, p. 8.
[995]Power to order disgorgement of illegally obtained gains. « *The agency defines disgorgement as "the repayment of illegally gained profits (or avoided losses) for distribution to harmed investors whenever feasible" »* ZARING David T., « Enforcement Discretion at the SEC », Texas Law Review, vol. 94, n° 3, 2016, p. 1171.
[996] Une mise en demeure pour s'abstenir et cesser des actions.
[997] Avec cette nouvelle loi, les pénalités récoltées par la SEC sont réparties d'une manière plus juste en indemnisant les investisseurs aussi par la *Federal Account for Investor Restitution Funds* (fair funds provision). STEINWAY Sonia A., « SEC "Monetary Penalties Speak Very Loudly," But What Do They Say? A Critical Analysis of the SEC's New Enforcement Approach », The Yale Law Journal, vol. 124, n° 1, 2014, p. 210.
[998] Administrative Law Judges.
[999] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act §929P(a).

644. La SEC réalise donc sa procédure administrative à travers les ALJ, qui sont des employés de la SEC et qui connaissent en première instance la procédure administrative[1000]. Dans l'exercice de leurs fonctions ils ont une alternance des cas traités. Ils sont nommés par la procédure indiquée dans l'article 5 U.S. Code § 3105 qu'établi des critères de nomination. Les possibles membres doivent être des avocats avec sept années d'expérience et dont deux années au sein de la SEC[1001]. L'idée d'avoir ce type de juges a pour but d'éviter que le contradictoire et la décision soient réalisés par la même personne[1002].

645. La procédure administrative initie, après que la *Division of Enforcement* a transmis une recommandation à la Commission de la SEC, une sanction à travers un mémorandum confidentiel[1003] que la Commission va approuver. Cette procédure est la majeure expression de l'*Adjudication.* La SEC donne une *Order Instituting Proceedings*[1004]*,* elle dit le caractère, l'heure et lieu de l'audience, la compétence juridique de l'audience, les faits et les fondements légaux des violations poursuivies. De plus, l'ordre initial établit le délai dans lequel l'ALJ doit rendre la première décision[1005].

646. Les opérateurs sont notifiés de l'ordre initial et ils auront 20 jours pour répondre aux accusations. Dans leur réplique ils peuvent demander des clarifications sur des sujets en particulier. Il est très important d'accepter ou réfuter chaque fait et de présenter les exceptions procédurales nécessaires. Les omissions sont considérées comme des acceptations de fait ou renonciation à une exception[1006].

647. Les ALJ prévoient un rendez-vous avant l'audience pour préparer le dossier avec les parties qui ont accès à l'enquête et auront donc la possibilité de présenter un résumé de leur défense et de leur stratégie ainsi que la liste de documents et témoins qui seront introduits pendant l'audience. Entre cette étape et la vraie audience, les parties peuvent adresser aux

[1000] CHOI Stephen J. et PRITCHARD A.C., « The SEC's Shift to Administrative Proceedings: An Empirical Assessment », Yale Journal of Regulation, 2017, p. 3.
[1001] CUSTOS Dominique, «The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies», The American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, p. 626.
[1002] HAZEN Thomas L., «Administrative Enforcement: An Evaluation of the Securities and Exchange Commission's Use of Injunctions and Other Enforcement Methods», Hastings Law Journal, 1979, p. 43. Même si les membres du Collège de la SEC connaissent l'appel de la décision prise par les ALJ.
[1003]SEC, Enforcement Manual, Office of Chief Counsel of Division of Enforcement, 2017, § 2.5.1. En ligne https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf.
[1004]17 C.F.R. § 201 200.
[1005] 17 C.F.R. § 201 360 (a) (2).
[1006]17 C.F.R. § 201 200 (c).

ALJ des requêtes qui seront résolues avant l'audience et ceux-ci prendront les dépositions et la collecte de documents[1007].

648. L'audience est publique à moins que la SEC n'en décide autrement. Elle est semblable à une audience devant un juge, ensuite les parties peuvent présenter des conclusions[1008]. En raison du délai exprimé dans l'*Order Instituting Proceedings* les ALJ délivrent leur décision qui est appelée *Initial Decision*[1009]. Normalement il y a plusieurs solutions qui peuvent être décrétées dans une procédure administrative : ordres de cesser et de s'abstenir permanents ou temporaires, bannir des directeurs, interdire aux professionnels de pratiquer devant la SEC, interdire ou suspendre des entités régulées ou les personnes associées et elle peut imposer des pénalités financières ou restituer des profits obtenus illégalement en raison d'un manquement[1010]. Les décisions des ALJ peuvent être révisées par les membres de la SEC[1011] et la décision prise peut être contrôlée par le juge[1012].

649. La procédure a été critiquée sur plusieurs points : l'obligation de l´épuisement des recours administratifs, car si la SEC entame une procédure administrative plutôt qu'une procédure judiciaire, les opérateurs se considèrent défavorisés par le fait que tout soit jugé dans une même institution, ce qui est dénommé familièrement « *l'avantage de jouer à domicile* »[1013]. Car la SEC agit en tant que procureur et juge de l'affaire, elle mène l'investigation et elle prend la décision dans une procédure d'*Adjudication*[1014].

650. Une autre critique qui a été évoquée porte sur la légitimité de la SEC : les pénalités imposées par l'autorité ne sont pas portées devant un jury. Cela rappelle une critique sur une atteinte au principe de séparation des pouvoirs, car le procès équitable selon les

[1007] 17 C.F.R. § 201 250, 17 C.F.R. § 201 233 et 17 C.F.R. § 201.230-232.
[1008] 17 C.F.R. § 201 340.
[1009] 17 C.F.R. § 201 360.
[1010] 15 U.S. Code § 78u, 15 U.S.C.§ 78t, 15 U.S. Code § 80a, 15 U.S. Code § 77 h-1 15 U.S.C.§ 78u-3 15 U.S. Code § 78u-2 (b), entre autres.
[1011] 17 C.F.R. § 201 360 (b) et 17 C.F.R. § 201 410.
[1012] 17 C.F.R. § 201 410 (e) et 15 U.S.C. § 78y(a)(1).
[1013] WEISS Maxwell, «The constitutionality of SEC administrative law judges: Exploring Hill v. SEC», George Washington Law Review, vol. 84, n° 5, 2016, p.1434 et CHOI Stephen J. et PRITCHARD A.C., « The SEC's Shift to Administrative Proceedings: An Empirical Assessment », Yale Journal of Regulation, 2017, p. 17.
[1014] HAZEN Thomas L., « Administrative Enforcement: An Evaluation of the Securities and Exchange Commission's Use of Injuctions and Other Enforcement Methods », The Hastings Law Journal, vol. 31, 1979, p. 431.

critiques n'est pas respecté[1015]. Les critiques se sont exacerbées après la réforme faite en 2010 et malgré la reformulation des *Rules of practice*[1016].

651. La *Dodd-Frank Act* a renforcé le pouvoir de sanction de la SEC ce qui a eu pour conséquence que la SEC augmente le nombre de cas à traiter par une procédure administrative. Cette augmentation a suscité des critiques sur le caractère équitable de la procédure, sur la nomination des ALJ ainsi que sur leur impartialité. La constitutionnalité de la nomination des ALJ est un sujet très discuté[1017]. Il a été résolu par la Cour suprême dans sa décision Lucia v. SEC[1018] qui est la première décision de la Cour suprême sur le sujet. La question posée portait sur le statut des ALJ : sont-ils de simples employés de la SEC ou sont-ils des *inferior officers*[1019]des États-Unis ? S'ils sont *inferior officers* ils sont donc assujettis à une nomination via la clause de nomination de la Constitution[1020].

652. La décision a considéré que la nomination faite par le personnel de la SEC est inconstitutionnelle et que les ALJ doivent être nommés par la Commission elle-même. La procédure de nomination des anciens ALJ a été ratifiée par la Commission de la SEC avant que le cas de *Lucia* soit passé devant la Cour suprême[1021]. Le problème avec cette solution est que la Cour suprême n'a pas dit si la ratification était valide et permettrait aux ALJ de continuer avec les procédures en cours. Les *federals circuit courts* ont décidé, avant la décision Lucia, que cette solution pouvait être un remède effectif à l'inconstitutionnalité[1022].

653. Les implications de la jurisprudence *Lucia* atteignent aussi les autres autorités administratives indépendantes et même d'autres autorités dépendantes du gouvernement qui

---

[1015] PLATT, Alexander I., «SEC Administrative Proceedings: Backlash and Reform», Business Lawyer, vol. 71, n° 1, 2015-2016, p. 17-18.
[1016] *Ibidem,* p. 34.
[1017] Free Enter. Fund v. Pub. Co. Accounting Oversight Bd. 561 U.S. 477 (2010) et Hill v. SEC, F.3d, n° 15-12831, n° 15-13738 (June 17, 2016).
[1018] Lucia v. Securities and Exchange Commission, 585 U.S. (2018).
[1019] Fonctionnaires inférieurs.
[1020] « *Il aura le pouvoir, sur l'avis et avec le consentement du Sénat, de conclure des traités, sous réserve de l'approbation des deux tiers des sénateurs présents. Il proposera au Sénat et, sur l'avis et avec le consentement de ce dernier, nommera les ambassadeurs, les autres ministres publics et les consuls, les juges à la Cour suprême, et tous les autres fonctionnaires des États-Unis dont la nomination n'est pas prévue par la présente Constitution, et dont les postes seront créés par la loi. Mais le Congrès pourra, lorsqu'il le jugera opportun, confier au président seul, aux cours de justice ou aux chefs des départements, la nomination de certains fonctionnaires inférieurs* ». Constitution des États-Unis, article II, section 2, Clause 2. En ligne https://mjp.univ-perp.fr/constit/us1787.htm.
[1021] SEC, Order, Release No. 10440 / November 30, 2017, Release No. 82178 / November 30, 2017, Release No. 4816, November 30, 2017, Release n° 32929, November 30, 2017. En ligne https://www.sec.gov/litigation/opinions/2017/33-10440.pdf.
[1022] CFPB v Gordon, 819 F.3d 1179, 1190-91 (9th circuit 2016).

ont des ALJ. Car dans toutes ces autorités les ALJ sont nommées comme dans la SEC[1023]. La Cour suprême a résolu un point, mais en a laissé plusieurs sans réponse[1024].

654. La **France** est un état membre de l'Union européenne qui relève à la fois de la Cour européenne des droits de l'Homme et de la Cour de justice de l'Union européenne. La jurisprudence de ces Cours, principalement la première[1025], forge le besoin d'une autonomie et d'une distinction entre l'instruction et le jugement.

655. L'arrêt *Oury* est le premier à annuler des sanctions de la COB, en raison d'un manque d'impartialité à la lumière de l'article 6, alinéa 1 de la CEDH, car il existait un attachement de l'instruction et du jugement au sein de la même autorité de régulation[1026]. Le Conseil d'État a harmonisé sa jurisprudence avec le juge judiciaire et le droit européen en indiquant dans son arrêt *Didier* que les autorités administratives indépendantes constituent des tribunaux lorsque des sanctions sont prononcées[1027].

656. En vertu de la jurisprudence indiquée l'AMF sera dotée d'une Commission de sanction au sein de son organisation qui réalise de façon indépendante la procédure de sanction[1028]. L'article L.621-15 du Code monétaire et financier stipule qu'après les rapports rendus soit par les enquêteurs ou soit par les contrôleurs, le Collège de l'AMF peut ouvrir une procédure de sanction. Pour le faire, elle notifie les griefs en premier lieu à la partie intéressée et en second lieu à la Commission de sanctions. Cette notification constitue l'acte d'accusation[1029].

[1023] PATRIZIA Charles A., SPAFFORD Michael L., TIMOFEYEV Igor V., et STANAWAY Daren F., « The Effects of the Supreme Court's Lucia v. SEC Decision across Administrative Agencies », Infrastructure, vol. 57, n° 4, 2018, p. 5.

[1024] Par exemple si les ALJ peuvent êtres révoqués pour un motif valable, la décision oblige à la réouverture des procédures anciennes, les autres autorités de régulation ont les mêmes défis constitutionnels. TAHYAR, Margaret E., CHATMAN THOMSEN Linda et Amelia STARR T.R., « The Constitutionality of SEC-Appointed Judges», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018. En ligne https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/09/the-constitutionality-of-sec-appointed-judges/.

[1025] CEDH, 21 févr. 1994, Série A 284-A, Benedoun c/France.

[1026] Cass. Ass. Plén. 5 février 1999, Commission des opérations de Bourse c/Oury et FRISON-ROCHE Marie-Anne, Cour de cassation, assemblée plénière, Arrêt du 5 Février 1999, Oury. En ligne https://mafr.fr/fr/article/cour-de-cassation-assemblee-pleniere-4/ .

[1027] CE, Ass., 3 déc. 1999, Didier, req. nº 207434, Rec. CE 1999, p. 399. Voir aussi : FRIBOULET Amadis, « Article 6 CEDH et sanctions infligées par les autorités de régulation, Commentaire sous les arrêts CE Sect., 27 octobre 2006 M. Parent n° 276069 n° 277198 et n° 277460 », Revue générale du droit on line, 2008, numéro 1908. En ligne www.revuegeneraledudroit.eu/?p=1908.

[1028] Elle est formée par 12 membres différents des membres du Collège. La Commission est divisée en deux sections et ses membres sont soumis à règles de déontologiques. Article L.621-2 Code monétaire et financier. Voir LABETOULLE Daniel, « La commission des sanctions de l'autorité des marchés financiers : un témoignage » Droit et Société, nº 93, 2016, p.340.

[1029]Com. 16 déc. 2020, F-P, n° 19-21.091.

657. En plus, cette Commission désigne un rapporteur qui est celui qui a en charge la procédure de sanction. Il aura le pouvoir d'auditionner toute personne quand il le jugera nécessaire ce qui lui permettra d'analyser les observations transmises par les personnes mises en cause[1030]. Le rapporteur réalise un rapport avec lequel il met fin à la phase d'instruction, ce rapport sera communiqué aux personnes concernées qui auront un délai de 15 jours pour présenter leurs observations sur le rapport à la Commission des sanctions.

658. La Commission des sanctions effectue une audience publique dans laquelle les parties présentent leurs arguments d'accusation et de défense en respect d'une procédure contradictoire qui a été introduite en 2010[1031]. La Commission délibère en privée, ses décisions sont prises à la majorité de voix, elles doivent être argumentées, publiques et susceptibles de recours[1032]. La Commission peut prononcer des sanctions pécuniaires, d'interdiction temporaire ou définitive de l'exercice de la profession ou de rendre des services ou la radiation de l'activité ou profession pour des personnes morales ou physiques[1033].

659. Comme la SEC, l'AMF a vu son pouvoir de sanction s'accroître par la loi nº 2010-1249 du 22 octobre 2010. Elle a augmenté substantiellement les montants des sanctions[1034], elle a aussi étendu le pouvoir de sanction de l'AMF à d'autres participants du marché comme les agences de notation de crédit, les associations professionnelles de conseillers en investissements financiers agréés, entre autres[1035]. Elle a également inclus de nouveaux instruments financiers à la liste des manquements comme c'est le cas des quotas d'émission de gaz à effet de serre et les unités définies par le protocole de Kyoto[1036]. D'autre part, la procédure a aussi suivi des variations : la publication automatique de la sanction sur le

[1030] LABETOULLE Daniel, *op. cit.*, p.343.
[1031] LABETOULLE Daniel, *op. cit.*, p. 346 et Article L.621-15 II Code monétaire et financier.
[1032] Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière : qui a attribué la publicité à ces audiences et a contribué à une gagne de transparence au sein de l'autorité.
[1033] Article L.621-15 III Code monétaire et financier.
[1034] « *Les organismes financiers manquant à leurs obligations professionnelles peuvent ainsi être condamnés à une amende allant jusqu'à 100 millions d'euros (pour 10 millions auparavant) alors que les personnes placées sous leur autorité encourent une sanction d'amende d'un montant de 15 millions d'euros (pour 1,5 million antérieurement). Quant aux autres personnes responsables de manquement d'initié, de manipulation de cours, de diffusion de fausses informations, ou de tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché, la sanction passe également de 10 millions d'euros à 100 millions d'euros* », Chronique législative, RSC, vol. 2, n° 2, 2011, p. 426.
[1035] Article L.621-15 II Code monétaire et financier.
[1036] *Ibidem*.

site internet de l'AMF, l'introduction d'un représentant du Collège dans l'audience qui peut faire des observations et proposer une sanction sans droit de vote[1037].

660. Après la loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite Loi Pacte, a étendu le délai de prescription de la Commission des sanctions pour le manquement boursier de trois à six ans[1038]. Alors le « *point de départ de ce délai de prescription est fixé au jour où le manquement a été commis ou, si le manquement est occulte ou dissimulé, au jour où le manquement est apparu et a pu être constaté dans des conditions permettant l'exercice par l'Autorité des marchés financiers de ses missions d'enquête ou de contrôle. Dans ce dernier cas, le délai de prescription ne peut excéder douze années révolues* »[1039]. Cet allongement du délai de prescription est important puisqu'il permet de s'aligner avec le délai qui avait été établi par la loi *Sarbanes Oxley* aux États-Unis[1040], car la norme européenne laisse aux pays membres l'adoption des mesures qu'ils considèrent appropriées.

661. L'AMF a aussi été l'objet de questionnements constitutionnels sur la légitimité de son pouvoir de sanction, tout comme la SEC. Ces critiques ont donné lieu à une réforme de la répression par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016. Elle réforme le système de répression en renforçant les sanctions pénales des abus de marché comme conséquence de la pression de la juridiction supranationale sur la juridiction nationale[1041]. La CEDH a rendu deux arrêts sur le principe *non bis in idem* en statuant l'interdiction d'être poursuivi deux fois pour des faits identiques[1042]. Dans le dernier arrêt Grande Stevens du 4 mars 2014 l *« la Cour condamne la double répression administrative et pénale des abus de marché mis en œuvre par l'Italie* »[1043].

[1037] Certains auteurs affirment que la présence de ce représentant ne met pas en question la séparation organique du Collège et de la Commission de sanctions, mais cela reste critiquable. Voir LASSERRE CAPDEVILLE, « Modifications de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers » Petites affiches, nº 250, 2010, p. 16.

[1038] Article L.621-15 I Code monétaire et financier.

[1039] Article L.621-15 I Code monétaire et financier.

[1040] CONAC Pierre-Henri, « *Modification du cadre juridique de la procédure de sanction de l'AMF par la « loi Pacte » du 22 mai 2019* », Revue des sociétés, 2019, p.640.

[1041] « *La nouvelle donne en matière de répression des abus de marché résulte d'une intervention législative, imposée par le Conseil constitutionnel, sous la pression de la CEDH »,* DRUMMOND France, « La décision de la CEDH du 4 mars 2014 et la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 et leurs conséquences », Bulletin Joly Bourse, n° 2, p. 163.

[1042] CEDH, 2e sect., 4 mars 2014, n° 18640/10, 18 663/10, 18 668/10 et 18 698/10. CEDH, Grande Stevens et Autres c. Italie, 15 janvier 2013, 18640/10 et autres et CEDH, GS, 10 10 février 2009, n° 14939/03. Sergueï Zolotoukhine C. Russie.

[1043] DRUMMOND France, *op. cit*, p. 163.

Le Conseil constitutionnel a alors été saisi d'une question de priorité de constitutionnalité (QPC)[1044].

662. C'est ainsi que le Conseil constitutionnel vérifie la conformité de la procédure de sanction de l'AMF avec la Convention européenne des droits de l'Homme, dans sa décision n° 2014 -453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015[1045]. Le juge a censuré « *un dispositif permettant d'engager deux poursuites pour la répression de mêmes faits* »[1046], c'est-à-dire qu'il a condamné le cumul de poursuites pour le manquement d'initié devant l'AMF et le délit d'initié devant le juge juridictionnel, car elles répriment les mêmes faits et le manquement d'initié et le délit d'initié portent une définition identique et ont, en fin de compte, une finalité égale.

663. En vue de la déclaration d'inconstitutionnalité des articles L. 465-1 et L. 621-15 du Code monétaire et financier, le législateur a édicté la loi nº 2016-819 du 21 juin 2016[1047]. Elle réforme le système de répression des abus de marché selon lequel un dialogue entre l'AMF et le procureur de la République financier doit se mettre en place. Aucun des deux ne peut entamer une procédure contre des abus de marché sans s'informer mutuellement. La procédure de concertation suspend la prescription de l'action[1048].

664. Les sanctions pécuniaires prononcées doivent être proportionnées et soumises aux principes de nécessité des peines[1049]. Comme l'exprime le Sénat, la sanction est « *un outil efficace de régulation* »[1050] et il ne s'agit pas d'« *un mécanisme ex post de rétribution des fautes, mais plutôt un mécanisme d'information et d'incitation* » [1051]. Ainsi, ce pouvoir de sanction donne une crédibilité à la fonction de régulation des autorités de régulation. Les prescriptions des Autorités administratives indépendantes ne sont crédibles que si elles

[1044] STASIAK Frédéric, « Démêlage de « nœuds » bis in idem ? », Revue de science criminelle et de droit pénal comparé, 2019, p. 383, LE FUR Anne-Valérie et SCHMIDT Dominique, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », Recueil Dalloz, Dalloz, 2015, p.894, BRIGANT Jean-Marie « Régime des abus de marché. Pas de saisine d'office de la Commission des sanctions de l'AMF : Cass. com., 25 février 2014, n° 13-18.871, QPC », Revue de Science Criminelle et de Droit Pénal Comparé, Dalloz, 2015, p. 360 et ARNAUD Charlotte, « Le cumul des poursuites et des sanctions : divergences constitutionnelles et européennes », RFDA, 2015, p. 1019

[1045] Décision n° 2014 -453/454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015 M. John L. et autres. Cumul des poursuites pour délit d'initié et des poursuites pour manquement d'initié.

[1046] *Ibidem*.

[1047] Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.

[1048] Article L.465-3-6 Code monétaire et financier.

[1049] Article 8 de la Déclaration des droits de l'Homme.

[1050] GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemblée Nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, Tome II, p. 93.

[1051] *Ibidem.*

disposent du pouvoir de les sanctionner. C'est pourquoi le législateur pourrait attribuer systématiquement un tel pouvoir aux Autorités administratives indépendantes.

665. Au **Costa Rica,** la procédure administrative est très liée à la loi générale de l'administration publique. Elle a eu pour but de créer une procédure commune et générale à toute l'administration pour éviter l'éparpillement des procédures et donner une sécurité juridique aux administrés. Cette loi établit les principes généraux de la procédure administrative. Elle peut agir d'office[1052], à savoir que l'administration peut impulser la procédure ou la commencer si elle a les éléments de conviction nécessaires. Le principe le plus important de cette procédure administrative est la vérification de la « *vérité réelle* » des faits[1053]. Ces deux principes servent de fondement à l'acte final de la procédure. Elle fait aussi référence à la célérité, la gratuité, la simplicité, le côté informel qui agit en faveur de l'administré[1054].

666. La SUGEVAL a un pouvoir de sanction qui est justifié dans le pouvoir étatique de protéger l'intérêt général. Pour le droit costaricien, les principes constitutionnels d'un procès équitable sont obligatoires non seulement dans l'application des sanctions pénales, mais aussi dans le cas d'imposition d'une sanction administrative[1055]. Les droits des personnes sont une priorité qui doit être respectée dans la procédure de sanction. Le pouvoir de sanction est indépendant de tout autre action ou responsabilité soit civile ou pénale[1056], ceci par opposition au cas de la France où le cumul des sanctions a été déclaré inconstitutionnel.

667. Pour les sanctions administratives que peut imposer la SUGEVAL une procédure administrative est obligatoire[1057]. La loi régulatrice de marché de valeurs qualifie les sanctions selon le cas de la gravité de la faute. La procédure à suivre par la SUGEVAL est celle stipulée par la *Ley orgánica del banco central de Costa Rica* dans ses articles 151 et suivants et elle aura la *Ley general de la administración pública* comme norme supplétoire[1058].

668. La décision d'initier une procédure administrative peut se faire en raison d'une dénonciation ou d'office de la part de la SUGEVAL[1059]. La loi costaricienne établit que

[1052] Article 222, alinéa 1 Ley General de la Administración Pública.
[1053]Article 214, alinéa 2 Ley General de la Administración Pública.
[1054] Articles 224, 225, 328 et 269 Ley General de la Administración Pública.
[1055] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2006-001034 de 14 h 39 du 1 février 2006.
[1056] Article 168 Ley reguladora del mercado de valores.
[1057] Article 167 Ley reguladora del mercado de valores.
[1058] PGR, Avis C 120 2007 18 avril 2007.
[1059] Article 284 Ley General de la Administración Pública.

l'autorité qui prend la décision initiale va être la même qui prend la décision finale et elle nomme un *órgano director* pour effectuer l'instruction. Au sein de la SUGEVAL c'est la *Division de asesoría jurídica* qui réalise la fonction d'*órgano instructor.* Elle convoque les parties à une audience privée et porter à leur connaissance toute la documentation dont elle dispose. Si les parties ne peuvent assister à l'audience, cela n'empêche pas son déroulement. Une fois que l'audience est finalisée, le Surintendant prend une décision dans un délai de 15 jours, toutes les décisions peuvent être l'objet d'un recours devant le CONASSIF[1060].

669. Si le Surintendant décide que les faits sont avérés et assez graves pour imposer une sanction, il doit prendre en considération les critères suivants : a) la gravité du manquement, b) le dommage occasionné, c) l'intentionnalité, d) la capacité de rembourser e) la durée de la conduite et f) la récidivité. Ces facteurs donnent les paramètres pour déterminer la gravité de la sanction et sa classification dans l'échelle établie par la loi pour mettre des sanctions pécuniaires[1061].

670. Les questionnements et critiques évoqués pour les autres pays sur le respect du procès équitable ne se sont pas posés si fortement au droit costaricien. Car la Salle constitutionnelle a tranché sur le sujet dans une décision fondamentale où est définie la tenue du procès équitable dans le droit costaricien[1062]. Dans sa décision la Salle a établi que le procès équitable est une garantie formelle pour les administrés, car une procédure dite valide doit remplir toutes les étapes que la loi prévoit. Le procès est perçu comme une garantie matérielle qui oblige les preneurs de décisions de la justifier avec les principes de droit[1063].

671. Pour arriver à une régulation du marché la sanction des conduites reprochables est indispensable. Les trois autorités de régulation ont établi un système de sanction. Ces systèmes ont été questionnés, pour la SEC et l'AMF, sur les garanties des droits des personnes enquêtées mais les deux autorités ont cherché à pallier les reproches et assurer une protection dans une procédure équitable. La SUGEVAL, pour sa part, est assujettie à la jurisprudence de la Salle constitutionnelle, alors elle est contrainte à réaliser une procédure équitable en respect des droit des malfaiteurs.

[1060] Article 152 et 153 Ley orgánica del banco central de Costa Rica.
[1061] Article 164 de la Ley reguladora del mercado de valores.
[1062] Article 39 et 41 Costitución Política de la República de Costa Rica.
[1063] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 01739 11h45 du 1 julliet 1992.

Section 2. Le renouvellement des pouvoirs

672. Les pouvoirs classiques ont fait leurs preuves et les nouveaux enjeux ont amené les législateurs à adapter les normes et les régulateurs leurs règles et leur façon d'agir devant les marchés pour pouvoir faire face aux futures crises, mais aussi aux nouvelles technologies avec des pouvoirs renforcés. Les pouvoirs des autorités de régulation ont été reformés et consolidés. C'est ainsi que de nouveaux mécanismes forment partie de l'arsenal des pouvoirs des autorités de régulation et les renforcent.

673. La crise a montré que les mauvaises pratiques que certaines lois antérieures ont voulu éradiquer n'ont pas disparu et surtout qu'elles ont muté ou qu'elles se sont renforcées au sein d'entités régulées. Pour pouvoir faire face à l'évolution de ces pratiques qui ont mis en évidence les limites des autorités de régulation, celles-ci ont déployé des mécanismes de défense. Leur objectif est de pouvoir sanctionner plus rapidement (sous-section I), mais aussi de retrouver dans les entités régulées des alliés (sous-section II) qui les aident dans la lutte contre les mauvaises pratiques et les violations de la loi.

Sous-section 1. Pouvoir de transaction

674. Il s'agit d'une mesure alternative de règlement des différends qui permet aux régulateurs de désengorger leurs mécanismes de sanctions et pour certaines autorités cela signifie aussi de pouvoir se concentrer sur les cas qui sont les plus marquants. Cette mesure est à la fois plus effective et moins coûteuse pour les régulateurs. La composition administrative peut être définie comme « *un compromis entre une autorité et une ou plusieurs personnes agissant sur le secteur contrôlé par l'autorité, en vue de mettre fin à un litige* »[1064].

675. Au sein de *l'Enforcement division* de la SEC, la transaction est la méthode préférée pour résoudre une procédure, car elle demande moins d'effort dans la prise de risques et l'implication de ressources[1065]. Les moyens humains de l'*Enforcement division* étant limités pour poursuivre toutes les actions d'enquête, la transaction est systématiquement proposée.

[1064]ARANDA VASQUEZ Anthony, « Une première application de la composition administrative en matière d'abus de marché par l'Autorité des marchés financiers », Petites affiches, n° 246, 2017, p.6. En France l'article 2044 du Code Civil affirme que « *La transaction est un contrat par lequel les parties, par des concessions réciproques, terminent une contestation née, ou préviennent une contestation à naître* ».
[1065] JOHNSON Danne L., « SEC Settlement: Agency Self-Interest or Public Interest», Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 12, n° 4, 2007, p. 628.

Ces actions ont un résultat rapide -une sanction pécuniaire ou des mesures correctives- au lieu d'encourir à une procédure judiciaire qui peut avoir une conclusion incertaine.

676. La composition administrative est normalement effectuée dans 90 % des cas, même dans ceux qui ont une haute visibilité comme Enron ou WorldCom[1066]. Les deux parties privilégient, la plupart du temps, la voie de la négociation, car pour les personnes poursuivies une procédure administrative est coûteuse et elle crée une publicité préjudiciable pour ses affaires. Ainsi, lorsqu'il est impossible pour la SEC de poursuivre toutes les violations aux lois applicables aux titres financiers elle va utiliser la procédure administrative pour ces cas qu'elle considère comme plus graves[1067].

677. L'*Enforcement Division* négocie avec les personnes concernées et une fois un accord conclu, elle présente l'accord aux Commissaires de la SEC qui ont une audience privée puis approuvent ou non l'accord[1068]. Habituellement il est toujours approuvé et les parties ne veulent pas la révision de ces accords par un juge. Comme l'a signalé Pierre-Henri CONAC il y a des points qui sont négociés « *la nature des griefs, de la nature des sanctions ou des mesures et enfin de la formulation des griefs et du communiqué de presse annonçant la conclusion de la transaction* »[1069]. Aussi il remarque que la SEC propose des conditions qui ne donnent pas lieu à une négociation et ressemblent plus à une obligation de la part du régulateur financier[1070].

678. La réforme effectuée par la *Dodd-Frank Act* a élargi le champ d'application de la procédure administrative aux autres manquements, cela a augmenté les transactions administratives et réduit considérablement la révision que le juge pouvait faire[1071]. Avant la réforme, la SEC était obligée de passer devant le juge pour certaines matières. Elle pouvait proposer une transaction judiciaire qui devait être approuvée par le juge en partant du principe que l'accord devait être équitable, raisonnable, adéquat et dans l'intérêt public[1072].

[1066] PATTON Spencer P., «Archangel Problems: The SEC and Corporate Liability», Texas Law Review, vol. 92, n° 6, 2014, p. 1745.
[1067] COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Casebook, 2017, p. 856.
[1068] 17 CFR § 201 240.
[1069] CONAC Pierre-Henri, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) » Bulletin Joly Bourse, n° 02, 2005, par. 20.
[1070] «*The SEC uses its superior position as leverage during settlement discussions with potential respondents*» GIDEON Mark, «SEC and CFTC Administrative Proceedings», University of Pennsylvania Journal of Constitutional Law, vol. 19, n° 1, 2016, p. 65.
[1071] *Ibidem*, p. 56.
[1072]COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Casebook, 2017, p. 860. Voir aussi : S.E.C. v. RANDOLPH 736 F.2d 525 (1984).

Maintenant, la SEC préfère rester dans le domaine administratif, mais cela ne signifie pas que la révision par le juge de ces accords ne soit pas souhaitable.

679. Par exemple, il y a eu deux cas au cours desquels le juge Jed RAKOFF n'a pas approuvé des accords importants que la SEC avait conclu. Le premier était avec *Bank of America* en 2009[1073]où il a qualifié l'accord d'insuffisant au vu des faits. Le juge a accusé la SEC d'avoir failli dans sa mission de régulateur, car la SEC a été très indulgente avec l'une de plus grandes banques qu'elle régulait. Le juge a reproché à la banque de ne pas avoir pris ses responsabilités. L'accord imposait une pénalité très faible et il n'y avait pas eu admission de culpabilité. La façon dont ce problème juridique a été résolu a marqué les esprits en affirmant que le passage devant le juge ne signifie pas une approbation automatique sans discussion comme il était fait habituellement[1074].

680. Le deuxième accord, qui a mis en cause les politiques de composition administrative de la SEC, était celui conclu entre la SEC et *Citigroup Capital Markets* de $285 millions, dans lequel Citigroup était en train de négocier des titres adossés à des créances hypothécaires. Le juge a considéré qu'il était nécessaire que Citigroup admette sa responsabilité. Cette décision a été révoquée par le Second Circuit, mais a été le facteur clé pour un changement de politique[1075].

681. Par ces deux refus commence à se profiler une nouvelle politique que celle de « *neither admit nor deny policy* »[1076] pour admettre sa propre culpabilité dans certains cas. L'affaire la plus importante qui a marqué ce changement était *London Whale*[1077]. La SEC a affirmé que cette composition était une question de transparence et de responsabilité et l'admission par la banque de sa responsabilité était fondamentale, c'est ainsi que le besoin de

[1073] La banque a été accusée de n'avoir pas informé ses actionnaires des bonus qu'ils ont payé aux directives de la banque Merrill Lynch avant sa fusion (en pleine crise du 2007/2008). Accord qui a accepté avec réticence en 2010.
[1074] COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *op. cit.*, p. 859.
[1075] VELIKONJA Urska, «Securities Settlements in the Shadows», Yale Law Journal Forum, vol. 126, 2016, p. 128-129.
[1076] Ne confirme ni nier, c'est une politique régule dans les années 70 pour éviter que les personnes concernées dans une composition administrative se désavouent des faits. PRIYAH Kaul, « Admit or Deny: A Call for Reform of the SEC's "Neither-Admit-Nor-Deny Policy», University of Michigan Journal of Law Reform, vol. 48, 2015, p 538.
[1077] London Whale c'est le surnom du courtier Bruno Iskik et du scandale résultant d'une perte de plus de six milliards de dollars par la banque JPMorgan Chase en 2012. PATTON, Spencer P. «Archangel Problems: The SEC and Corporate Liability» Texas Law Review, vol. 92, n° 6, 2014, p.1721 et SANTORO, Michael A., «Reforming Financial Industry Executive Compensation Practices to Manage Risk, Build Long-Term Value, and Assure Legal Compliance: Lessons of the 'London Whale' Trade for Volcker Rule Implementation», in ENDERLE Georges, et MURPHY Patrick E., *Ethical Innovation in Business and the Economy*, Edward Elgar Publishing, 2015, p.186.

responsabilisations des entreprises prend une place importante dans la transaction administrative[1078].Malgré le fait qu'en 2013 la SEC a annoncé un changement de sa politique[1079], le mode de fonctionnement des compositions n'a pas changé. Il est caractérisé par l'opacité et le manque du contrôle du juge, car s'il n'y a pas un recours devant le juge il n'y a pas de possibilité d'avoir une surveillance sur le déroulement de la négociation[1080].

682. Un des inconvénients de la transaction administrative au sein de la SEC est que toutes les négociations se font à huis clos. Car l'information à laquelle le public a accès est très limitée[1081], sauf si une procédure de sanction est ouverte ou si à la fin de la procédure de composition un accord est trouvé, mais tous les détails ne sont pas publics. Le manque de transparence peut avoir comme conséquence une capture de l'autorité de régulation par des influences et lobbys[1082].

683. En plus des avantages d'économie de moyens et de coûts, la SEC utilise ses transactions administratives comme une forme de communication au public. C'est-à-dire qu'elle communique ce qu'elle attend du participant du marché. En raison de la grande variété de possibilités qu'a la SEC pour appliquer ses politiques, les accords des compositions administratives servent comme une sorte de précédents pour les prochains cas[1083].

684. Un exemple récent est le cas d'Elon Musk, ancien directeur général de TESLA[1084], qui le 7 août 2018 a tweeté qu'il voulait privatiser Tesla en annonçant un prix supérieur à celui négocié en bourse au moment des tweets. Pour la SEC l'information était douteuse, car la possible transaction dépendait de plusieurs facteurs. A partir des tweets, fallacieux selon la SEC, le prix de l'action de Tesla augmenté de 6 %[1085]. La SEC a ouvert

---

[1078] LOWENFELS Lewis D., et SULLIVAN Michael J., «SEC Policy Change Re Settlements with Admissions of Wrongdoing», SMU Law Review, vol. 68, n° 3, 2015, p. 795.
[1079] « *On June 17, 2013, prior to the Second Circuit's decision and largely in response to Judge Rakoff's criticisms, the SEC announced a change to its long-standing "neither admit nor deny" (NAND) settlement policy*», NEUMANN, Matthew G., « Neither Admit Nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy», Journal of Corporation Law, vol. 40, n° 3, 2015, p. 794.
[1080] VELIKONJA Urska, *op. cit.*, p. 126.
[1081]Le juge Rakoff dans sa décision S.E.C. v. Citigroup Global Markets Inc a déclaré que la cour ne peut devenir le serviteur d'un accord négocié sur la base de faits inconnus: « *The court would not become "a merehandmaiden to a settlement privately negotiated on the basis of unknown facts*» S.E.C. v. Citigroup Global Markets., 827 F. Supp. 2d 332 (S.D.N.Y. 2011.
[1082]VELIKONJA Urska, «Securities Settlements in the Shadows», Yale Law Journal Forum, vol. 126, 2016, p. 134.
[1083] MATHEWS Arthur F., «Litigation and Settlement of SEC Administrative Enforcement Proceedings», Catholic University Law Review, vol. 29, n° 2 1980, p. 275.
[1084] Une entreprise qui fabrique des voitures électriques. https://www.tesla.com/about.
[1085] CLAYTON Jay, Statement Regarding Agreed Settlements with Elon Musk and Tesla, 2018. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-settlements-elon-musk-and-tesla.

une procédure administrative et elle est arrivé à une transaction administrative peu de temps après[1086]

685. En **France** les propositions du Senat et les transpositions des directives européennes ont introduit la composition administrative au siens de l'AMF. La loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a pourvu l'AMF du pouvoir de transaction administrative qui était restreinte aux manquements des obligations professionnelles.

686. En 2016 deux lois ont étendu le champ de la composition administrative. D'un côté, la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché a élargi la transaction aux abus du marché. D'un autre, la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2) a inclus les entreprises de marché, les systèmes de règlement et livraison ainsi que les dépositaires centraux. Elle a aussi inclus tous les manquements prévus par le Code monétaire et financier dans son article L.621-15.

687. La transaction administrative a donc comme but que l'AMF mette « *en œuvre une sanction pécuniaire plus rapide et d'autant plus dissuasive que le quantum des sanctions sera relevé* »[1087]. C'est ainsi que quand elle a été introduite, la doctrine pensa qu'elle allait fonctionner comme aux États-Unis, et « *traiter un grand nombre d'affaires proportionnellement à ses moyens humains et financiers en réservant la procédure de sanction aux cas les plus graves* »[1088]. Mais au contraire de ce qui avait été prévu, l'AMF a fait une utilisation timide de cette mesure alternative de résolution des conflits[1089].

688. La procédure de composition administrative part d'une proposition faite aux personnes poursuivies par le Collège au moment où se fait la notification des griefs[1090] lors de

[1086] Aussi en 2020 a récidividé de la part de Musk qui comme partie de l'accord a laissés son poste de directeur général de Tesla. REIFF Nathan, Elon Musk Out as Board Chair of Tesla, Settles With SEC, 2019. En ligne https://www.investopedia.com/news/elon-musk-out-board-chairman-tesla-settles-sec/.
[1087] CALLUPICA Nicolas et OUDIN Charles Joseph, « Le pouvoir de composition de l'Autorité des marchés financiers vers une contractualisation de la répression en matière boursière », in FRISON-ROCHE Marie-Anne *Responsabilité et régulations économiques*, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2007, p.158.
[1088] KOVAR Jean-Philippe, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », Petites affiches, n° 250, 2010, p. 18.
[1089] SCHILLER Sophie, « L'action de l'Autorité des marchés financiers : la composition administrative », Bulletin July Bourse, n° 02, 2017, p.147, DUFOUR Olivia « Le pouvoir de transaction de l'AMF ne fait pas vraiment recette », Petites affiches, n° 130, 2014 p. 4 et MIRIEU DE LABARRE Caroline, « AMF : la composition administrative. - 5 ans après, l'heure du bilan », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 41, 2015, 1482, par. 3.
[1090] Article L. 621-15 Code monétaire et financier.

l'ouverture d'une procédure de sanction. Si les personnes concernées acceptent la proposition, ils rentrent dans une négociation avec le secrétaire général de l'AMF. Dans la négociation ils peuvent accorder une multiplicité[1091] de choses, mais la loi impose la principale qui est le paiement d'une somme d'agent[1092].

689. La composition peut aboutir à un accord qui est validé pour le Collège et homologué par la Commission de sanctions. Si l'accord est validé et homologué, il doit être nécessairement publié et en cas de non-respect les griefs notifiés sont transmis à la Commission des sanctions pour la réalisation d'une procédure de sanction administrative[1093]. Contrairement à la nouvelle tendance de la politique de la SEC, la transaction administrative auprès de l'AMF n'oblige pas à une admission des faits ou de culpabilité de la part des personnes poursuivies.

690. La procédure a des avantages et des inconvénients. Dans les premiers nous pouvons trouver la célérité de la procédure qui est avantageuse pour les personnes visées et pour l'AMF. Cela produit une optimisation des ressources, ainsi la transaction évite des dommages à la réputation des participants du marché. La composition administrative garantira aux participants du marché concernés une solution rapide et leur évitera une éventuelle sanction[1094].

691. Un des inconvénients de la transaction au sein de l'AMF est qu'il y a des différences marquées avec la procédure de sanction. En premier lieu les droits à une procédure équitable ne sont pas forcément respectés par le secrétaire général et le Conseil de l'AMF. Au contraire la commission de sanctions respecte ses droits et cela fait que les personnes qui acceptent de passer une transaction ont moins de garanties[1095].

692. Le deuxième inconvénient réside dans le fait que l'accord soit publié[1096]. L'absence d'anonymat représente un grand désavantage par rapport aux sanctions de la commission de sanctions, car même s'il n'y a pas une admission de culpabilité ou une

[1091] Par exemple la possible indemnisation des victimes, la remise à niveaux réglementaire, entre autres.
[1092] Article L.621-14-1 alinéa 3 Code monétaire et financier.
[1093] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 155.
[1094] KOVAR Jean-Philippe « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », Petites affiches - n° 250, 2010, p. 18.
[1095] MIRIEU DE LABARRE Caroline, « AMF : la composition administrative. - 5 ans après, l'heure du bilan », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 41, 2015, 1482, par. 4.
[1096] Article L. 621-14-1 Code monétaire et financier.

condamnation, il existe un préjudice dû à une exposition négative de la personne physique ou morale qui s'est soumise à la composition administrative[1097].

693. Un des inconvénients qui a été souligné est le fait que ni le Collège ni le secrétaire général de l'AMF n'ont d'expérience dans l'imposition de sanctions pécuniaires. Dans les accords passés, ils ont négocié des sommes plus élevées que celles imposées normalement par la commission de sanctions[1098]. En outre, il y a les différences entre la procédure de sanction et la transaction qui rendent plus sévère la composition administrative.

694. Il est important de prendre en compte l'histoire du **Costa Rica** qui a été caractérisée par une volonté de propager la culture de paix[1099], mais aussi animée par le fait de permettre un accès plus rapide et plus adapté à la justice. L'utilisation de mesures alternatives pour la résolution des conflits est encouragée depuis 1994. Même la Cour suprême de justice préconise leur utilisation afin de désengorger les tribunaux.

695. La transaction a une base constitutionnelle, l'article 41, qui établit le droit à une justice rapide et efficace et donne donc la possibilité de résoudre les conflits d´une façon rapide devient un droit pour tous. C'est ainsi que la *Ley general de la administración pública,* dans son article 27 et la *Ley sobre resolución alterna de conflictos y promoción de la paz social,* dans son article 2, mettent en place le cadre légal pour que l'Administration publique puisse utiliser la transaction dans ses procédures. Ainsi l'administration centralisée et l'administration décentralisée ont accès à la composition administrative. Il est de la responsabilité du représentant de l'institution de décider s'il transige ou non, avec une décision motivée[1100].

696. Dans le droit costaricien, la transaction est conçue comme un accord entre les parties sans l'intervention d'un tiers, pour résoudre la controverse. L'objectif est d'arriver à des concessions réciproques, sans qu'elles soient pour les deux parties les mêmes. C'est la

---

[1097] SCHILLER Sophie, « L'action de l'Autorité des marchés financiers : la composition administrative », Bulletin July Bourse, n° 2, 2017, p.147 et DARROIS Jean-Michel et MENNESSON Nicolas, « L'extension de la composition administrative aux abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n° 6, 2017, p. 381.

[1098] SCHILLER Sophie, *op. cit.*, p.148 et MIRIEU DE LABARRE Caroline, « AMF : la composition administrative. - 5 ans après, l'heure du bilan », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 41, 2015, 1482, par. 5.

[1099] L'arme costaricienne a été abolie le 1 décembre 1948 instaurant une ambiance de paix. Aussi l'article 1 de la *Ley sobre resolución alterna de conflictos y promoción de la paz social* établi la paix sociale comme un de ses principaux objectifs.

[1100] PGR, Avis C-388-2008 28 octobre 2008, et PGR, Avis C-024-2009, 4 février 2009 et C-273-2010, 23 décembre 2010.

forme la plus simple de mettre fin à un litige[1101]. Le juge constitutionnel[1102] et la première Salle de Cassation ont assuré que c'est le droit de toute personne d'avoir accès aux mesures de résolution alternée de conflits dans le respect de l'intérêt général[1103]. Il est limité par le principe de légalité, l'irrénonciabilité des prérogatives administratives et par l'intérêt public.

697. L'application de la *Ley sobre resolución alterna de conflictos y promoción de la paz social* permet à la SUGEVAL, avec l'autorisation du Superintendant, d'utiliser la transaction administrative. Elle peut être lancée à n'importe quel moment de la procédure administrative. Les négociations sont confidentielles, comme c'est le cas de la SEC, mais l'accord des parties est un document public comme le sont les accords de l'AMF. La confidentialité des négociations permet d'exprimer avec liberté toutes les possibilités sans que ces discussions puissent ultérieurement être considérées comme éléments de preuve[1104]. Une procédure de transaction administrative n'implique pas que les parties renoncent à la possibilité du contrôle judiciaire de l'accord, mais comme dans les autres cas analysés ce n'est pas vraiment le but des parties.

698. Ainsi que dans les autres pays étudiés les compositions administratives au sein de la SUGEVAL ont des objectifs clairs qui visent l'économie de ressources : des moyens financiers et des moyens personnels, ainsi que la protection du renom des personnes concernées, la protection du marché et la confiance des investisseurs. La grande différence avec les autres pays analysés est qu'au Costa Rica la transaction est considérée comme un droit qui se dégage de la Constitution. Elle ouvre même pour assurer à la population une justice réelle comme l'a développé la Salle constitutionnelle dans la jurisprudence citée.

699. L'efficacité de la composition administrative semble être un des points partagés par les trois pays. Elle donne aux autorités une célérité dans la procédure et une maitrise de ses ressources et permet trouver une solution consensuelle aux manquements avec la possibilité d'une compensation réelle envers les victimes.

[1101] PGR, Avis OJ-48-99, 29 avril 1999 et Avis C-74-89, 21 avril 1989.
[1102] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 2003-7981 15h11 5 août 2003.
[1103] «*VII.- (...) La Constitución Política otorga a las personas de derecho, sean públicas y/o privadas, la facultad de solucionar sus diferencias a través de procesos no jurisdiccionales, mediante lo que se ha denominado resolución alternativa de conflictos, dentro de los cuales se incluyen la conciliación, la mediación y el arbitraje, como derecho derivado del numeral 43 del texto constitucional*» Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia de Costa Rica, n° 069-2005, 11h10 9 février 2005.
[1104] Article 14 Ley sobre resolución alterna de conflictos y promoción de la paz social.

Sous-section 2. Les lanceurs d'alerte

700. Les lanceurs d'alerte, l'alerte éthique ou le *whistleblowing*[1105] sont « *le fait, pour un membre (ancien ou actuel), d'une organisation de révéler l'existence de pratiques illégales, immorales ou illégitimes dont l'employeur a la maîtrise, à une personne ou à un organisme susceptible de remédier à la situation* »[1106].

701. Le terme a été utilisé pour la première fois aux **États-Unis** en 1963 dans le cas d'Otto Otopeka[1107]. Un mécanisme similaire a été instauré au dix-neuvième siècle[1108], qui a donné des documents confidentiels sur les risques dans la sécurité de la nouvelle administration au président de la sous-commission de sécurité interne du Senat[1109]. Le *whistleblowing* est devenu un moyen de dénoncer des manquements, de mauvaises pratiques, de la fraude ou de la corruption qui sont détectées soit au sein des gouvernements, soit au sein des entreprises. Mais les lanceurs d'alerte dénoncent seulement quand ils peuvent assurer la continuité de leurs moyens de vie d'une forme directe et réelle[1110], car dénoncer entraîne la possible perte de son travail et de sa réputation[1111].

702. La première loi de protection des employés fédéraux qui sont devenus lanceurs d'alerte a été édictée en 1978, la *Civil Service Reform Act* (CSRA). Elle a été réformée en 1989 pour la *Whistleblower protection Act* qui a cherché plus de protection pour les lanceurs d'alerte, toujours discriminés et objet de représailles par leurs employeurs ou par leurs collègues. Car évidement quand un lanceur d'alerte prévient des actions d'abus ou corruptions

---

[1105] Souffler dans le sifflet.
[1106] CHARREIRE-PETIT Sandra et SURPLY Joëlle « Du whistleblowing à l'américaine à l'alerte éthique à la française : enjeux et perspectives pour le gouvernement d'entreprise », M@n@gement, vol. 11, n° 2, 2008, p. 113.
[1107] PETERSEN James C. et FARRELL Dan, *Whistleblowing: Ethical and Legal Issues in Expressing Dissent (Module series in applied ethics),* Kendall/Hunt Publishing Company, 1986, p. 2 et CHARREIRE-PETIT Sandra et SURPLY Joëlle, *op. cit.*, p. 115.
[1108] False Claims Act (FCA) Voir LACHAPELLE Amélie, « Le lancement d'alerte (whistleblowing), une atteinte au secret financier voulue par l'autorité ? » Revue internationale de Droit comparé, n° 1, 2019 ; p. 67 et National Whistleblower Center, The False Claims Act. En ligne https://www.whistleblowers.org/protect-the-false-claims-act/.
[1109] Ce cas en a aidé d'autres cas par exemple celui de Daniel Ellsberg qui en 1971 a donné des documents confidentiels du Pentagone au journal *New York Times* sur des omissions du gouvernement au Vietnam.
[1110] WATNICK Valerie, « Whistleblower Protections under the Sarbanes-Oxley Act: A Primer and a Critique», Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 12, n° 5, 2007, p. 834.
[1111] « *Congress recognized that whistleblowers often face the difficult choice of remaining silent or reporting and committing "career suicide* », HEYMAN Susan B, «Digital Realty Trust v. Somers: Whistleblowers and Corporate Retaliation», Roger Williams University Law Review, vol. 24, n° 1, 2019, p. 87.

il est considéré comme une personne déloyale et un traître par ses collèges et sur son lieu de travail[1112].

703. En 2002 après des scandales comme Enron[1113] et WorldCom[1114], le législateur américain a mis en place la *Sarbenes Oxley Act* qui cherche à protéger davantage les lanceurs d'alerte. Normalement, les lois précédentes prévoient une procédure pour éviter que les lanceurs d'alerte soient objet de discriminations en raison des informations données ou des dénonciations faites, d'une façon bienveillante, sur des possibles manquements aux lois de valeurs mobilières[1115].

704. L'intérêt de la loi était que quiconque ayant des informations sur des délits d'entreprise puisse devenir témoin avec une protection contre les représailles selon les dispositions de la loi[1116]. Son intention étant que les entreprises déploient une procédure interne anonyme pour dénoncer des fraudes, autrement dit une procédure de gouvernance d'entreprise pour protéger les lanceurs d'alerte et l'intégrité de l'entreprise[1117]. Si les lanceurs d'alerte font l'objet d'un licenciement abusif à causes des dénonciations faites, ils peuvent présenter une plainte dans le *Department of Labor*[1118] qui réalise une enquête et s'il considère qu'il y a cause raisonnable, il ordonne la réinstallation de la personne dans son poste, suivie d'une audience si elle est demandée par une des parties. Le lanceur d'alerte doit prouver que l'information donnée sur les manquements est l'élément qui a favorisé le licenciement ou la

[1112] LANDAU, Gil «*Is It Safe to Speak up Now: Evaluating the Expansion of Whistleblower Protection Act Jurisdiction* », Journal of the National Association of Administrative Law Judiciary, vol. 36, n° 2, 2016, p. 472 et FISHER Bruce D., «The Whistleblower Protection Act of 1989: A False Hope for Whistleblowers », Rutgers Law Review, vol. 43, n° 2, 1991, p. 415.

[1113] Enron était une entreprise d'énergie basée à Houston qui était la septième plus grande entreprise de capitalisation boursière dans l'année 2000 et qui en 2001 s'est déclarée en faillite à cause d'une fraude financière et d'un manque de contrôle de gestion BRATTON, William W, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value », Tulane Law Review, vol. 76, 2002, p. 1277, THOMPSON, Robert B., « Corporate Governance after Enron », Houston Law Review, vol. 40, n° 1, 2003, p.101.

[1114] C'était une entreprise de télécommunications qui est devenue un des plus grands scandales de comptabilité des États-Unis. HAYES Adam, The Rise and Fall of WorldCom, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/w/worldcom.asp.

[1115] 18 U.S. Code § 1514A (a) (1)). Voir aussi BAYNES Leonard M., « Just Pucker and Blow: An Analysis of Corporate Whistleblowers, the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Sarbanes-Oxley Act», St. John's Law Review, vol. 76, n° 4, 2002, p. 889.

[1116] WATNICK Valerie, « Whistleblower Protections under the Sarbanes-Oxley Act: A Primer and a Critique», Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 12, n° 5, 2007, p. 832.

[1117] 15 U.S.C.A.§ 78j-1.

[1118] 49 U.S. Code § 42121 (b).

discrimination affirmée[1119]. Ce dernier élément constitue un point négatif de la réforme, car le poids de la preuve reste dans les mains du lanceur d'alerte[1120].

705. À nouveau après la crise de 2007/2008, la Dodd-Frank a introduit le programme de protection des lanceurs d'alerte de la SEC[1121]. Elle définit le lanceur d'alerte comme l'individu qui fournit des informations liées à une violation des lois des valeurs financières[1122]. Pour sa part, la réglementation, *Rule 21 F-2,* donne pratiquement la même définition que la loi, mais ajoute le fait que les entités ou entreprises ne se qualifient pas comme lanceurs d'alerte[1123].

706. C'est ainsi que la loi crée un système de récompenses. C'est-à-dire que la SEC paye à certains lanceurs d'alerte des récompenses quand ils ont collaboré volontairement en donnant des informations qui aident la SEC pour poursuivre les auteurs de manquements. En plus, la loi a créé un bureau au sein de la SEC pour recevoir les dénonciations et déterminer si elles méritent une procédure d'enquête. La récompense du lanceur d'alerte peut-être entre 10 ou 30 pour cent du montant de la sanction imposée par la SEC et grâce à cette information, elle doit être d'un minimum d'un million de dollars[1124]. La décision d'octroyer ou refuser des récompenses appartient à la SEC. Elle doit prendre en considération, lors de la prise de décision, l'importance de l'information pour la réussite de l'action administrative ou judiciaire, le degré de l'assistance[1125].

707. La *Dodd-Frank Act* insiste sur deux éléments importants pour que le système de récompenses de lanceur d'alerte fonctionne : le caractère volontaire de la soumission de

---

[1119] WATNICK Valerie, *op. cit.*, p. 838.

[1120] Cette réforme a été considérée comme inefficace pour la complexité pour présenter une plainte, pour la courte durée du délai de prescription et le manque de remèdes pour arriver à un arrangement entre les parties. Voir DWORKIN Terry M., « SOX and Whistleblowing », Michigan Law Review, vol. 105, n° 8, 2007, p. 1765. Aussi la loi présente des défiances explicités par BAYNES Leonard M., « Just Pucker and Blow: An Analysis of Corporate Whistleblowers, the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Sarbanes-Oxley Act » St. John's Law Review, vol. 76, n° 4, 2002, p. 896: « *the Act fails to address or provide sufficient protection, i.e., (1) non-securities fraud matters are not covered; (2) low-level employees may not be aware of the protections; (3) no guidance is given as to when to report wrongdoing to outside authorities or to a supervisor; (4) no guidance is given as to when the whistleblower should go over his or her supervisor's head to senior management; and (5) no protection is given to undercover retaliations that do not quite manifest themselves as a "discharge, demotion, suspension, threat, or other manner of discrimination*».

[1121] COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Casebook, 2017, p. 832.

[1122]15 U.S. Code § 78u–6 (a) 6.

[1123] 17 CFR Parts 240 and 249.

[1124] 15 U.S. Code § 78u–6 (b).

[1125] 15 U.S. Code § 78u–6 (c)(B).

l'information et aussi l'originalité de l'information que le lanceur d'alerte donne à la SEC[1126]. Une information est considérée originale quand elle a été obtenue d'une manière indépendante, que la SEC ne l'a pas eue par un autre moyen. Un autre aspect important est que l'information doit être donnée après le 21 juillet 2010, car c'est la date d'entrée en vigueur de la *Dodd-Frank Act*[1127].

708. Un autre élément remarquable concerne la protection que la *Dodd-Frank Act* prévoit pour les lanceurs d'alerte. Comme dans les lois précédentes, elle interdit aux patrons de discriminer ou d'exercer des mesures de représailles contre les lanceurs d'alerte[1128]. Le lanceur d'alerte est autorisé à amener son patron devant le juge pour avoir sa réinstallation dans la même position avec la même ancienneté, deux fois son salaire avec des intérêts et le remboursement des frais de la procédure, ainsi que des honoraires de son avocat[1129].

709. La *Rule 21 F-2* interdit toute entrave à une communication directe avec la SEC et son personnel sur de possibles manquements aux lois de valeurs mobilières. Cette interdiction va contre toute menace de faire exécuter un accord de confidentialité[1130]. L'intérêt de la loi et de la réglementation est de protéger et faciliter une communication fluide entre la SEC et quiconque est susceptible d'avoir des informations importantes pour éviter des délits ou des manquements pouvant entraîner un scandale et une perte de confiance des investisseurs et mettant en danger la stabilité des marchés financiers. La SEC a réitéré cette position dans la procédure administrative contre KBR, Inc., au cours de laquelle elle a sanctionné l'entreprise pour avoir imposé aux témoins de certaines enquêtes la signature des clauses de confidentialité[1131].

710. Les dénonciations ont augmenté après la mise en œuvre des récompenses[1132], cela peut mettre à l'épreuve la capacité de la SEC à toutes les traiter, nous sommes devant un problème de ressources de l'autorité. Mais la vraie critique du système mis en place par la *Dodd-Frank Act* est le fait que même si un lanceur d'alerte a participé aux fraudes il peut

---

[1126] 17 CFR § 240.21F-4.
[1127] 17 CFR § 240.21F-4 (b).
[1128]15 U.S. Code § 78u–6 (h).
[1129] 15 U.S. Code § 78u–6 (h)(1)(C).
[1130] 17 C.F.R. § 240.21F-17(a).
[1131] KBR, Inc., 2015 WL 1456619.
[1132] The Commission received over 5,200 whistleblower tips in FY 2019, the second highest number of tips received in a fiscal year and a 74 percent increase since the beginning of the program. SEC Annual report to Congress on the Dodd-Frank whistleblower program, p. 2. En ligne https://www.sec.gov/files/sec-2019-annual%20report-whistleblower%20program.pdf.

bénéficier d'un pourcentage de la sanction imposée par la SEC. Au lieu d'être versées aux lanceurs d'alerte, elles devraient l'être aux investisseurs qui ont subi des dommages[1133].

711. Le programme de protection des lanceurs d'alerte a été mis à l'épreuve par la décision de la Cour suprême *Digital Realty Trust, Inc. v. Somers*[1134] qui a donné une définition restreinte des personnes qui peuvent être considérées comme lanceurs d'alerte. Elle a affirmé que pour avoir les protections de la *Dodd-Frank Act* il ne faut pas seulement prévenir son employeur, mais aussi la SEC[1135]. Ceci affecte les dispositions de contrôle interne mises en place par les entreprises pour la dénonciation des violations et afin que les entreprises puissent les corriger, ce qui avait été établi par la *Sarbanes-Oxley Act*[1136]. Ces pratiques de gouvernance sont très coûteuses pour les entreprises et la décision peut les dissuader de continuer avec ces programmes parce que les dénonciations se font à l'extérieur de l'entreprise. Cela peut mettre en péril le système de protection des lanceurs d'alerte qui peut être invalidé par les dénonciations. En plus, cette définition est préjudiciable pour les avocats ou juristes, surtout s'ils travaillent à l'intérieur de l'entreprise[1137].

712. En **France** il existe déjà certaines dispositions législatives pour la protection des lanceurs d'alerte comme les articles L. 1132-3-3[1138] et 1161-1[1139] du Code du travail. Elles

[1133] Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate, Hearing on Surveying the Investor Protection Provisions Contained in The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act One Year After Its Implementation July 12, 2011. En line https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg72338/html/CHRG-112shrg72338.htm.
[1134] Digital Realty Trust, Inc. v. Somers, 583 U.S. (2018).
[1135] HEYMAN Susan B., «Digital Realty Trust v. Somers: Whistleblowers and Corporate Retaliation» Roger Williams University Law Review, vol. 24, n° 1, 2019, p. 90 et FILLER Ronald H., et MARKHAM Jerry W., «Whistleblowers - A Case Study in the Regulatory Cycle for Financial Services», Brooklyn Journal of Corporate, Financial &Commercial Law, vol. 12, n° 2, 2018, p. 318.
[1136] FILLER Ronald H., et MARKHAM Jerry W., *op. cit.*, p. 318.
[1137] HEYMAN Susan B., «Digital Realty Trust v. Somers: Whistleblowers and Corporate Retaliation», Roger Williams University Law Review, vol. 24, n° 1, 2019, p. 100.
[1138] « *Aucune personne ne peut être écartée d'une procédure de recrutement ou de l'accès à un stage ou à une période de formation en entreprise, aucun salarié ne peut être sanctionné, licencié ou faire l'objet d'une mesure discriminatoire, directe ou indirecte, notamment en matière de rémunération, au sens de l'article L. 3221-3, de mesures d'intéressement ou de distribution d'actions, de formation, de reclassement, d'affectation, de qualification, de classification, de promotion professionnelle, de mutation ou de renouvellement de contrat, pour avoir relaté ou témoigné, de bonne foi, de faits constitutifs d'un délit ou d'un crime dont il aurait eu connaissance dans l'exercice de ses fonctions… pour avoir signalé une alerte dans le respect des articles 6 à 8 de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique* ».

prévoient qu'un salarié qui aurait relaté ou témoigné, de bonne foi, soit à son employeur, soit aux autorités judiciaires ou administratives, des faits de corruption dont il aurait eu connaissance dans l'exercice de ses fonctions, ne peut pas être objet de discrimination.

713. En **Europe**, l'introduction du statut des lanceurs d'alerte dans le droit financier s'est fait par le règlement européen nº 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus du marché (MAR) et par la directive nº 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché et le règlement d'exécution nº 2015/2392 du 17 décembre 2015. En France la transposition de ces normes s'est faite par la loi nº 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2) qui a introduit le *whistleblowing*.

714. La loi Sapin 2 donne dans son article 6 une définition du lanceur d'alerte :

> « *Un lanceur d'alerte est une personne physique qui révèle ou signale, de manière désintéressée et de bonne foi, un crime ou un délit, une violation grave et manifeste d'un engagement international régulièrement ratifié ou approuvé par la France, d'un acte unilatéral d'une organisation internationale pris sur le fondement d'un tel engagement, de la loi ou du règlement, ou une menace ou un préjudice grave pour l'intérêt général, dont elle a eu personnellement connaissance* »[1140].

715. De cette définition nous pouvons dégager certaines conditions pour pouvoir être considéré comme lanceur d'alerte : a) avoir eu personnellement connaissance des faits, b) être un dénonçant de bonne foi, c) ne pas tirer de profit ou de rémunération de l'alerte (être désintéressé) et d) ne pas chercher à nuire[1141]. La définition que donne la loi est générale sans qu'elle soit exclusive au droit financier, malgré cela une procédure pour le secteur financier a été mise en place. Le Code monétaire et financier oblige l'AMF à mettre en « *en place des*

[1139] « *Aucune personne ne peut être écartée d'une procédure de recrutement ou de l'accès à un stage ou à une période de formation en entreprise, aucun salarié ne peut être sanctionné, licencié ou faire l'objet d'une mesure discriminatoire, directe ou indirecte, notamment en matière de rémunération, de formation, de reclassement, d'affectation, de qualification, de classification, de promotion professionnelle, de mutation ou de renouvellement de contrat pour avoir relaté ou témoigné, de bonne foi, soit à son employeur, soit aux autorités judiciaires ou administratives, soit, en dernier ressort, à un journaliste, au sens de l'article 2 de la loi du 29 juillet 1881 sur la liberté de la presse, de faits de corruption dont il aurait eu connaissance dans l'exercice de ses fonctions. Toute rupture du contrat de travail qui en résulterait, toute disposition ou tout acte contraire est nul de plein droit* ».

[1140] Article 6, loi nº 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2).

[1141] ALT Éric, « De nouvelles protections pour les lanceurs d'alerte : À propos de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 », La Semaine Juridique, n° 4, 2017, p. 159.

procédures permettant que leur soit signalé, par des canaux de communication sécurisée et garantissant l'anonymat des personnes communiquant des informations à cette fin, tout manquement aux obligations »[1142] légales et réglementaires des valeurs mobilières. La procédure est comprise dans le Règlement général de l'AMF.

716. La procédure que le règlement met en place est très légère, en comparaison avec celle de la SEC. Car le Secrétaire général de l'AMF se voit obligé de désigner et former un personnel spécialisé pour la réception des dénonciations[1143], de publier les informations sur le site internet[1144], de créer des « *canaux de communication indépendants et autonomes, sûrs et garantissant la confidentialité, pour la réception et le suivi des signalements des manquements* »[1145], ainsi qu'un registre confidentiel des lanceurs d'alertes et d'envoyer un accusé de réception sans « *compromettre la confidentialité du lanceur d'alerte* »[1146].

717. Les entreprises sont obligées de créer ces mécanismes de dénonciation[1147]. Mais la plupart ont déjà ces dispositifs. Car avec la pression internationale de la *Sarbanes Oxley Act*, la plupart des entreprises du CAC 40 se sont adaptées[1148]. Puisque la plupart des sociétés françaises cotées aux États-Unis sont contraintes par cette loi de mettre en place des mécanismes d'alerte professionnelle[1149], la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL) a instauré l'autorisation unique n° AU-004 pour la protection des données à caractère personnel[1150].

718. La loi Sapin II a voulu inclure une sorte d'aide économique comme dans la *Dodd-Frank Act*, mais cette aide a été déclarée inconstitutionnelle par le Conseil Constitutionnel[1151]

[1142] Article L. 634-1 Code monétaire et financier.
[1143] Article 145-1 Règlement général de l'AMF.
[1144] Article 145-2 Règlement général de l'AMF.
[1145] Article 145-3 Règlement général de l'AMF.
[1146] Article 145-4 Règlement général de l'AMF.
[1147] Article 8 loi nº 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2) et le décret n° 2017-564 du 19 avril 2017 relatif aux procédures de recueil des signalements émis par les lanceurs d'alerte au sein des personnes morales de droit public ou de droit privé ou des administrations de l'État.
[1148] « *C'est par le biais de la loi SOX que les entreprises françaises cotées aux États-Unis et leurs filiales se sont familiarisées avec les dispositifs d'alerte professionnelle qui, reconnaissons-le, n'étaient pas dans nos habitudes. En France, dénonciation signifiait et signifie encore souvent délation, le souvenir de l'époque du régime de Vichy n'étant pas si loin* », LENOIR Noëlle, « Les lanceurs d'alerte : Une innovation française venue d'outre-Atlantique », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 42, 2015, 1492, p. 39 et BOURSIER Marie-Emma, « L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n° 09, 2016, par. 28.
[1149] POULLE Jean-Baptiste et KHAN Sandra, « *Le whistleblowing : réflexions sur les derniers développements en matière financière* », Revue de Droit bancaire et financier, 2015, n° 6, p. 19
[1150]BOURSIER Marie-Emma, *op. cit.*, par. 31-32.
[1151] Décision n° 2016-740 DC du 8 décembre 2016.

malgré la disposition de l'article 32 alinéa 4 du règlement MAR[1152]. Cependant la loi a instauré une irresponsabilité pénale[1153], qui n'existe pas aux États-Unis, quand les lanceurs d'alerte révèlent des informations qui peuvent être couvertes par le secret professionnel et quand « *cette divulgation est nécessaire et proportionnée à la sauvegarde des intérêts en cause* »[1154]. De plus, les personnes doivent remplir les critères de la définition de l'article 6 de la loi Sapin pour être considérées lanceurs d'alerte et suivre les procédures désignées pour donner l'alerte[1155].

719. Ce dernier point comporte aussi une différence avec la SEC. Comme nous l'avons signalé précédemment, la Cour suprême impose aux lanceurs d'alerte d'informer impérativement la SEC pour avoir une protection contre les représailles[1156] alors que dans le cas français, la loi prévoit que le lanceur d'alerte informe son employeur de la défaillance ou de la faute constatée[1157].

720. Au **Costa Rica,** les scandales de Enron et WorldCom, la promulgation de lois comme la *Sarbanes Oxley Act,* mais aussi les scandales internes de corruption comme les paiements irréguliers de Fischel et Alcatel[1158] pour gagner des marchés publics ont forcé le législateur costaricien à adapter le marché interne. Le *Reglamento al título II de la Ley N°9699 Responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos denominados "Modelo facultativo de organización, prevención*

[1152] « *Les États membres peuvent prévoir l'octroi d'incitations financières, conformément au droit national, aux personnes qui fournissent des informations pertinentes au sujet de violations potentielles du présent règlement, lorsque ces personnes ne sont pas soumises à d'autres obligations légales ou contractuelles préexistantes de communiquer de telles informations, et à condition que ces informations soient nouvelles et qu'elles amènent à infliger une sanction administrative ou pénale ou à prendre une autre mesure administrative pour cause de violation du présent règlement* » Règlement (UE) No 596/2014 du Parlement Européen et du CONSEIL du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

[1153] Article 122-9 (V) Code pénal.

[1154] *Ibidem.*

[1155] « *L'article 8 organise une telle procédure de signalement, selon une « gradation des canaux de signalement » 3 en trois niveaux : l'alerte doit être adressée au supérieur hiérarchique, à l'employeur ou à un référent désigné par celui-ci (1er niveau) ; à l'autorité judiciaire, à l'autorité administrative ou aux ordres professionnels (2e niveau) ; à défaut de traitement dans un délai de trois mois, le signalement peut être rendu public (3e niveau). En cas d'urgence (« danger grave et imminent » ou « risque de dommages irréversibles »), le lanceur d'alerte peut directement s'adresser aux autorités du deuxième niveau voire rendre public son alerte. L'article prévoit également la mise en place de procédures de recueil des signalements* », Décision n° 2016-740 DC du 8 décembre 2016. Voir aussi CEDH, 12 févr. 2008, n° 14277/04, Gujac/Moldova: JurisData n° 2008-010477 § 73.

[1156] Digital Realty Trust, Inc. v. Somers, 583 U.S. (2018).

[1157] Article 8 loi nº 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (Sapin 2).

[1158] ARTAVIA ARAYA Fernando, «Licitando lo ilícito: Reflexiones en torno al caso CCSS-Fischel e ICE-Alcatel*»,* Revista de Ciencias Sociales, 2009, p. 28.

de delitos, gestión y control[1159] établi l'obligation des entreprises de mettre en place un système de dénonciation des fautes et fraudes au sien des entreprises. Il existe aussi une obligation de protection des lanceurs d'alerte pour qu'ils ne deviennent pas victimes de harcèlement.

721. Le CONASSIF a pris des mesures avec le *Reglamento de auditores externos y medidas de gobierno corporativo aplicable a sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL y SUPEN* en 2005. Dans le considérant VI de la motivation de ce règlement, le CONASSIF a indiqué qu'il est nécessaire de mettre en place des mesures de gouvernance dans la structure des entreprises supervisées pour avoir plus de transparence et aussi pouvoir établir une chaîne de responsabilités plus claires dans les entreprises[1160]. Il a rencontré une forte opposition, car il n'a pas été consulté et il a donc imposé certaines dispositions plus restrictives que celles de la *Sarbanes Oxley Act*[1161]. C'est ainsi que la Salle constitutionnelle a décidé que ces dispositions qui demandent des mesures extrêmes et coûteuses étaient inconstitutionnelles[1162].

722. Par ailleurs, le *Reglamento sobre Gobierno Corporativo* a cherché à donner la confiance aux investisseurs sur la gestion responsable de l'entreprise. Aussi il a mis en place l'adoption d'un code de conduite et de gouvernance par les entreprises qui sont l'objet de supervision des Surintendances financières[1163]. Le CONASSIF a adopté un nouveau règlement le 8 novembre du 2016 qui instaure un nouveau modèle de gouvernance d'entreprise pour les entreprises cotées au Costa Rica, reposant sur des principes et non sur des prescriptions[1164]. Ce règlement prend en compte les standards internationaux adoptés après la crise par les organismes internationaux et aussi les défaillances des entreprises en termes de gouvernance et de gestion de risques, comme la régulation faible ou inexistante.

723. C'est ainsi que l'article 41 alinéa 3 de ce règlement établit l'obligation d'informer à la Surintendance des faits ou situations qui font courir un risque à la sécurité ou liquidité de l'entité fiscalisée. Toutefois il demande la communication des faits inhabituels, qui en raison

---

[1159] Article 13 et 14 Reglamento al título II de la Ley N° 9699 Responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos denominados "Modelo facultativo de organización, prevención de delitos, gestión y control.

[1160] Reglamento de Auditores Externos aplicable a los sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE.

[1161] VILLALOBOS Adelina, «Los códigos de conducta en sociedades no cotizadas y no supervisadas: Un análisis del entorno costarricense», Revista Judicial, Costa Rica, nº 109, 2013, p. 181.

[1162] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2006-017599 des 15 h 6 du 6 décembre 2006.

[1163] SUGEF, SUGEVAL et SUPEN.

[1164] Motivation du Reglamento sobre Gobierno Corporativo.

de leur importance affectent les agissements ou responsabilités de l'entreprise, ainsi que les valeurs qu'elle a émise. Également, le règlement affirme dans l'alinéa suivant la nécessité d'une collaboration avec le régulateur et les comptables externes de la part de tous les collaborateurs de l'entreprise.

724. Cependant la mesure qui se rapproche le plus des systèmes mis en place dans les autres pays est ce que l'article 41 alinéa 5 du *Reglamento sobre Gobierno Corporativo* établit : que toute partie intéressée, ses employés, les organes représentatifs de l'entreprise puissent, librement, à l'interne de l'entreprise, manifester à la direction ses inquiétudes sur de possibles pratiques illégales ou non éthiques[1165]. Les entreprises doivent garantir que les droits de la personne qui fait ces déclarations sont respectés. De plus les entreprises supervisées doivent adopter des conduites internes où ils mettent en place des structures de compliance ainsi que des procédures de contrôle et gestion de risques, selon l'article 4 du *Reglamento sobre Gobierno Corporativo.*

725. La SUGEVAL a un mécanisme de réception de dénonciation[1166], mais contrairement à la SEC et à l'AMF, il n'a pas une procédure spécifique pour les dénonciations des lanceurs d'alerte ou des mesures spéciales de protection. Malgré cela existe une protection constitutionnelle dans les articles 33 et 56 de la Constitution costaricienne qui dispose que toutes les personnes sont égales devant la loi et que nul ne peut être discriminé et que les personnes ont droit au travail[1167]. Cependant il existe aussi une protection légale et internationale : les dispositions du Code du travail et les accords de l'Organisation mondiale du travail[1168].

726. Les trois pays ont instauré des mesures pour éviter des scandales et des fraudes. Néanmoins dans le cas des États-Unis et de la France leurs législations visent à protéger les lanceurs d'alerte de n'importe quel type de discrimination et représailles. La législation costaricienne a pour but une gouvernance d'entreprise pour avoir plus de transparence dans la gestion des entités supervisées. Le droit costaricien n'oublie pas les lanceurs d'alerte, car l'article 41 alinéa 5 contraint les entreprises à créer des canaux pour un dialogue libre quand les personnels ou les directives ont connaissance des irrégularités.

[1165] Article 41 alinéa 5 Reglamento sobre Gobierno Corporativo.
[1166]SUGEVAL, Denuncias. En ligne http://www.sugeval.fi.cr/serviciosytramites/paginas/denunciasparticipantes.aspx.
[1167]Article 56 Constitution politique du Costa Rica.
[1168]Article 409 Code du travail et Convention concernant la discrimination (emploi et profession) nº C111 du 25 juin 1958.

727. Il est certain que le rôle des lanceurs d'alerte dans le monde financier est nécessaire, mais en raison de sa complexité, ceux-ci méritent une protection ultérieure, car les conséquences de leur alerte peuvent ruiner leur carrière. Chaque pays a adapté ce dispositif à sa culture juridique : la SEC au travers de la compensation économique, l'AMF en mettant en place les conditions d'une plus grande confidentialité et la SUGEVAL avec des codes de gouvernance d'entreprise pour encourager et protéger l'institution de lanceur d'alerte

Conclusion du Chapitre II

728. Les pouvoirs des autorités de régulation sont essentiels pour le développement de leur action. Les pouvoirs classiques ont démontré qu'ils sont toujours d'actualité, mais au vu des nouvelles techniques et produits il est indispensable qu'ils soient renforcés. Les autorités de régulation doivent avoir la possibilité d'être flexibles dans un monde financier qui est en constante évolution.

729. La réglementation et la sanction sont des outils indispensables de la régulation et la *soft law* est cet élément qui se situe entre les deux et qui donne la flexibilité recherchée pour influencer l'action des opérateurs vers une harmonisation de leur action en fonction de ce qui est attendu par le régulateur. Les enquêtes et contrôles jouent un rôle dissuasif, mais sont aussi un cadre pour les opérateurs.

730. Les nouveaux pouvoirs de transaction et la protection des lanceurs d'alerte ont pour but un assouplissement des processus de sanction. La première permet que le cas soit résolu plus rapidement et sans investir autant de ressources avec l'imposition des mesures de réparation. La seconde est un outil de la compliance qui aide à retrouver la confiance perdue par les investisseurs avec un système de dénonciation qui encourage les lanceurs d'alerte, car ils peuvent être protégés par la suite des représailles.

731. Les pouvoirs doivent être en constante révision et renouvellement, car les participants du marché sont continuellement en train de créer et d'innover et les autorités de régulation ont aussi besoin d'être à la hauteur. Il existe encore, après les réformes introduites, un besoin de flexibilité dans l'action des autorités de régulation, car les innovations financières sont présentes tous les jours et le temps de réaction du législateur n'est pas le même que celui d'un régulateur avec une flexibilité accrue. Cela permet d'identifier des

risques et de réagir plus rapidement. L’essence de la régulation des marchés financiers à notre époque dépend aussi du temps de réaction pour éviter des évènements qui peuvent devenir des crises systémiques.

CONCLUSION DU TITRE II

732. Les autorités de régulation sont placées hors hiérarchie administrative. En raison de cette situation, le législateur leur a octroyé des compétences étendues. L'ampleur des compétences des régulateurs est aussi une justification de leur indépendance. Les autorités de régulation, spécialement celles chargées de la régulation financière, ont à la base plusieurs missions et pouvoirs qui leur permettent d'avoir une action très large.

733. Les participants du marché, mais aussi quelques tendances doctrinales n'ont pas été toujours favorables à une intervention[1169] très approfondie des autorités de régulation, mais les crises et les événements qui se sont produits à cause de ce manque d'intervention rendent nécessaire une action accrue des régulateurs. C'est ainsi que les autorités de régulation financière ont vu leurs attributions renforcées en raison des défaillances et risques soulevés par la crise de 2007/2008.

734. Les missions que la loi a donné aux régulateurs constituent un guide pour l'action des autorités. Cela permet aux régulateurs de fixer les objectifs nécessaires pour un bon fonctionnement des marchés et une protection efficace des investisseurs. La consolidation des missions passe par la régulation des instruments et des conduites qui par le passé n'étaient pas dans la sphère de compétences des régulateurs. Elle passe aussi par la protection accrue des investisseurs.

735. La dite crise a démontré que plusieurs domaines et produits de la finance ont été laissés sans régulation (le *shadow banking*, les *subprimes*, etc.), parfois par une volonté claire de la loi et d'autres fois par la complexité des marchés. Les opérateurs ont aussi contribué à la radiation de certains secteurs par le *lobbying* face aux législateurs, mais aussi par la création de nouveaux dispositifs qui échappent aux missions des régulateurs. C'est ainsi que le besoin latent d'élargir les missions des autorités a été reconnu après la crise pour pallier les critiques concernant d'un côté d'une régulation défaillante et d'un autre côté une régulation complaisante.

[1169] KENNEDY Gavin, «Adam Smith and he role of the metaphor of an invisible hand», Economic affairs, 2011, vol. 31, p. 54.

736. L'accroissement des pouvoirs est ce qui va permettre aux régulateurs d'accomplir leurs missions. Les autorités de régulation ont des pouvoirs classiques de grande ampleur qui répliquent d'une certaine façon les fonctions de l'État. Le pouvoir réglementaire donne la possibilité aux régulateurs de créer des règles propres au secteur financier. Les autorités ont aussi le pouvoir d'inciter les opérateurs par les actes de droit souple. Si tous ces pouvoirs n'ont pas un résultat sur les actions des participants du marché, les autorités de régulation ont toujours un pouvoir de sanction. Ces pouvoirs sont toujours utilisés par les régulateurs, mais leur renforcement a été nécessaire. Tous ces pouvoirs ont été renforcés pour leur donner une plus grande flexibilité et aussi une portée plus étendue aux autorités de régulation. L'inclusion d'un pouvoir de transaction fait gagner du temps et des ressources dans les procédures d'enquête et de sanction. La protection des lanceurs d'alerte permet aux régulateur un accès direct aux mauvaises pratiques qui peuvent se développer dans les entreprises et ternir les investissements.

737. La protection des investisseurs est aussi centrale et doit être un des objectifs principaux de la régulation des marchés financiers, car c'est avec leur argent que les marchés fonctionnent. Pour qu'ils placent leur argent, il est nécessaire que la confiance qu'ils avaient perdue soit récupérée. Le législateur de chaque pays a introduit des règles pour que les investisseurs soient non seulement protégés, mais aussi pour qu'ils soient bien conseillés et éduqués sur les produits financiers dans lesquels ils veulent investir.

738. Les autorités de régulation doivent arriver à remplir tous ces objectifs et pour cela elles doivent avoir des pouvoirs suffisants. L'introduction de nouveaux pouvoirs a pour but d'alléger la charge de la régulation, mais cela ne signifie pas un changement considérable des prérogatives, mais un renforcement qui permet de la flexibilité, la réduction des ressources et des coûts. C'est un pas en avant qui permet une régulation plus efficace.

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE

739. La régulation est la nouvelle forme d'action et d'intervention publique. L'État crée de nouveaux acteurs qui sont chargés de la fonction de régulation, en raison de la méfiance exprimée à son égard. Les autorités de régulation sont ces acteurs et elles sont indispensables pour leur bon fonctionnement des marchés financiers. Elles ont une nature juridique qui définit leur structure et une organisation qui jouent un rôle important dans la façon dont la régulation est effectuée. Il existe différents modèles de régulation et chaque pays étudié a choisi un modèle différent selon leur culture juridique, sociale et économique.

740. Ces autorités de régulation suivent le modèle de régulation que chaque pays a adopté, mais elles ont des caractéristiques organisationnelles communes qui sont indispensables pour qu'une autorité de régulation fonctionne sous une forme adéquate. Elles ont des attributs fondamentaux qui permettent leur action comme la personnalité juridique et ses avantages, comme la capacité d'ester en justice et l'autonomie financière. Il faut ajouter l'expertise de leur personnel, une composition démocratique et transparente, des moyens financiers et humains suffisants, qui assurent tous une régulation optimale.

741. Les caractéristiques communes cherchent la transparence et la démocratie, en permettant une meilleure participation des citoyens ou en assurant la conformation de l'autorité de régulation qu'assure la démocratie. Le respect de l'indépendance des autorités de régulation passe aussi par la qualité de ses membres et de son personnel, dont leur expertise a une grande importance. Car elle donne une légitimation technique à leur action et pour qu'elle puisse se dérouler sans entraves, une autorité est indispensable. Les ressources et la possibilité de les gérer pour embaucher les personnels adaptés aux besoins de l'autorités ainsi que la possibilité de distribuer les ressources selon les priorités de l'autorité sont une garantie d'indépendance. La SEC et l'AMF sont indépendantes, mais la SUGEVAL a une indépendance technique[1170] et elle est autonome, mais non indépendante. Il est souhaitable que le législateur costaricien octroie l'indépendance à SUGEVAL pour que son action ne soit plus dirigée par les pouvoir politiques.

[1170] Une autorité avec une personnalité juridique instrumentale, elle est un hybride, un organe-personne.

742. L'indépendance est aussi fondamentale pour la réalisation de leurs missions et leurs pouvoirs. La crise de 2007/2008 a démontré que les autorités de régulation financière devaient se réorganiser pour permettre la réalisation de leurs missions et le renforcement de leurs pouvoirs. La flexibilisation, mais aussi l'approfondissement des mission et pouvoirs ont été réalisées par le législateur de chaque pays.

743. L'organisation des régulateurs est la base de la réalisation de leurs missions et leurs pouvoirs. En général, les autorités de régulation suivent les opérateurs dans les tendances du marché, car ceux-ci sont en avance et toujours en train d'innover. Le renforcement de leurs attributions permet aux autorités d'atteindre le niveau des opérateurs et d'avoir une meilleure réponse à leur action. Les autorités n'ont pas les mêmes ressources que les opérateurs et pour cela une assouplissement de leurs leur permet d'être plus réactifs. De plus, la consolidation de ces attributions permet une meilleure répartition de l'allocation de ressources. Les actions menées par le législateur ont permis une amélioration de la régulation financière et la prévention des risques.

744. Les régulateurs doivent faire face à un monde la finance qui innove et évolue tous les jours. Pour cela le renforcement de leurs missions et de leurs pouvoirs est une priorité, mais les réformes effectuées s'attaquent seulement aux problèmes qui ont été révélés par la crise. La remise en question de la régulation et sa constante actualisation sont indispensables pour pallier les éventuelles situations auxquelles les marchés et les régulateurs doivent faire face.

DEUXIÈME PARTIE : LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : UN RENOUVELLEMENT DE MODÈLE

745. Les modèles de régulation sont en constant renouvellement, mais les évènements qui perturbent les marchés financiers accélèrent ces métamorphoses. La crise de 2007/2008 a été un catalyseur pour les réformes réalisées qui ont changé les modèles de régulation. Cette rénovation du modèle n'a pas seulement pour but d'éviter de crises, mais aussi de corriger toutes les actions qui y ont conduit. La complexité des marchés financiers mène d'un autre côté à la régulation des multiples acteurs, car la régulation est une fonction partagée, les autorités de régulation étudiées ne sont pas seules à la réaliser. Il existe différents acteurs qui y participent et pour cela leur coordination et leur coopération est indispensable. Mais les changements visent également la mise en place d'un modèle efficace de régulation qui apporte des solutions et se serve des nouveaux outils.

746. Ainsi, un modèle de régulation et des multiples modèles d'acteurs seront abordés dans un premier temps (Titre I), et dans un deuxième temps seront abordés des modèles en recherche d'efficacité (Titre II).

TITRE I : UN MODÈLE DE RÉGULATION ET DE MULTIPLES MODÈLES D'ACTEURS

747. Les marchés financiers sont complexes. Ils sont toujours en constante évolution avec des nouvelles technologies et innovations qui mettent à l'épreuve les modèles de régulation. La vitesse de ces changements a obligé les autorités de régulation à être vigilantes sur les effets que ces innovations apportent aux marchés et surtout à trouver le moyen de les réguler.

748. Nous sommes devant une multiplicité d'acteurs dans le monde de la régulation. C'est une fonction partagée avec d'autres institutions nationales et internationales. La coordination entre tous les acteurs est indispensable pour arriver à des équilibres qui facilitent la tache de régulation.

749. La réinvention constante des marchés financières nous permet d'aborder dans un premier temps la régulation des nouvelles technologies (Chapitre I) et dans un deuxième temps les autorités de régulation et ses corrélations (Chapitre II).

CHAPITRE I : LA RÉGULATION DES NOUVELLES TECHNOLOGIES

750. La complexité de la finance s'est intensifiée avec les nouvelles technologies qui permettent une innovation flamboyante. C'est ainsi que les FinTech sont devenues « *des innovations susceptibles d'impacter de façon significative l'offre de services financiers* »[1171]. Cette alliance entre la technologie et la finance a provoqué un « *bouleversement du fonctionnement des marchés boursiers* »[1172].

751. L'internet révolutionne la finance en permettant sa démocratisation et un accès inédit aux marchés, ainsi qu'une baisse des coûts de transactions[1173], donc une plus grande accessibilité. Mais la révolution technologique pose des problèmes de supervision et de contrôle de ses stratégies pour les régulateurs financiers[1174]. Les nouvelles technologies réduisent la place de l'intermédiation financière[1175] dans la finance en général par exemple avec des dispositifs comme le *crowdfunding*[1176], les *initial coin offering*[1177], *peer-2-peer*[1178]. Cela questionne la place et les méthodes des intermédiaires financiers habituels.

752. Il a plusieurs développements qui démontrent l'impact de la technologie dans la finance dont deux seront traités dans cette étude : la négociation automatisée à haute fréquence (Section1) et les monnaies virtuelles (Section 2).

[1171] KLEIN Olivier, POLLIN Jean-Paul, « Introduction », Revue d'économie financière, n° 135, 2019, p. 9.
[1172] GIVRY Alexandra, « La régulation du trading haute fréquence : approche française et difficultés », Annales des Mines - Réalités industrielles, nº 1, 2015, p. 75.
[1173] DEBBICH Majdi et RAMEIX Gérard, « Nouvelles technologies et protection des épargnants : l'action de l'AMF », Revue d'économie financière, vol. 120, n° 4, 2015, p.155.
[1174] SKINNER Christina P., «Whistleblowers and Financial Innovation », North Carolina Law Review, vol. 94, 2016, p. 867.
[1175] KLEIN Olivier, POLLIN Jean-Paul, *op. cit.*, p. 11.
[1176] Financement participatif : « *Investissement de conviction, le crowdfunding vous permet d'aider à la réalisation d'un projet, en y plaçant une partie de votre argent sous forme de don, de prêt ou de souscription de titres financiers, depuis un site internet dédié* », AMF, Financement participatif. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/financement-participatif-crowdfunding.
[1177] Une offre au public de jetons (Initial Coin Offering ou ICO).
[1178] « *Technologie permettant l'échange direct de données entre ordinateurs reliés à Internet, sans passer par un serveur central. (On dit aussi poste à poste.) [Recommandation officielle : pair à pair.]* » Dictionnaire Larousse, peer to peer. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/peer-to-peer/10910428.

Section 1. L'encadrement de la négociation automatisée à haute fréquence

753. La négociation automatisée à haute fréquence est un élément dominant de la structure du marché[1179]. Elle fait partie des grandes évolutions de la finance. Elle s'est développée grâce à l'internet dans les années 2000 et il s'agit d'une sous-catégorie de l'*algorithmic trading*[1180] *qui* cherche pour limiter les coûts à se substituer à la main humaine dans les échanges[1181]. La notion n'est pas univoque, certains auteurs considèrent qu'il s'agit d'une méthode, d'une stratégie, d'une technologie ou d'une profession (les courtiers qui la réalisent)[1182].

754. La négociation automatisée à haute fréquence ou *l'high-frequency trading* (HFT) peut être définie comme une méthode qu'utilisent des ordinateurs à grande capacité pour négocier un grand nombre d'ordres en nano secondes. L'utilisation des algorithmes est fondamentale pour son développement. Ils sont complexes et ils analysent plusieurs marchés à la fois pour trouver les conditions les plus favorables pour placer les ordres[1183].

755. La négociation automatisée à haute fréquence est normalement plus profitable que les autres techniques de négociation[1184]. D'autant plus qu'on lui confère la possibilité de donner plus de liquidité aux marchés[1185]. Les éléments les plus avantageux pour les courtiers

---

[1179] SEC, « Equity Market Structure Literature Review. Part II High Frequency Trading», Staff of the Division of Trading and Markets, 2014, p. 4.

[1180]MONACO Eleonora, «What FinTech Can Learn from High-Frequency Trading: Economic Consequences, Open Issues and Future of Corporate Disclosure» in LYNN Theo, MOONEY John G., ROSATI Pierangelo et CUMMINS Mark (dirs.), *Disrupting Finance: FinTech and Strategy in the 21st Century*, Palgrave Macmillan, 2019, p. 53.

[1181] GOULD Alyse L., «Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal of High Technology Law, vol. 12, nº 1, 2011, p. 149.

[1182] DECLERCK Fany et LESCOURRET Laurence, « Dark Pools et Trading Haute Fréquence : une évolution utile ? », Revue d'économie financière, n° 120, 2015, p. 118, GIVRY Alexandra, « La régulation du trading haute fréquence : approche française et difficultés », Annales des Mines - Réalités industrielles, nº 1, 2015, p. 75, et BHUPATHI Tara, «Technology's Latest Market Manipulator - High Frequency Trading: The Strategies, Tools, Risks, and Responses», North Carolina Journal of Law & Technology, vol. 11. nº 2, 2010, p. 386.

[1183] « *HFT is an imprecise "catch-all" term that currently has no legal or regulatory definition. It is used to describe what many characterize as a subset of algorithmic trading (AT) largely associated with the sell side of the financial industry. AT is the use of computer algorithms to automatically make certain securities trading decisions, submit securities trades, and manage those securities orders after their submission* », SHORTER Gary et MILLER Rena S. «High-Frequency Trading: Background, Concerns, and Regulatory Developments», Congressional Research Service, 2014, p. 5.

[1184] GOULD Alyse L., « Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal of High Technology Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 278.

[1185] O'CONNELL Kevin, «Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market», Catholic University Journal of Law and Technology, vol. 27, n° 2, 2019, p. 149.

avec la négociation automatisée à haute fréquence sont : la possibilité d'avoir ses propres algorithmes[1186], la *colocalisation*[1187] et l'utilisation des câbles de fibre optique à grande vitesse[1188]. Ces éléments rassemblés permettent aux courtiers de la négociation automatisée à haute fréquence d'avoir un avantage en microsecondes qui font la différence dans les stratégies de placement des ordres[1189]. L'information est aussi la clé pour la négociation automatisée à haute fréquence. L'avantage dépend de savoir quelque chose avant les autres, d'avoir des algorithmes qui déchiffrent les tendances du marché quelques secondes avant ceux des autres. Les opérateurs payent aussi des flux d'information qui les informent une microseconde avant[1190].

756. Les points qui viennent d'être signalés aident les courtiers de la négociation automatisée à haute fréquence. Mais ils représentent un défi pour les régulateurs, car ceux-ci n'ont pas les mêmes moyens que les opérateurs, donc il existe un décalage technologique et économique entre les deux. Il semblerait que les régulateurs soient toujours en retard par rapport aux participants du marché.

757. Aux **États-Unis**, les échanges de valeurs mobilières se font dans plus de cinquante lieux d'échange : des bourses, par exemple celle de New York Stock Exchange ou Nasdaq et les *alternatives trading systems* (ATS), par exemple les *dark pools* et les *electronic communication networks* (ECN). Il s'agit d'un marché très fragmenté qui avant 2007 était plutôt monopolisé par les bourses citées. Ces changements se sont imposés après la mise en

[1186] Chaque entreprise de courtage de négociation automatisée à haute fréquence a ses propres algorithmes que correspondent à ses stratégies de négociation. O'CONNELL Kevin, « Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market», Catholic University Journal of Law and Technology, vol. 27, n° 2, 2019, p. 149. GOULD Alyse L. «Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal Catholic University Journal of Law and Technology, vol. 27, n° 2, 2019, p. 149.

[1187] Il s'agit d'un service offert par les centres de courtage qui opèrent leurs propres centres de données et ils louent des espaces dans les serveurs aux participants du marché et cela va leur permettre d'avoir une proximité physique avec les moteurs d'alignement des ordres du trading center. Cela aide à réduire la latence, c'est-à-dire le délai de transit ou transmission dans les communications informatiques. SEC, Concept Release on Equity Market Structure, Release n° 34-61358; File n° S7-02-10, p. 58.

[1188] En 2010, une nouvelle ligne de fibre optique a été implantée entre Chicago et New York permettant de réduire le temps de parcours des infos de 14,5 millisecondes à 13 millisecondes.

[1189] O'CONNELL Kevin, *op. cit.*, p. 149.

[1190] PASQUALE Frank, « Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading», Cardozo Law Review, vol. 36, n° 6, 2015, p. 2090 et DECLERCK Fany et LESCOURRET Laurence, « Dark Pools et Trading Haute Fréquence: une evolution utile ? », Revue d'économie financière, n° 120, 2015, p. 114.

œuvre de la *Regulation National Market System* (*Regulation NMD*)[1191] et l'innovation technologique[1192]. Ces réglementations mettent en concurrence les marchés avec leurs règles de protection d'ordres qui force les bourses à vendre au meilleur prix disponible dans n'importe quelle bourse ou lieu d'échange[1193].

758. Cependant, le changement vers un marché informatisé commence en 1971 quand la *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ)[1194] a été créée par la National Association of Securities Dealers. C'est la première structure des marchés financiers à utiliser un système informatisé pour appareiller acheteurs et vendeurs[1195]. Cette automatisation des échanges a donné lieu aux premières automatisations de la New York Stock Exchange (NYSE). Dès 1976, avec un système appelé *Designated Order Turnaround* (DOT) qui permet la soumission des ordres d'une façon automatique avant qu'ils ne soient échangés dans les salles des marchés. Le système américain a été automatisé dans son intégralité en 2006 quand les salles des marchés de la NYSE sont passées à l'informatique[1196]. Un autre élément clé qui a permis aux marchés de s'automatiser sont les ECN. Ils sont la base des systèmes automatisés du NASDAQ et de la NYSE.

759. En conséquence de cette automatisation et informatisation des marchés dans les années 2000, les évolutions technologiques, des ordinateurs plus sophistiqués et plus rapides ont permis l'installation de la négociation automatisée à haute fréquence. Les algorithmes ont gagné en capacité, en vitesse et ont permis la réduction du temps de latence[1197]. Malgré la popularité de cette forme de négociation, des risques et des erreurs se sont manifestés.

[1191] La réglementation de *Regulation NMS* est un ensemble de règles approuvées en 2005 par la SEC qui visait à améliorer la façon dont toutes les actions américaines cotées en bourse sont négociées. L'intention était de favoriser la transparence. Elles sont complexes et elles lient les bourses qui sont formellement séparés dans un système national de marché en préservant l'indépendance de chaque bourse. MCNAMARA Steven, « The Stock Exchange as Multi-sided Platform and the Future of the National Market System», Brigham Young University Law Review, 2018, p. 971.

[1192] MCNAMARA Steven, *op. cit.*, p. 971.

[1193] CRUMP Lindsey C, «Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading», Telecommunications and Technology Law Review, vol. 22, n°1, 2015, p. 167, BRUMMER Chris, «Disruptive Technology and Securities Regulation», Fordham Law Review, vol. 84, n° 3, 2015, p. 1009 et KORSMO Charles R., «High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy», University of Richmond Law Review, vol. 48, n° 2, 2014, p. 536.

[1194] La SEC a cherché à donner plus de transparence aux échanges des valeurs *Over the couter* qui ont été très négociés dans cette bourse. Après elle devenu NASDAQ *Stock Market*. En plus de cela cette bourse a été la première bourse à avoir un site web et à faciliter les échanges en ligne. STOLL Hans R., «Electronic Trading in Stock Markets», Journal of Economic Perspectives, vol. 20, n° 1, 2006, p. 159.

[1195] SORNETTE Didier, *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems,* Princeton University Press, 2003, p. 35.

[1197] BALP Gaia et STRAMPELLI Giovanni, «Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era», University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 351.

760. Ainsi, le 6 mai 2010, le marché a subi une grande perte en moins de vingt minutes, perte qui a été finalement récupérée à la fin la journée, d'où le nom de Flash Crash[1198]. Les prix des valeurs sont tombés de presque 1000 points en 30 minutes. C'est-à-dire qu'ils ont fluctué énormément, par exemple l'action de Sotheby a augmenté de $34 à $99,999.99. Les courtiers de la négociation automatisée à haute fréquence ont eu des pertes extraordinaires, presque plus d'un milliard de dollars[1199]. Les algorithmes de la négociation automatisée à haute fréquence étaient programmés pour avoir un avantage de quelques millisecondes et dans les cas du *Flash Crash* ils se sont retrouvés dans l'impossibilité de contrôler cette technologie[1200]. Le rapport réalisé par la SEC et la CFTC n'a pas dit que la négociation automatisée à haute fréquence était responsable, mais toutes les stratégies que la négociation automatisée à haute fréquence avait utilisées semblent être l'élément commun dans toutes les analyses du *Flash Crash*[1201].La négociation automatisée à haute fréquence a bien exercé une grande influence sur la rapidité et l'importance de pertes recensées[1202]. De plus, l'intervention de certaines pratiques comme le *spoofing*[1203], qui est désormais interdit, ont favorisé les pertes[1204]. Mais pour la plupart de l'opinion publique et de l'académie, la mauvaise utilisation de la négociation automatisée à haute fréquence a augmenté la volatilité des prix[1205].

761. Une plus importante régulation de la négociation automatisée et à haute fréquence a été mise en place par la SEC, par la CFTC et par la FINRA. Dans le rapport cité précédemment, la SEC et la CFTC ont défini la négociation automatisée à haute fréquence comme un système de haute vitesse pour surveiller l'information du marché et faire passer un grand nombre d'ordres. Elle clarifie le fait que la négociation automatisée à haute fréquence utilise des algorithmes pour maximiser la vitesse de l'accès aux marchés et ses stratégies de

[1198] Le Flash Crash s'est produit car un fonds commun de placement, Waddell & Reed, a passé un ordre de vente de 4,1 milliards de dollars de contrats à terme E-Mini S&P qui ne tenait pas compte du temps ou du prix. BOWLEY Graham, Lone $4.1 Billion Sale Led to 'Flash Crash' in May, New York Times, 2010. En ligne https://www.nytimes.com/2010/10/02/business/02flash.html.
[1199] JOHNSON Kristin N., « Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools», The Journal of Corporation Law, vol. 42, n 4, 2017, p. 835.
[1200] PASQUALE Frank, « Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading», Cardozo Law Review, vol. 36, 2015, p. 2001.
[1201] JOHNSON Kristin N., *op. cit.*, p. 836.
[1202] CFTC et SEC, «Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010», Report of the Staffs of the CFTC And SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, 2010, p. 45.
[1203] Il s'agit d'une forme de manipulation de marché ou les courtiers formulent des grands ordres pour acheter ou vendre une valeur mobilière sans l'intention de les finaliser et l'annuler juste après. Cela va faire que le prix va augmenter au profit du courtier. La pratique a été rendue illégale par la *Dodd Frank Act7 U.S.C.§ 6c (a) (5)(C)* pour les marchés à terme. Elle est similaire au *layering*. JOHNSON Kristin N., *op. cit.*, p. 878.
[1204] JOHNSON Kristin N., *op. cit.*, p. 836.
[1205] O'CONNELL Kevin, « Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market», Catholic University Journal of Law and Technology, vol. 27, n° 2, 2019, p. 151.

négociation[1206]. Aussi la SEC, dans son Concept release du 14 janvier 2010, a défini la négociation automatisée à haute fréquence comme le terme pour faire référence aux courtiers professionnels qui utilisent des stratégies pour négocier, avec leur argent ou l'argent de l'entreprise, de grandes quantités d'ordres tous les jours[1207].

762. La SEC identifie cinq caractéristiques de la négociation automatisée et à haute fréquence : 1) l'utilisation de haute vitesse et de programmes sophistiqués pour la générer et exécuter des ordres, 2) l'utilisation de la colocalisation et des flux d'informations donnés par les échanges pour éviter des risques, 3) une période de temps très court pour réaliser des échanges, 4) la soumission des offres qui sont finalisées peu de temps après et 5) la clôture des échanges du jour de la façon la plus stable possible[1208]. La totalité des caractéristiques nommées ne sont pas nécessaires pour qu'un système soit défini comme de la haute fréquence.

763. Également quand nous parlons de la négociation automatisée à haute fréquence nous pouvons parler de ses stratégies, qui ont été utilisées antérieurement par tous les autres courtiers. Il y a des stratégies qui sont plutôt bénéfiques pour les marchés, car elles amènent de la liquidité, par exemple la teneur de marché ou arbitrage. Mais les courtiers de la négociation automatisée à haute fréquence utilisent aussi des stratégies qui sont plus troublantes, par exemple des stratégies structurelles ou des stratégies directionnelles[1209]. Comme les stratégies, les risques ne sont pas exclusifs à la négociation automatisée à haute fréquence : les crashes de liquidité, la manipulation du marché, les échanges parasitiques[1210].

764. La plupart des risques sont déjà régulés dans la législation américaine[1211], mais la SEC a développé, en réponse à cette technologie et aux flash crashes qui pourraient surgir dans le futur, de nouvelles régulations. La SEC a changé les règles d'accès au marché en interdisant le *naked acces*. Il s'agissait du fait de payer un courtier enregistré dans SEC pour avoir un accès direct à ses systèmes et codes.

[1206] CFTC et SEC, «Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010», Report of the Staffs of the CFTC And SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, 2010, p. 45.
[1207] SEC, Concept Release on Equity Market Structure, Release n° 34-61358; File n° S7-02-10, p. 45.
[1208] SEC, Equity Market Structure Literature Review, Staff of the Division of Trading and Markets, 2014, p. 4.
[1209]KORSMO Charles R., «High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy», University of Richmond Law Review, vol. 48, n° 2, 2014, p. 543
[1210] *Ibidem*, p. 550.
[1211] Par exemple la manipulation du marché est interdite par le *Securities Exchange Act*, section 9, qui fait illégal manipuler les prix. Investor, Market Manipulation. En ligne https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtm.html

765. Normalement cette pratique était réalisée par les firmes de HTF auprès des opérateurs du marché autorisés et enregistrés avec les régulateurs. Avec cette technique elles n'étaient pas obligées de remplir les conditions de capital et des risques demandés aux courtiers autorisés. Les entreprises pouvaient réduire leur latence et augmenter l'efficience des échanges, mais le risque des ordres erronés et le manque de capital étaient toujours présents[1212]. C'est avec l'adoption de la *Rule 15c3-5* que la SEC a eu pour objectif de circonscrire les risques d'accès aux marchés. Elle a demandé aux courtiers d'établir des procédures de risque, d'assurer la conformité avec les lois de valeurs financières et de demander des conditions de capital[1213].

766. La SEC a adopté en 2013 le système d'analyse de l'information du marché (MIDAS)[1214] qui saisit tous les ordres publiés dans les bourses nationales ainsi que toute modification, annulation ou exécution d'échange de ses ordres et les exécutions réalisées hors marché. Il donne donc à la SEC une vision du marché sans précédent qui aide à comprendre le marché et les évènements qui peuvent se présenter comme les crashes ou les comportements illicites[1215].

767. Un autre système de supervision que la SEC a mis en place est le *Consolidated Audit Trail* (CAT), en 2012, qui permet de demander aux bourses et autres marchés de mettre en place un système de suivi du cycle de vie des ordres et des échanges. C'est ainsi que la SEC a accès en temps réel à la plupart des données du marché [1216].

[1212] MORELLI Michael, «Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms», Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, vol. 6, n° 2017, p. 225, BALP Gaia et STRAMPELLI Giovanni, «Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era», University of Illinois Journal of Law, Technology &Policy, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 365, GOULD Alyse L. «Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal of High Technology Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 287.

[1213] 17 CFR § 240.15c3-5.

[1214] The Market Information Data Analytics System.

[1215] MORELLI Michael, *op. cit.*, p. 224, PREWITT, Matt, «High-Frequency Trading: Should Regulators Do More», Michigan Telecommunications and Technology Law Review, vol. 19, n° 1, 2012, p. 157, SHORTER Gary et MILLER Rena S., « High-Frequency Trading: Background, Concerns, and Regulatory Developments», Congressional Research Service, 2014, p. 32 et SEC, MIDAS: Market Information Data Analytics System. En ligne https://www.sec.gov/marketstructure/midas.html#.Xru4ZxP7QWo.

[1216] CRUMP Lindsey C, «Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading», Telecommunications and Technology Law Review, vol. 22, n°1, 2015, p. 186, KORSMO Charles R., «High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy, University of Richmond Law Review, vol. 48, n° 2, 2014, p. 585, PREWITT, Matt, *op. cit.*, p. 156, KELLER Andrew J., «Robocops: Regulating High Frequency Trading After the Flash Crash of 2010», Ohio State Law Journal, vol. 73, n° 6, 2012, p. 1479 et Consolidated Audit Trail: https://www.catnmsplan.com.

768. Parmi les autres mesures prises par la SEC nous pouvons citer la *Rule 13 h-1*[1217] qui est connue comme *Large Trader Reporting Rule*. Elle exige des grands courtiers qu'ils déclarent des informations ou qu'ils soient enregistrés auprès de la SEC. Avec ces informations l'autorité de régulation peut avoir un regard plus important sur le rôle des grands courtiers dans les marchés et en cas d'instabilité du marché la possibilité de reconstituer le fil des ordres qui ont donné suite aux évènements[1218].

769. En outre, le régulateur a mis en place un plan pilote avec de nouveaux *Circuit Breakers*[1219]et la règle du *limit up-limit down* qui déclenche les coupe-circuits lorsqu'un échange est effectué en dehors du pourcentage permis. Ce nouveau mécanisme établit une bande de prix pour l'exécution des échanges individuels[1220].

770. En 2013, la SEC a proposé la *Regulation Systems Compliance and Integrity* (*Regulation SCI*) avec l'objectif d'avoir des politiques et des procédures pour assurer la résilience et la robustesse des systèmes technologiques et de s'assurer ainsi que ces systèmes sont en conformité avec les lois de valeurs mobilières[1221]. La *Regulation SCI* demande aussi de corriger les problèmes des systèmes et d'effectuer des notifications et signalements pour améliorer la supervision de la SEC sur l'infrastructure du marché[1222]. Ces règles sont applicables aux *SCI* entités qui sont les bourses, les SRO's[1223], les chambres des compensations et les ATS[1224], elles ont été adoptées en 2015[1225].

[1217] 17 CFR § 240.13h-l.

[1218] MORELLI Michael, «Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms», Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, vol. 6, n° 2, 2017, p. 223 et KELLER Andrew J., «Robocops: Regulating High Frequency Trading After the Flash Crash of 2010», Ohio State Law Journal, vol. 73, n° 6, 2012, p. 1477.

[1219] Court circuit.

[1220] MORELLI Michael, *op. cit.*, 2017, p. 215, PREWITT Matt. «High-Frequency Trading: Should Regulators Do More», Michigan Telecommunications and Technology Law Review, vol. 19, n° 1, 2012, p. 152, BALP Gaia et STRAMPELLI Giovanni, «Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era» University of Illinois Journal of Law, Technology & Policy, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 366, GOULD Alyse L., «Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal of High Technology Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 302, et KORSMO Charles R., «High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy», University of Richmond Law Review, vol. 48, n° 2, 2014, p. 582.

[1221] O'CONNELL Kevin, «Has Regulation Affected the High Frequency Trading Market», Catholic University Journal of Law and Technology, vol. 27, n° 2, 2019, p. 1767.

[1222] « *Regulation SCI requires SCI entities to have comprehensive policies and procedures for their technological systems; take corrective action when systems issues occur; provide notifications and reports to the SEC on certain systems issues or changes; inform members and participants about certain systems issues; conduct business continuity and disaster recovery testing with mandatory participation by certain members and participants; and conduct and file reports on annual reviews of their automated systems*», BURNS James, BULLITT Georgia, Howard , HABERT Jack , DOENCH James, «SEC adopts regulation systems compliance and integrity», Journal of Investment Compliance, vol. 16 , n° 3, 2015, p. 5.

[1223] Self-regulatory organization est un organisme d'autoregulation.

[1224] BRUMMER Chris, «Disruptive Technology and Securities Regulation», Fordham Law Review, vol. 84, n° 3, 2015, p. 1041.

771. Une autre proposition pour réguler la négociation automatisée à haute fréquence a même été évoquée comme proposition de campagne électorale de Hillary Clinton en 2016[1226], c'est la taxe sur les transactions financières. En 2013, deux législateurs ont présenté deux propositions de loi pour l'imposition d'une taxe pour les transactions financières : *l'Inclusive Prosperity Act* et le *Wall Street Trading and Speculators Tax Act*[1227]. Le but de toutes ces propositions est de dissuader les courtiers de négociation automatisée à haute fréquence de manipuler le marché avec l'annulation des ordres. Car les négociations automatisées à haute fréquence travaillent, comme nous l'avons dit, avec de grandes quantités de transactions par nanosecondes, donc une taxe par annulation peut devenir très coûteuse. Les États-Unis ont une taxe qui est très faible par transaction, mais qui a pour but de financer la SEC et non de dissuader les opérateurs de négociation automatisée à haute fréquence de mauvaises pratiques[1228].

772. La négociation automatisée à haute fréquence a des ressources presque illimitées et la SEC a des ressources limitées. Par conséquent, la possibilité d'adaptation des opérateurs de négociation automatisée à haute fréquence est plus rapide pour contourner la régulation mise en place pour contenir les conséquences de l'avancement de la technologie et cela est plus difficile pour la SEC de détecter des pratiques abusives[1229]. Pour cela, les autorités de régulation cherchent un consensus et une autorégulation des personnes liées à la négociation automatisée à haute fréquence.

773. En **France,** la transformation a commencé avec le passage de la criée[1230] à la cotation électronique à la fin des années 1980[1231]. Le Palais de Brongniart, symbole de la

---

[1225] Regulation Systems Compliance and Integrity, Exchange Act Release n° 73639, 2014. Voir en www.sec.gov/rules/final/2014/34-73639.pdf

[1226] PISANI Bob, Hillary Clinton's financial transaction tax: Why it may not work, CBNBC, 2016. En ligne https://www.cnbc.com/2016/07/22/hillary-clintons-financial-transaction-tax-why-it-may-not-work.html

[1227] BELL Holly, «An Analysis of Global HFT Regulation: Motivations, Market Failures, and Alternative Outcomes», Mercatus Center Working Paper No. 14-11, SSRN Electronic Journal. 2014, p. 17. En ligne https://ssrn.com/abstract=2689321. Voir aussi PEKANOV Atanas et SCHRATZENSTALLER Margit, «A Global Financial Transaction Tax - Theory», Practice and Potential Revenues, Tax Law: International & Comparative Tax eJournal, 2019. En ligne https://ssrn.com/abstract=3407855 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3407855

[1228] 15 U.S. Code § 78ee. Mieux connu comme *Section 3 fees*. Aux États-Unis il a eu aussi une taxe par transaction de 1914 au 1966. KEIGHTLEY Mark P., «Financial Transactions Taxes: In Brief», Congressional Research Service, 2019, p. 1.

[1229] PASQUALE Frank, «Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading », Cardozo Law Review, vol. 36, n° 6, 2015, p. 2112.

[1230] MUNIESA Fabian, « Contenir le marché : la transition de la criée à la cotation électronique à la Bourse de Paris », Sociologie du Travail, vol. 47, n.4, 2005, p.488.

bourse à Paris a arrêté d'être le centre des négociations qui désormais sont réalisées par un système de négociation automatisé avec la création du système de Cotation assistée en continu (CAC)[1232], en 1988. Le système est alors géré par un algorithme qui administre l'appariement des ordres[1233].

774. La réglementation européenne fait un pas vers la concurrence des marchés avec la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004, concernant les marchés d'instruments financiers (MIF). Elle met fin à la concentration des ordres sur les marchés réglementés. Cette directive est transposée par l'ordonnance n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers. C'est ainsi que la négociation unique dans la bourse est éliminée pour introduire trois endroits de négociation : les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et la possibilité pour les prestataires de services d'investissement d'agir pour leur propre compte[1234].L'automatisation des marchés réglementés et la mise en concurrence de ces marchés a favorisé l'installation de la négociation à haute fréquence en Europe. Les mêmes risques qui ont été constatés aux États-Unis sont aussi présents en France, comme la création artificielle de liquidité, le risque de propagation de crises et les risques de manipulation de cours[1235].

775. La France**,** d'une manière innovante, a anticipé les réglementation s européennes et a réussi à imposer une taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence. C'est la loi n° 2012-354 du 14 mars 2012 de finances rectificative pour 2012 qui a prévu une taxe à l'annulation des ordres effectués dans ce type de négociation. La loi a introduit l'article 235 ter ZD bis du Code général des impôts. C'est ainsi qu'il définit la négociation automatisée à haute fréquence comme « *le fait d'adresser à titre habituel des ordres en ayant recours à un dispositif de traitement automatisé* »[1236] qui doit être réalisé dans un délai inférieur à une demi-seconde. L'article définit aussi le traitement automatisé des ordres comme « *tout système permettant des opérations sur instruments financiers dans lequel un algorithme informatique détermine automatiquement les différents paramètres des ordres,*

[1231] MUNIESA Fabian, « Contenir le marché : la transition de la criée à la cotation électronique à la Bourse de Paris », Sociologie du Travail, vol. 47, n. 4, 2005, p. 486 et DROMMOND France, Droit financier, Economica, 2020, p. 19.

[1232] La finance pour tous, Le CAC 40, qu'est-ce que c'est ?, 2021. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/le-cac-40/le-cac-40-qu-est-ce-que-c-est/

[1233] GIVRY Alexandra, « La régulation du trading haute fréquence : approche française et difficultés », Annales des Mines - Réalités industrielles, nº 1, 2015, p. 74.

[1234] STORCK Michel L'encadrement du négoce à haute fréquence », Petites affiches, n° 194, 2013, p. 29.

[1235] *Ibidem,* p. 30.

[1236] Article 58 S alinéa I Code général des impôts, annexe 3.

comme la décision de passer l'ordre, la date et l'heure de passage de l'ordre ainsi que le prix et la quantité des instruments financiers concernés »[1237]. La critique faite à cette taxe est centrée sur le fait qu'elle aura une faible portée, sachant que la négociation automatisée à haute fréquence peut se faire sur des platesformes situées hors de France[1238], car la taxe concerne seulement les opérations réalisées par une entreprise exploitée en France[1239]. Si cette taxe avait une portée mondiale ou si elle était imposée aux États-Unis, elle serait plus effective[1240]. Une autre critique est qu'elle décourage l'installation et la négociation de haute fréquence en France.

776. De son côté, l'Union européenne a préparé une réglementation pour réguler la négociation automatisée à haute fréquence. Mais la France a anticipé ce texte et a promulgué la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, qui a repris les principes de la norme européenne en préparation[1241]. Cette loi a mis en place des obligations d'information pour toute personne utilisant des systèmes automatisés et elle a imposé des obligations aux organisateurs des échanges[1242].

777. Les obligations pour les opérateurs qui utilisent ce dispositif de traitement automatisé étaient de notifier à l'AMF son utilisation. Ils devaient s'assurer une traçabilité des ordres envoyés sur une plateforme de négociation et conserver tout élément permettant d'établir le lien entre un ordre donné et les algorithmes utilisés. Ils avaient l'obligation de conserver tous les algorithmes utilisés pour élaborer les ordres transmis et de les mettre à la disposition de l'AMF en cas de besoin[1243].

778. En 2014 le Parlement et le Conseil ont édicté la Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers[1244] et le Règlement n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers [1245], ces deux normes étant connues comme MIF2[1246]. Les textes

[1237] DEZEUZE Éric, « Le trading algorithmique : entre défis et défiance, Conclusion », Revue De Droit Bancaire Et Financier, Dossier 30, 2016, p. 2.
[1238] DURANA Gabrielle, « Trading à haute fréquence, une innovation de trop », Revue Esprit, 2013, p. 185.
[1239] Taxe sur les ordres annulés dans le cadre d'opérations à haute fréquence. En ligne https://bofip.impots.gouv.fr/bofip/7581-PGP.html
[1240] DURANA Gabrielle, *op. cit.*, p. 185.
[1241] BONNEAU Thierry, « La réforme des marchés d'instruments financiers », La Semaine juridique, Entreprise et Affaires, n° 30-34, 2016, p. 45 et voir aussi loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, Chapitre III : Encadrement du négoce à haute fréquence, article 17 et suivantes.
[1242] STORCK Michel L'encadrement du négoce à haute fréquence », Petites affiches, n° 194, 2013, p. 30.
[1243] Ancien article L. 451-4 Code monétaire et financier.
[1244] Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.
[1245] Règlement (UE) n ° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le Règlement (UE) n ° 648/2012.

cités font, sans aucune formalité, une fois leur entrée en vigueur, partie du droit national. Mais pour éviter des contradictions et des doublons, les normes ont été transposées par les ordonnances n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers et n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement[1247]. C'est ainsi que les dispositions relatives à la négociation automatisée à haute fréquence ont été incorporées au Code monétaire et financier[1248].

779. De ce fait, le Code monétaire et financier définit le trading algorithmique comme « *la négociation d'instruments financiers dans laquelle un algorithme informatique détermine automatiquement les paramètres des ordres tels que l'opportunité ou le moment de leur émission, les conditions de prix ou de quantité ou la façon dont ils seront gérés après leur émission, sans intervention humaine ou avec une intervention humaine limitée* »[1249]. Il explicité aussi que la négociation automatisée à haute fréquence est une catégorie de la négociation algorithmique.

780. De plus, la norme définit trois caractéristiques de la négociation automatisée à haute fréquence. La première l'annonce comme une infrastructure qui a pour but de diminuer les latences dans « *l'insertion d'ordres algorithmiques* » en utilisant des mécanismes de « *colocalisation, hébergement de proximité ou accès électronique direct à grande vitesse* »[1250]. La deuxième caractéristique est la non-intervention humaine dans la génération et le placement des ordres. Dans la dernière il s'agit de la quantité élevée des ordres, cotations ou annulations. L'article reprend la définition de la Directive MIF 2 article 4 alinéa 40[1251].

[1246] AMF, Tableau des dispositions MIF 2 et MIFIR applicables. En lignehttps://www.amf-france.org/sites/default/files/2020-02/dossiermif2_tableau-des-textes-mif2.pdf.

[1247] Ordonnance n° 2017-1107 du 22 juin 2017 relative aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement.

[1248] Livre V : Les prestataires de services, Titre III : Les prestataires de services d'investissement, Chapitre III : Obligations des prestataires de services d'investissement, Section 4 : Règles d'organisation, Sous-section 2 : Activités de négociation algorithmique du Code monétaire et financier.

[1249] Article L. 533-10-3 Code monétaire et financier.

[1250] Article L. 533-10-3 Code monétaire et financier.

[1251] « *40) «technique de trading algorithmique à haute fréquence», toute technique de trading algorithmique caractérisée par: a) une infrastructure destinée à minimiser les latences informatiques et les autres types de latence, y compris au moins un des systèmes suivants de placement des ordres algorithmiques: colocalisation, hébergement de proximité ou accès électronique direct à grande vitesse; b) la détermination par le système de l'engagement, la création, l'acheminement ou l'exécution d'un ordre sans intervention humaine pour des transactions ou des ordres individuels; et c) un débit intrajournalier élevé de messages qui constituent des ordres, des cotations ou des annulations* » Article 4 alinéa 40) Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

781. Les normes transposées amplifient les exigences aux Prestataires de services d'investissement (PSI) et autres sociétés de gestion de portefeuille qui utilisent la négociation automatisée à haute fréquence. Ils doivent mettre en œuvre des systèmes et contrôler les risques pour s'assurer qu'ils peuvent les supporter et aussi qu'ils ont une capacité suffisante, quand leurs systèmes sont « *soumis à des seuils et limites de négociation appropriés* »[1252]. Ils doivent contrôler tout envoi d'ordres erronés qui pourraient créer ou exacerber une perturbation du marché[1253]. Les systèmes de négociation ne peuvent pas être utilisés à des fins contraires aux Règlement MiFIR sur les abus de marché[1254]. Les PSI sont aussi tenus d'avoir des plans de « *continuité des activités efficaces pour faire face à toute défaillance de leurs systèmes de négociation* »[1255].

782. Les PSI doivent également présenter un récapitulatif chronologique de tous les ordres et annulations qui ont été passés en ayant recours à une technique de négociation algorithmique à haute fréquence[1256]. Cela sert pour faire un traçage de l'activité en cas d'évènement qui ferait courir un risque aux marchés. L'objectif de cette disposition rappelle ceux des mécanismes MIDAS et CAT aux États-Unis[1257]. Dans le même sens, comme l'a fait la SEC au lendemain du *Flash Crash*, la norme introduit une interdiction du *naked acces*, en plus de la nécessité d'un contrat entre les parties pour mettre en place des obligations pour les clients du PSI. Cette situation a déjà été traitée par la jurisprudence de la Cour de cassation[1258]. Avec ces réformes, les PSI ont un rôle très important dans la surveillance des transactions[1259]. Car ils sont les garants du bon déroulement des transactions dans les plateformes qu'ils gèrent, du respect des règles de la plateforme et ils doivent avertir l'AMF de tout manquement constaté[1260]. L'ambition de ces normes est d' « *améliorer la qualité du marché en prévenant et gérant les risques réels ou potentiels de fonctionnement désordonné*

[1252]Article L.533-10-4 alinéa 1 b Code monétaire et financier.
[1253] Article L.533-10-4 alinéa 1 Code monétaire et financier.
[1254] Article L.533-10-4 alinéa 1 d Code monétaire et financier.
[1255] Article L.533-10-4 alinéa 2 Code monétaire et financier.
[1256] Article L.533-10-7 Code monétaire et financier.
[1257] Voir supra Section 1. L'encadrement de la négociation automatisée à haute fréquence et infra Sous-section 1. L'intelligence artificielle au service du régulateur.
[1258] Articles L.533-10-6 et L. 533-10-8 Code monétaire et financier. Cass. com., 13 déc. 2011, n° 10-10.103, Bourse direct, société anonyme contre la société Imc securities Bv, et autre.
[1259] MULLER Anne-Catherine, « Transposition de la directive MIF II », Revue de Droit bancaire et financier n° 3, 2017, comm. 134.
[1260] Article L. 420-9 Code monétaire et financier. Voir aussi MULLER Anne-Catherine, *op. cit.*, comm. 134.

du marché liés aux innovations technologiques »[1261]. Celles-là ne doivent pas être objet de mauvaises pratiques.

783. Le Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil[1262] met en place des mesures pour s'assurer que les entreprises qui utilisent les techniques de négociation automatisée à haute fréquence ont un personnel suffisant pour la vérification de la conformité de ses systèmes aux normes[1263]. Pour que les systèmes soient résilients, il faut que leurs algorithmes soient contrôlés et testés[1264]. Il est donc nécessaire d'implémenter des mesures qui garantissent la résilience, comme les coupe-circuits[1265].

784. Les entreprises qui utilisent ces techniques doivent mettre en place un système de surveillance automatique pour la détection des manipulations de marché « *qui assure un suivi efficace des ordres et des transactions, génère des alertes et des rapports… [Ils] couvrent l'intégralité des activités de négociation menées par les entreprises d'investissement et tous les ordres qu'elles soumettent* »[1266].

785. La norme européenne a aussi défini comme manipulations du marché certaines stratégies de la négociation automatisée à haute fréquence comme le bourrage d'ordres, l'empilage d'ordres ou le *spoofing*[1267]. Le Règlement (UE) No 596/2014 sur les abus de marché, dans son article 12 alinéa 2, a considéré comme une manipulation du marché le fait de passer des ordres, les annuler ou les modifier, *« en ayant recours à tout moyen disponible*

[1261] AMF, « La réglementation MIF 2 », Dossier, 14 février 2020 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/mif-2

[1262] Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux entreprises d'investissement recourant au trading algorithmique (Règlement délégué (Ue) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016).

[1263] Articles 2 et 3 Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016.

[1264] Articles 5 et 6 Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016.

[1265] « *Les entreprises d'investissement sont en mesure d'annuler immédiatement, à titre de mesure d'urgence, tout ordre ou l'ensemble des ordres non encore exécutés qu'elles ont soumis à toute plateforme de négociation à laquelle elles sont connectées, ou à l'ensemble des plateformes de négociation auxquelles elles sont connectées (mécanisme de coupe-circuit) »* Article 12 Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux entreprises d'investissement recourant au trading algorithmique (Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016).

[1266] Articles 13 Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux entreprises d'investissement recourant au trading algorithmique (Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016).

[1267] *Spoofing* est manipulation des marchés où des traders haute-fréquence placent un nombre important d'ordres à l'achat ou à la vente afin de manipuler les prix à leur faveur. BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2022, p. 928.

de trading, y compris des moyens électroniques, tel que les stratégies de trading algorithmiques et à haute fréquence », ce qui perturbe ou retarde le fonctionnement du système de négociation en compliquant la reconnaissance des vrais ordres dans le système de négociation ou en produisant une indication fausse ou trompeuse quant à l'offre, à la demande ou au cours d'un instrument financier[1268].

786. Les mesures prises en France par les lois promulguées ou la transposition de la réglementation européenne sont dans une démarche de transparence des marchés et de mise en responsabilité des PSI[1269]. Les mesures prises aux États-Unis et dans l'Union européenne et par conséquent en France ne cherchent pas à interdire la négociation automatisée à haute fréquence, mais à la limiter, dans la mesure du possible, les dégâts d'une éventuelle instabilité produite par la négociation automatisée à haute fréquence.

787. Au **Costa Rica** la situation est complètement différente des deux pays déjà traités. Le marché, comme nous l'avons indiqué avant, a une faible taille et cela signifie que certaines formes de négociation ne se sont pas développées. Or la négociation automatisée à haute fréquence ne s'est pas ouverte au Costa Rica, malgré une automatisation de sa bourse[1270].

788. Par rapport aux autres participants du marché plus classiques qui n'ont pas un accès anticipé à l'information ou qui ne payent pas de services de colocation, la négociation automatisée à haute fréquence a été critiquée pour son manque d'équité du fait de son avantage technologique. Alors les normes et procédures mises en place par les deux pays concernés, la France et les États-Unis, visent à ce que les transactions soient plus transparentes, plus équitables et non discriminatoires[1271].

789. Les règles adoptées par les deux pays sont similaires et elles cherchent, dans une perspective de surveillance, à prévenir le côté pervers de la négociation automatisée à haute fréquence sans vouloir l'interdire[1272]. La dynamique technologique et d'innovation qui entoure la négociation automatisée à haute fréquence évolue en permanence et s'améliore grâce à des ressources illimitées. Les régulateurs des marchés, bien qu'ils soient de ce fait

[1268] Règlement (UE) nº 596/2014 du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014sur les abus de marché.
[1269] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 221.
[1270] Reglamento para el funcionamiento del Comité de Tecnología de Información.
[1271] CRUMP Lindsey C, «Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading», Telecommunications and Technology Law Review, vol. 22, n°1, 2015, p. 185.
[1272] NIYOMUKESHA Jocelyne, « Les transactions à haute fréquence sous la directive MIFID II » Bulletin Droit et Banque, Luxembourg association of lawyers, n ° 65, p. 12.

désavantagés, produisent des normes qui permettent d'une certaine façon d'avoir les bénéfices de la négociation automatisée à haute fréquence et en cas de problèmes d'éviter le pire.

Section 2. L'encadrement de crypto actifs

790. Les crypto actifs (*crypto assets*) ou actifs numériques, n'ont pas une nomenclature univoque et ils sont appelés différemment dans les trois pays étudiés et même au sein de l'Union européenne[1273]. Nous sommes face à une grande variété de produits comme les *tokens* (jetons)[1274], les *cryptocurrencies* (monnaies virtuelles), les *initial coin offerings* ICO's (des levées de fonds en échange de jetons), qui sont parmi les plus connus et utilisés.

791. C'est avec les monnaies virtuelles que l'innovation de ces nouveaux actifs a commencé et elles remettent « *…en question en profondeur le cadre de fonctionnement de nos économies. Le rôle de la monnaie, la place de l'intermédiation bancaire, le rôle des marchés financiers, la protection des investisseurs et in fine le financement de nos économies…* »[1275].

792. La technologie blockchain[1276] est la base des crypto actifs : il s'agit de « *stoker et transmettre des informations de façon transparente et sécurisée, sans recourir à un organe de surveillance central* »[1277]. Elle est un réseau d'égal à égal qui distribue des registres. Elle

[1273] CREMERS Thiebald, « Qualifications juridiques de valeurs numériques et titres inscrits en DEEP », Bulletin Joly Bourse, n°6, 2019, p. 27.
[1274] Il existe une pluralité de tokens selon DE VAUPLANE il y a : les jetons intrinsèques des droits ou des actifs sur la blockchain, les jetons à support d'actifs sont adossés à un ou plusieurs actifs hors de la blockchain, les jetons liés à des droits sont adossés à des droits, comme des droits aux revenus. DE VAUPLANE, Hubert, « *Crypto-Assets, token, blockchain, ICO : un nouveau monde ?* », Revue Banque, 2017, n° 812, p. 17. Aussi le rapport d'information de l'Assemble National sur les *blockchains* préconise trois types de tokens : les jetons de paiement, les jetons d'utilité et les jetons d'investissement. Cela démontré qu'il n'existe pas un consensus sur la quantité et la qualification de ces crypto actifs. DE LA RAUDIÈRE Laure et MIS Jean-Michel, « Rapport d'information n° 1501 sur les chaînes de blocs (blockchains) », Assemblée nationale, 12 décembre 2018, p. 43 et ss. LEGEAIS Dominique affirme que les « jetons sont d'une grande variété et la pratique en fait naître chaque jour de nouveaux », aussi il a signalé qu'il a une « *qualification concevable* » : les tokens biens, les tokens instruments financiers ou les tokens biens divers. LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p 176 et 179.
[1275] Commission des finances de l'Assemblé nationale, « Intervention de Robert Ophèle, Président de l'AMF », Mission d'information sur les « Monnaies virtuelles », 5 avril 2018.
[1276] Distributed ledger technologie ou technologie des registres distribués (DLT) « *dont la blockchain est l'illustration la plus connue, au point que la DLT et la blockchain sont des termes et expressions utilisées de façon interchangeable* », BONNEAU Thierry, « La notion d'actifs numériques autres que les cryptomonnaies », Banque & Droit, n° 191, 2020, p.18.
[1277] VALETTE Jean-Paul « Le modèle financier des États-Unis : régulation sectorielle ou régulation intersectorielle ? », RDP, n° 4, p.1086.

utilise un protocole mathématique par consensus[1278] pour permettre l'échange de valeur entre deux parties qui autrement ne se connaissent pas et ne se font pas confiance[1279]. Cela permet aux parties de se passer des intermédiaires. Et ce sont les participants de la *blockchain* qui assurent la sécurité et la véracité du réseau, puisque l'information est partagée et synchronisée vers de multiples sites, institutions et géographies[1280]. Il existe des *blockchains* publiques dans lesquelles le « *réseau est ouvert à tous et lisible par tous* »[1281] , des *blockchains* privées où le réseau dans ce cas est fermé et le nombre de participants limité, mais aussi des *blockchains* hybrides qui, pour certaines fonctionnalités ont des caractéristiques *blockchains* publiques ou privées, elles appartiennent normalement aux consortiums et le nombre de participants est limité[1282]. La première *blockchain* a été créée pour développer une crypto monnaie[1283] : le Bitcoin[1284].

793. Les *blockchains*, même s'il s'agit d'une « *technologie multifonction* »[1285], ont trois utilités principales[1286] en tant que registre certifiant, pour le transfert d'actifs ou pour les *smart contracts*[1287]. La révolution de cette technologie est l'élimination de l'équation des intermédiaires, car elle « *permet de valider, enregistrer, horodater, certifier, authentifier des données, sans avoir recours à un tiers de confiance* »[1288]. Ainsi, elle rompt avec la finance telle que nous la connaissons. Les banques, les intermédiaires financiers et les métiers similaires sont ainsi enlevés et remplacés par des modes de vérification normalement fondés sur les consensus. Cependant c'est aussi un des buts de cette technologie de supprimer les

[1278] « *Le consensus est en effet le mécanisme permettant de s'assurer que chaque nœud du réseau dispose bien de la même information avant d'enregistrer définitivement une opération dans la blockchain* », LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p. 30.
1279 ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 909.
[1280] MAJASKI Christina, Distributed Ledgers, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/d/distributed-ledgers.asp.
[1281]MEKKI Mustapha, « Les mystères de la blockchain », Recueil Dalloz, 2017, par. 5.
[1282] LEGEAIS Dominique, *op. cit.*, p. 18.
[1283] DE LA RAUDIÈRE Laure et MIS Jean-Michel, « Rapport d'information n° 1501 sur les chaînes de blocs (blockchains) », Assemblée nationale, 12 décembre 2018, p. 28.
[1284] Voir §794.
[1285] LEGEAIS Dominique, *op. cit.*, p. 91
[1286] BISMUTH YVES, « Blockchain : les périls attendus pour les professionnels du droit » in MARMOZ Franck (dir.), *Blockchain et droit*, Dalloz, 2018, p.79.
[1287] « *…la programmation d'instructions sécurisées capables de s'exécuter de façon autonome et transparente* » LEGEAIS Dominique, *op. cit.*, p. 91.
[1288] COLLARD Christophe, CHAMBOREDON Jean-David, GROLLEMUND Matthieu, DE FAY Serge et DE VAUPLANE Hubert, « Finance de l'innovation, innovation(s) dans la finance », La Semaine juridique Entreprise et Affaires, n° 37, 2016, p.1480

intermédiaires pour la rendre plus accessible et démocratique. C'est la chaîne qui est le garant de la fiabilité du réseau[1289].

794. Le Bitcoin était le pionnier dans le développement de la technologie. Il s'agit de la première crypto monnaie qui est entrée en fonctionnement en 2009. Le *white paper : "Bitcoin : À Peer-to-Peer Electronic Cash System"*[1290] a été publié le 31 octobre 2008 par Satoshi Nakamoto[1291]. Après, d'autres plateformes, comme Ethereum et crypto monnaies ont vu le jour, Facebook[1292] lui-même a lancé sa propre crypto monnaie, Libra, dont sa mission « *est de favoriser le développement d'une devise et d'une infrastructure financière mondiale simple, au service de milliards de personnes* »[1293]. Selon le *white paper* de Libra, elle est conçue pour une « *démocratisation* » des services financiers à un bon prix[1294].

795. La plateforme du Bitcoin a aussi comme objectif d'être un lieu d'échange de la monnaie virtuelle, mais en 2014 une autre plateforme a vu le jour, Ethereum, avec un autre objectif qui n'est pas seulement d'échanger sa crypto monnaie, Ether, mais également d'être un lieu de partage humain. L'objectif de cette *blockchain* publique est de permettre à n'importe qui de télécharger et d'exécuter les programmes mis à disposition dans la plateforme par ses participants[1295].

796. Ces types de monnaies et de valeurs virtuelles ont donné naissance à des levées de fonds comme dans la finance traditionnelle[1296]. C'est ainsi que la première levée de fonds documentée en échange de jetons a eu lieu en 2013. L'entreprise Mastercoin, aujourd'hui Omni, a proposé la vente de *tokens* (jetons) de Mastercoins en échange de Bitcoins[1297].

[1289] COLLARD Christophe, CHAMBOREDON Jean-David, GROLLEMUND Matthieu, DE FAY Serge et DE VAUPLANE Hubert, « Finance de l'innovation, innovation(s) dans la finance », La Semaine juridique Entreprise et Affaires, n° 37, 2016, p.1480.
[1290] NAKAMOTO Satoshi, « Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System », https://bitcoin.org/bitcoin.pdf.
[1291] C'est le nom ou pseudonyme du possible développeur du Bitcoin. RYZNAR Margaret, «The Future of Bitcoin Futures», Houston Law Review, vol. 56, n° 3, 2019, p. 542.
[1292] Meta.
[1293] DE VAUPLANE Hubert, « Facebook Coin/Libra : Cryptomonnaie ou Crypto-Actif ? », Revue Banque, n° 834, 2019, p. 46.
[1294] *Ibidem.*
[1295] ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 919.
[1296] Les Offres Publiques d'Achat (OPA), les Offres Publiques d'Échange (OPE), les Offres Publiques de Rachat d'Actions (OPRA), les Offres Publiques de Retrait (OPR) et le crowdfunding entre autres.
[1297] CHUEN David et LOW Linda, *Inclusive FinTech: Blockchain, Cryptocurrency, and ICO*, World Scientific, 2018, p. 90. BRUMMER Chris, et YADAV Yesha «Fintech and the Innovation Trilemma », Georgetown Law Journal, vol. 107, n° 2, 2019, p. 237.

L'Initial Coin Offering (ICO)[1298] a collecté 5 millions de dollars en Bitcoin et cela a déclenché cette pratique de financement pour ce type de plateformes ou de *start-ups*. C'est ainsi que les questionnements des régulateurs et la quête d'une forme de régulation adaptée à ce monde virtuel commencent.

797. Le rappel des dangers de ces crypto actifs est l'un des premiers positionnements des régulateurs. La Banque de France dénonce le haut niveau de spéculation dans ce type d'actifs[1299]. De plus elle informe que ces crypto actifs et leur convertibilité ne sont garantis par aucun organisme centralisé, ce qui entraîne une contrainte dans la récupération de l'investissement et ils peuvent devenir des actifs non liquides[1300].

798. Aux **États-Unis** les régulateurs ont eu une approche variée face aux crypto actifs. La CFTC et la SEC se partagent le domaine des crypto actifs. La CFTC a déterminé que les crypto monnaies sont une commodité selon la *Commodity Exchange Act*[1301]. Dans cet ordre des idées, elle a la compétence d'agir sur les contrats à terme[1302] et a le pouvoir de réguler les marchés qui proposent les produits dérivés des crypto monnaies[1303]. La CFTC considère qu'elle n'a pas la prérogative de réguler les marchés ou les plateformes qui échangent des espèces ou qui réalisent des opérations d'échange au comptant ainsi que les participants dans ces plateformes[1304].

799. La SEC pour sa part n'a pas été très intéressée pour réguler ou se prononcer sur la nature juridique des monnaies virtuelles. En revanche, elle a concentré son approche sur les ICO's. C'est en 2017 qu'elle a rendu son rapport d'enquête sur la *decentralized autonomous organization* (DAO). La DAO est un terme utilisé pour décrire une organisation virtuelle incarnée dans un code et exécutée dans une *blockchain*[1305]. La DAO qui a fait l'objet d'une

---

[1298] Une Initial Coin Offering est une offre au public de jetons. AMF, Offre au public de jetons (ICO). En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/offre-au-public-de-jetons-ico

[1299] Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus n° 16, 5 mars 2018, p. 6.

[1300] LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme et KOVAR Jean-Philippe, « Cryptomonnaies : position de la Banque de France : Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs :enjeux, risques et perspectives », Focus n° 16, 5 mars 2018 », Revue Banque, n° 8, 2018, p. 90.

[1301] 7 U.S. Code § 1a. (9). Il s'agit des marchandises ou produits de base.

[1302] RYZNAR Margaret, «The Future of Bitcoin Futures», Houston Law Review, vol. 56, n° 3, 2019, p. 552.

[1303] REINERS Lee, «Bitcoin Futures: From Self-Certification to Systemic Risk» North Carolina Banking Institute, 23, 2019, p. 61 et LYON Matthew R., «The Trump Administration's Response to the Blockchain Era », Mercer Law Review, vol. 70, n° 3, 2019, p. 662.

[1304] LYON Matthew R., *op. cit.*, p. 662.

[1305] SEC, « Raport of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO», Release n° 81207, 2017, p. 1.

enquête par la SEC a été proposée par Slock.it une entreprise allemande désireuse de créer une entité DAO. L'entité DAO n'était pas enregistrée comme une société et son objectif était de développer de nouveaux logiciels[1306]. Il s'agissait d'un fonds de capital-risque[1307].

800. La DAO était un modèle d'entreprise qui pouvait fonctionner sans une direction centrale et son code a été mis à disposition comme open source pour être utilisé par n'importe qui dans la plateforme Ethereum[1308]. Mais la plus prospère a été celle présentée par Slock.it[1309]. C'est ainsi que le *white paper* de la DAO établit le besoin de l'entité d'avoir des ethers, crypto monnaie de Ethereum, pour pouvoir interagir dans Ethereum et pour cela il propose des DAO *tokens* en échange[1310]. Ces *tokens* donnaient des pouvoirs de vote et droit de propriété, de plus les donneurs d'éther auraient des profits sur les projets que la DAO allait financer[1311].

801. Le problème est survenu après la ICO's, quand la DAO a été l'objet d'une cyber attaque. Un groupe de hackers a commencé à vider le fonds de la DAO d'ethers. Ils ont enlevé un tiers des fonds levés. Une erreur dans le code du logiciel a permis le transfert de fonds levés par la DAO. Une fois que le problème de sécurité a été découvert, les développeurs de la DAO ont mis en place des actualisations pour éviter les pertes aux investisseurs. Les développeurs d'Ethereum ont de leur côté décidé de mettre en œuvre un *fork*[1312] pour permettre ainsi aux investisseurs de récupérer leur investissement. Il s'agissait d'une sorte de sauvetage financier[1313].

802. Pour cela, la SEC a décidé d'enquêter sur la situation et en 2017 elle publie un rapport pour déterminer si la DAO a violé des lois américaines sur les titres financiers. La valeur de ce rapport d'enquête est due au fait que la SEC prend une position sur les ICO's. La

[1306] ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 899.
[1307] *Ibidem*, p. 930.
[1308] En plus le *white paper* concevait une entité qui allait utiliser des contrats intelligents pour essayer résoudre des problèmes de gouvernance propre des entreprises traditionnelles. SEC, « Raport of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO», Release no 81207, 2017, p. 3.
[1309] ROBINSON Randolph A. II., *op. cit.*, p. 930.
[1310] Ils ont proposé 1.15 milliard de DAO tokens pour 12 millions ethers qui ont une valeur de 150 millions de dollars. SEC, *op. cit.,* p. 2.
[1311] SEC, *op. cit*, p. 6.
[1312] En informatique une fourche ou embranchement est un programme développé à partir des sources d'un autre à cause d'une divergence profonde dans la vie du projet informatique. Association Francophone des Utilisateurs de Logiciels Libres, Les fourches/forks. En ligne https://aful.org/ressources/fourches-forks.
[1313] AZGAD-TROMER Shlomit, «Crypto Securities: On the Risks of Investments in Blockchain-Based Assets and the Dilemmas of Securities Regulation, American University Law Review, vol. 68, n° 1, 2018, p. 100.

SEC utilise une jurisprudence *Howey* de la Cour suprême de 1946[1314]. Dans cette décision la Cour établit un test pour déterminer si une transaction ou accord est bien un contrat d'investissement et donc un titre financier[1315]. Le *Howey test* a quatre éléments pour définir si un contrat ou transaction est un titre : 1) il s'agit d'argent pour investir, 2) l'investissement est dans une société commune, 3) les profits sont obtenus d'un promoteur ou d'un tiers et 4) il y a une expectative de profits de l'investissement[1316].

803. Pour les juges américains une transaction ou contrat d'investissement selon *Howey* n'implique pas seulement de l'argent. Il est possible d'utiliser une variété d'actifs[1317]. Dans son rapport la SEC a qualifié les ICO's comme un instrument financier selon le test *Howey* donc elle est compétente pour les réguler[1318]. La SEC considère que vu les faits et les circonstances de l'ICO lancé par la DAO, les lois américaines sont applicables à ce type de transaction et en plus qu'ils doivent être enregistrés auprès d'elle-même. Il n'y a donc pas besoin d'une nouvelle réglementation[1319].

804. Le rapport de la SEC a été contesté, car il s'est appuyé sur les critères de la jurisprudence *Howey,* mais la DAO ne remplit pas les conditions imposées par le test. Le rapport ne prend pas en compte des éléments clés de la jurisprudence pour déterminer que la DAO est une société commune : les profits sont réalisés sur les efforts d'autres[1320]. Malgré ces critiques, le rapport clarifie que l'application de lois des instruments financiers à une DAO dépend des faits et circonstances de la même[1321].

805. La SEC après le rapport de 2017 a enquêté sur d'autres ICO's, par exemple Tomahawk Exploration LLC. L'entreprise a donné des jetons après l'échec d'une ICO qui n'a pas été enregistrée auprès de la SEC en violation des sections 5 (a) et 5 (c) de la *Securities*

[1314] SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946): https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/.
[1315] ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 934.
[1316] «*The test of whether there is an "investment contract" under the Securities Act is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others; and, if that test be satisfied, it is immaterial whether the enterprise is speculative or non speculative, or whether there is a sale of property with or without intrinsic value*». SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
[1317] *«…"investment of money" means only that the investor must commit his assets to the enterprise in such a manner as to subject himself to financial loss…»* Hector v. Wiens, 533 F.2d 429, 432 (9th Cir. 1976), El Khadem v. Equity Securities Corp., 494 F.2d 1224 (9th Cir. 1974) et PRESTON Jay, «Initial Coin Offerings: Innovation, Democratization and the SEC», Duke Law & Technology Review, 16, 2017-2018, p. 322.
[1318] SEC, « Raport of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO», Release n° 81207, 2017, p. 10.
[1319] *Ibidem.*
[1320] ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 902.
[1321] SEC, *op. cit.*, p. 17.

Exchange Act[1322]. Cependant le juge fédéral dans le cas contre Zaslavskiy a considéré que les *crypto tokens* sont des instruments financiers[1323]. Il s'agit du premier cas pénal qui analyse les actions frauduleuses de Maksim Zaslavskiy et REcoin Group Foundation, LLC (REcoin) qui a monté une ICO's où ils donnent des tokens en échange de propriétés immobilières et diamants. Mais les tokens n'ont jamais été créés ni donnés aux investisseurs[1324].

806. La SEC fait face à un autre dilemme, celui de l'octroi de licences aux fonds négociés en bourse (FNB) ou *Exchange-Trade Fund (ETF)*. Ces fonds sont des fonds d'investissement qui ont une collection de titres financiers, des actions par exemple. Ils peuvent aussi être appelés trakers car ils suivent un index, par exemple le CAC 40. Ils sont enregistrés dans des bourses et les actions des FNB sont échangées dans la journée comme les autres actions[1325]. Alors l'intérêt des investisseurs s'est étendu aux FNB qui ont comme valeur subjacente des crypto actifs. Pourtant la SEC depuis 2017 en a rejeté plus de huit[1326], le dernier en février 2020[1327]. L'argument avancé est que cela rend possible une grande manipulation de prix dans les marchés des crypto monnaies[1328]. La membre du Collège de la SEC, Hester M. Peirce a donné un avis dissident. Elle considère que la position de la SEC est

---

[1322] « *TOM tokens are securities because they are investment contracts under SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)* » Tomahawk Exploration LLC, Securities Act Release n° 10530, Exchange Act Release N° 83839 (Aug. 14, 2018), p. 2. https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10530.pdf

[1323] United States v. Zaslavskiy, n° 17CR647(RJD), 2018 U.S. Dist. LEXIS 156574 (E.D.N.Y. Sept. 11, 2018).

[1324] ROBINSON Randolph A. II., «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 952 et LYON Matthew R., «The Trump Administration's Response to the Blockchain Era» Mercer Law Review, vol. 70, n° 3, 2019, p. 658.

[1325] SEC, Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs), 2012, En ligne https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf et CHEN James, exchange traded fund (ETF), 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp.

[1326] Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendments N° 1 and 2, to BZX Rule 14.11(e)(4), Commodity-Based Trust Shares, to List and Trade Shares Issued by the Winklevoss Bitcoin Trust, Release N° 34-80206 (Mar. 10, 2017); Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment N° 1, Relating to the Listing and Trading of Shares of the SolidX Bitcoin Trust under NYSE Arca Equities Rule 8.201, Release N° 34-80319 (Mar. 28, 2017); Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendments N° 1 and 2, to List and Trade Shares of the Winklevoss Bitcoin Trust ("Winklevoss Order"), Release N° 34-83723 (July 26, 2018); Order Disapproving a Proposed Rule Change to List and Trade the Shares of the ProShares Bitcoin ETF and the ProShares Short Bitcoin ETF, Release N° 34-83904 (Aug. 22, 2018); Order Disapproving a Proposed Rule Change Relating to Listing and Trading of the Direxion Daily Bitcoin Shares, Release N° 34-83912 (Aug. 22, 2018); Order Disapproving a Proposed Rule Change to List and Trade the Shares of the GraniteShares Bitcoin ETF and the Granite Shares Short Bitcoin ETF ("Granite Shares Order"), Release N° 34-83913 (Aug. 22, 2018); Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment N° 1, Relating to the Listing and Trading of Shares of the Bitwise Bitcoin ETF Trust Under NYSE Arca Rule 8.201-E ("Bitwise Order"), Release N° 34-87267 (Oct. 9, 2019) (subsequently withdrawn while the delegated action was under review by the Commission on Jan. 13, 2020; see SR-NYSEArca-2019-01).

[1327] Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment n° 1, to Amend NYSE Arca Rule 8.201-E (Commodity-Based Trust Shares) and to List and Trade Shares of the United States Bitcoin and Treasury Investment Trust Under NYSE Arca Rule 8.21-E ("Bitcoin Trust Disapproval Order"), Release n° 34-88284; File n° SR-NYSEArca-2019-39 (Feb. 26, 2020).

[1328] LYON Matthew R. «The Trump Administration's Response to the Blockchain Era» Mercer Law Review, vol. 70, n° 3, 2019, p. 661.

en train d'empêcher l'innovation malgré les fortes demandes des investisseurs. Elle signale aussi que la SEC est en train de manquer à sa mission de protection des investisseurs avec une approche défensive qui empêche l'accès aux nouveaux produits dans les marchés qui sont déjà régulés[1329].

807. Par ailleurs, le gouvernement américain en 2018 a déclaré qu'il n'a pas l'intention de réguler les crypto actifs, mais l'administration Biden est en train de considérer une régulation des crypto actifs[1330]. Ainsi que le président de l'époque de la SEC, Jay Clayton, l'a exprimé devant la commission parlementaire bancaire, tout investissement que les investisseurs font dans les développements de la FinTech doit être protégé quand il se situe dans la portée de la loi sur les valeurs mobilières[1331].

808. Les courtiers doivent de leur côté informer la *Financial Industry Regulatory Authority,* (FINRA) s'ils sont en train de prêter des services ou s'ils ont un projet pour prêter des services avec crypto actifs. Les services concernés sont : l'achat, vente ou exécution des transactions de crypto actifs ou dérivés liés aux crypto actifs, la création, la gestion ou le conseil au fonds de crypto actifs, la participation dans des ICO's, la création de plateformes pour l'échange de crypto actifs, la conservation de crypto actifs, l'acceptation des crypto actifs de la part des clients, le minage des crypto actifs, le conseil, la demande ou la sollicitation des ordres des crypto actifs ou tokens, entre autres[1332].

809. La SEC a collaboré avec la FINRA pour la mise en place de principes pour les courtiers qui veulent participer au marché de crypto actifs. C'est la Customer *Protection Rule[1333]* qui est alors applicable. Les courtiers doivent se conformer aux lois applicables aux instruments financiers, qui demandent l'enregistrement auprès de la SEC et aussi de devenir

---

[1329] PEIRCE Hester M., «Dissenting Statement of Hester M. Peirce in Response to Release n° 34-88284; File n° SR-NYSEArca-2019-39», Public Statement, 2020: https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-dissenting-statement-34-88284#_ftn1

[1330] EPSTEIN Jennifer et BAIN Benjamin, White House Weighs Wide-Ranging Push for Crypto Oversight, Bloomberg, 2021. En ligne https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-08/white-house-weighs-wide-ranging-push-for-crypto-oversight et ELLYATT Holly et CUTMORE Geoff , Treasury Secretary Mnuchin explains why he's really looking closely at bitcoin, CNBC, 2018. En lignehttps://www.cnbc.com/2018/01/25/treasury-secretary-mnuchin-explains-why-hes-really-looking-closely-at-bitcoin.html.

[1331] LYON Matthew R. «The Trump Administration's Response to the Blockchain Era», Mercer Law Review, vol. 70, n° 3, 2019, p. 655 et ANDERSON Braeden, «Regulating the Future of Finance and Money: An Integrated Regulatory Approach to Maximizing the Value of Cryptocurrencies and Blockchain Systems», Asian Business Lawyer, 21, 2018, p. 127.

[1332] Financial Industry Regulatory Authority, « Digital Assets», Regulatory Notice 19-24, 2019, p. 2. En ligne https://www.finra.org/rules-guidance/notices/19-24

[1333] 17 CFR § 240.15c3-3 et JAMROZ Michael P., «The Customer Protection Rule», The Business Lawyer, vol. 57, n° 3, 2002, p. 1071.

membre d'une SRO[1334], normalement la FINRA. L'application de ces règles implique que les courtiers ont aussi une responsabilité financière[1335].

810. Certains états[1336], comme celui de New York, ont établi leur propre réglementation. Le 3 juin 2015, le département des finances a approuvé des règles pour imposer une licence. Elle sera délivrée par le Surintendant bancaire pour toute activité qui a un rapport avec les crypto monnaies connues. La *BitLicense*[1337] est considérée comme une protection clé pour les investisseurs, elle protège aussi le système d'une utilisation illicite comme le blanchissement d'argent. En 2017 la règle a été questionnée et examinée par la Cour Suprême de New York par Theo Chino et son entreprise, China Ltd car il considère qu'il s'agit d'une charge complexe et inutile. La Cour Suprême de New York a rejeté la plainte[1338].

811. Les États-Unis appliquent les lois existantes des instruments financiers aux crypto actifs. Même si la SEC et la CFTC sont les régulateurs principaux des crypto actifs, l'*Internal Revenue Service (IRS)*[1339] considère que ces actifs sont une propriété et qu'ils sont donc imposables[1340]. Les plateformes de *blockchain* ont été laissées en dehors de la régulation américaine des instruments financiers, car elles sont considérées comme un moyen technologique. Mais elles agissent comme de véritables courtiers, car elles conservent les cryptos actifs et exécutent les ordres et donc les réguler est devenu un impératif[1341].

812. La **France** est l'un des premiers pays à légiférer sur le sujet et à donner un cadre juridique à cette technologie, pour attirer des projets d'innovation[1342] et aussi pour devenir la première place financière. La reconnaissance de cette technologie s'est faite ainsi d'une façon anticipée avec l'ordonnance 2016-520 du 28 avril 2016[1343] qui a introduit l'article L.223-12

[1334] Self-regulatory organisation, c'est -à- dire un organisme d'autorégulation.
[1335] La *Rule 15c3-1, The net capital rule*, la *Rule 15c3-3 The customer protection rule*, la *Rule 17a-3 The record making rule,* la *Rule 17a-4 The record retention rule*, la *Rule 17a-5 The financial reporting rule*, et la Rule 17a-13 The quarterly securities count rule.
[1336] Nevada, Texas, North Carolina, Wyoming, entre autres.
[1337] VAMPARYS Xavier, « Perspectives américaines sur la régulation des crypto-actifs », Bulletin Joly Bourse, n°2, 2018, p. 110 et GIRASA Rosario, *Regulation of Cryptocurrencies and Blockchain Technologies National and International Perspectives*, Palgrave Macmillan, 2018, p. 118.
[1338] GIRASA Rosario, *op. cit.*, p. 120.
[1339] L'institution chargée des impôts aux États-Unis.
[1340] United States v. Coinbase, Inc., Case N° 17-cv-01431-JSC, (N.D. Cal. Nov. 28, 2017).
[1341] CHU Dennis, « Broker-Dealers for Virtual Currency: Regulating Cryptocurrency Wallets and Exchanges» Columbia Law Review, vol. 118, n° 8, 2018, p. 2346.
[1342] DRUMMOND France, « Les superviseurs européens s'invitent dans la discussion de la loi PACTE sur les jetons et « actifs numériques » », Bulletin Joly Bourse, n° 1, p. 1.
[1343] Prise en application de la loi Macron du 6 août 2015.

du Code monétaire et financier qui est la première législation à donner une définition de la *blockchain* comme « *un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'État* ». Avec cet article les minibons, une catégorie de bons de caisse[1344], sont autorisés à utiliser la technologie de la *blockchain*.

813. La loi Sapin 2 autorise l'émission d'une ordonnance pour permettre « *la représentation et la transmission, au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé, des titres financiers qui ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central ni livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers* »[1345]. Donc l'ordonnance 2017-1674 du 8 décembre 2017 autorise l'enregistrement des titres financiers non cotés dans une *blockchain*.

814. L'ordonnance 2017-1674 désigne la *blockchain* comme un « *dispositif d'enregistrement électronique partagé* » (DEEP)[1346], sans donner une véritable définition de DEEP, car « *toutes les blockchains ne sont pas DEEP* »[1347]. Comme indiqué supra[1348] la technologie *blockchain* est un type de DLT[1349], mais l'utilisation de ces concepts a été indifférenciée alors le terme DEEP choisi est neutre[1350].

815. La Banque de France donne aussi sa position sur ces innovations technologiques en 2018 quand elle a assuré que les cryptos actifs ne sont pas des monnaies : ils ne peuvent pas être des unités de compte, ils sont moins efficaces en tant qu'intermédiaires dans les échanges et ils ne sont pas des réserves de valeur. Pour cela la Banque de France assure qu'« *ils n'offrent aucune garantie de sécurité, de convertibilité et de valeur, contrairement à la monnaie ayant cours légal* »[1351]. Elle considère également que « *les crypto-actifs exposent*

[1344] Article L. 223-1 et D. 223-1, Code monétaire et financier.
[1345] Article 120 Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.
[1346]Article L. 211-3 Code monétaire et financier. Voir aussi l'article Article R211-9-7 qui dispose que le « *dispositif d'enregistrement électronique partagé mentionné à l'article L. 211-3 est conçu et mis en œuvre de façon à garantir l'enregistrement et l'intégrité des inscriptions et à permettre, directement ou indirectement, d'identifier les propriétaires des titres, la nature et le nombre de titres détenus* ».
[1347] CREMERS Thiebald, « Qualifications juridiques de valeurs numériques et titres inscrits en DEEP », Bulletin Joly Bourse, n° 06, 2019, p. 57.
[1348]Voir note de bas de page 878.
[1349]*Distributed ledger technologie ou technologie des registres distribués* (DLT) « *dont la blockchain est l'illustration la plus connue, au point que la DLT et la blockchain sont des termes et expressions utilisées de façon interchangeable* », BONNEAU Thierry, « La notion d'actifs numériques autres que les cryptomonnaies » Banque & Droit, N° 191, 2020, p.18.
[1350] LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p.19.
[1351] Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus, n° 16, 5 mars 2018, p.2.

les investisseurs à des risques de perte financière accrus » et sont *« également vecteurs de risques de cyber-attaques, de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme, tout en ayant un coût environnemental »*[1352].

816. La Banque de France, face à ces risques, propose d'élargir le champ de régulation aux plateformes qui font la conversion de crypto actifs en monnaies de cours légal ainsi qu'à l'application de directives de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme. Elle a aussi envisagé l'encadrement des prestataires de services en crypto actifs, mais elle va au-delà du champ national et supranational en assurant qu'est nécessaire un débat international sur le sujet[1353].

817. En 2019, le législateur adopte la loi dite Loi PACTE qui introduit le chapitre X au Titre IV du livre V du Code monétaire et financier. Il régule les prestataires des actifs numériques. Il encadre surtout légalement les cryptos actifs optant pour la notion d'actifs numériques[1354], sans donner une définition de ces derniers. Mais la loi précise ceux qui sont compris dans cette catégorie : les jetons[1355] et les représentations numériques « *d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale… qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement* »[1356] malgré le fait de ne pas être une monnaie de cours légal.

818. La loi ne suit pas les termes utilisés par les autorités européennes, crypto actifs et monnaie virtuelle[1357]. En plus elle est plus flexible que la position européenne sur le sujet[1358]. La loi PACTE définit les jetons (*tokens*) comme « *tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien* »[1359].

[1352] Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus, n° 16, 5 mars 2018, p. 4.
[1353] *Ibidem*, p. 6.
[1354] Article L.54-10-1 Code monétaire et financier.
[1355] Les jetons décrits dans l'article L. 552-2, mais la loi va exclure « ceux remplissant les caractéristiques des instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 et des bons de caisse mentionnés à l'article L. 223-1 » Article L.54-10-1 Code monétaire et financier.
[1356] Article L.54-10-1 Code monétaire et financier.
[1357] DRUMMOND France, « Les superviseurs européens s'invitent dans la discussion de la loi PACTE sur les jetons et « actifs numériques » », Bulletin Joly Bourse, n°1, p. 1.
[1358] ESMA, «Initial Coin Offerings and Crypto-Assets», Advice ESMA50-157-1391, 2019, p.21. En ligne https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets.
[1359]Article L.552-2 Code monétaire et financier.

819. C'est ainsi que dans la loi française les jetons qui sont proposés au cours d'une ICO ou autre et les crypto monnaies[1360] sont considérés comme des actifs numériques, une nouvelle catégorie à part entière. En droit français les actifs numériques ne sont ni des monnaies ni des instruments financiers. En revanche aux États-Unis la création d'une nouvelle catégorie juridique n'a pas été envisagée assimilant ainsi les cryptos actifs à des notions juridiques existantes : contrats à terme des marchandises et instruments financiers. De ce fait, comme l'indique Thierry BONNEAU les définitions données par le législateur français ont une portée limitée[1361], car la technologie crée de nouvelles formes chaque jour[1362]. Pour le moment, il n'existe pas une formule éprouvée pour la régulation de ces innovations.

820. Les objectifs de la loi PACTE par rapport aux crypto actifs sont de créer un régime juridique pour les ICO's (émission de jetons), réglementer les actifs numériques et leurs activités avec un régime spécial. La France se différencie de l'Europe et des États-Unis, car elle a mis en œuvre un régime optionnel. L'idée du législateur français est « *d'inciter sans contraindre* »[1363]. Cette approche est contraire au régime établit pour les instruments financiers qui est contraignant. Le régime de la loi PACTE pour le crypto actif n'est pas absolu ni complet[1364], car les ressemblances avec des autres régimes comme celui des instruments financiers sont flagrantes.

821. La réglementation de *tokens* permet une différenciation, parfois difficile, des autres régimes existants. La technologie qui développe ces actifs numériques ne fait que s'étendre et révolutionner les marchés en proposant une grande variété d'options pour les investisseurs et cela au moment où le législateur accroît la compétence de l'AMF pour qu'elle devienne la régulatrice de cette nouvelle catégorie juridique. Au contraire, aux États-Unis le législateur n'a pas eu une volonté de créer un nouveau régime et il a laissé les régulateurs encadrer ces innovations, les qualifier et surtout se diviser la tâche entre la SEC, la CFTC et l'IRS.

822. Ainsi, les opérateurs qui souhaitent négocier avec les actifs numériques ou proposer des ICO's peuvent se soumettre volontairement à un cadre spécial ou se régir par le

[1360]Elles ne sont pas des monnaies électroniques aux termes de l'article L.315- 1 Code monétaire et financier.
[1361] BONNEAU Thierry, « La notion d'actifs numériques autres que les cryptomonnaies », Banque & Droit, n° 191, 2020, p.16.
[1362] LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p. 176.
[1363] DRUMMOND France, « Loi PACTE et actifs numériques », Bulletin Joly Bourse, n° 4, p. 62.
[1364] JULIENNE Maxime, « Les actifs numériques, entre droit et technologie », Bulletin Joly Bourse, n. 01, p. 64.

droit commun ainsi que la V directive anti-blanchiment[1365]. L'ICO est une émission de jetons[1366], opération qui peut être soumise à un visa de l'AMF[1367]. Préalablement au lancement de l'ICO, les opérateurs créent une sorte de prospectus avec toute l'information demandée par le Règlement général de l'AMF[1368]. Il doit être rédigé avec « *un contenu exact, clair et non trompeur et permettent de comprendre les risques afférents à l'offre* »[1369]. De plus le prospectus doit être signé par le responsable de l'émission de jetons[1370]. Le visa implique selon l'AMF que « *l'émetteur a apporté les garanties minimales exigées par la loi et que le document d'information est complet et compréhensible pour les investisseurs* »[1371]. Un des critères que l'AMF vérifie et demander pour donner le visa est que l'émetteur soit une personne morale domiciliée en France[1372]. En demandant le visa, les émetteurs s'obligent à remplir les garanties exigées par l'article Article 712-7 du Règlement général de l'AMF pour permettre d'assurer « *la fiabilité, l'opérabilité et l'efficacité* » de l'opération[1373].

823. Le visa de l'AMF agit comme une sorte de label, au vu de son caractère optionnel qui peut avoir une utilité vis-à-vis des investisseurs. L'innovation de la régulation ad hoc de l'AMF c'est le fait de ramener au champ de compétence du régulateur une pratique qui même si elle est similaire aux levées de fonds traditionnels veut échapper à l'emprise de l'État et des autorités. Alors l'AMF réalise un contrôle *a priori* pour l'obtention du visa et *a posteriori* pour le maintien du visa[1374].

[1365] DRUMMOND France, « Loi PACTE et actifs numériques », Bulletin Joly Bourse, n° 4, p. 62.
[1366] Article L.552-3 Code monétaire et financier « *Une offre au public de jetons consiste à proposer au public, sous quelque forme que ce soit, de souscrire à ces jetons* ».
[1367] Article L.552-4 Code monétaire et financier.
[1368] Article 712-2 Règlement général de l'AMF : « *Une description détaillée du projet de l'émetteur de jetons, de l'offre de jetons, des raisons de l'offre et de l'utilisation prévue des fonds et des actifs numériques recueillis dans le cadre de l'offre ; Une description détaillée des droits et obligations attachés aux jetons ainsi que des modalités et conditions d'exercice de ces droits ; Une description détaillée des caractéristiques de l'offre, notamment du nombre de jetons à émettre, du prix d'émission des jetons, des conditions de souscription ainsi que du montant minimum permettant la réalisation du projet et du montant maximum de l'offre ; Les modalités techniques de l'émission des jetons ; Une description détaillée des moyens mis en place pour permettre le suivi et la sauvegarde des fonds et des actifs numériques recueillis dans le cadre de l'offre, tels que définis à l'article 712-7 ; Une description des caractéristiques essentielles de l'émetteur de jetons et une présentation des principaux intervenants dans la conception et le développement du projet ; et Les risques afférents à l'émetteur de jetons, aux jetons, à l'offre de jetons et à la réalisation du projet* ».
[1369] Article L.552-4 alinéa 4, Code monétaire et financier.
[1370] Article 712-5 Règlement général de l'AMF.
[1371] AMF, « L'AMF délivre son premier visa sur une offre au public de jetons (ICO) » Communiqué de presse, 18 décembre 2019 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-delivre-son-premier-visa-sur-une-offre-au-public-de-jetons-ico.
[1372] LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p.196.
[1373] Article 712-7 Règlement général de l'AMF.
[1374] COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud et ROBINE David, *Droit financier*, Dalloz, 2019, p. 947.

824. La loi PACTE crée également un statut pour les prestataires des services sur actifs numériques[1375]. Le code monétaire et financier dans son article L.54-10.2 va introduire une liste de services sur actifs numériques qui peuvent être proposés aux investisseurs. Les prestataires, selon les services proposés, ont deux options : un enregistrement obligatoire[1376] ou un agrément facultatif[1377].

825. L'enregistrement est obligatoire pour les deux premiers services de la liste : le service de conservation, pour le compte de tiers, d'actifs numériques ou d'accès à des actifs numériques et le service d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal. Toute activité avant l'enregistrement est interdite et ils sont obligés de réunir des conditions d'honorabilité pour la prévention du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme[1378].

826. Pour le reste des services, les prestataires peuvent demander l'agrément facultatif et doivent se conformer à un certain nombre d'exigences. Les prestataires agréés doivent avoir une assurance responsabilité civile professionnelle ou de fonds propres, un dispositif de sécurité et de contrôle interne, un système informatique résilient et sécurisé et enfin un système de gestion de conflits d'intérêts[1379]. Mais pour l'agrément de certains services, les prestataires doivent remplir des règles spécifiques[1380].

827. L'enregistrement préalable à l'exercice de l'activité est obligatoire. Les prestataires doivent réunir des conditions d'honorabilité, Directive n° 2015/849 du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme[1381].

[1375] LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme et KOVAR Jean-Philippe, « Cryptomonnaies : position de la Banque de France : Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus, n° 16, 5 mars 2018 », Revue Banque, n°8, 2018, p. 90.

[1376] Pour les deux premiers services décrits dans l'article L.54-10-2 : le service de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques ou d'accès à des actifs numériques et le service d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal.

[1377] Pour le reste de services signalés dans l'article 54-10-2 Code monétaire et financier.

[1378] Article L. 54-10-4 Code monétaire et financier, Directive n° 2015/849 du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme et LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, p. 208.

[1379] LEGEAIS Dominique, « Les dispositions relatives aux actifs numériques et aux prestataires de services numériques », JurisClasseur Commercial, Fascicule 25-4, 2019, parr. 37 et ss., LEGEAIS Dominique, *op.cit.*, p. 209 et MOULIN Jean-Marc, « Prestataires de services sur actifs numériques », Commentaire 15, Revue de Droit bancaire et financier, nº 1, 2020, p.1.

[1380]LEGEAIS Dominique, *op. cit.*, 2019, p. 210.

[1381]LEGEAIS Dominique, « Les dispositions relatives aux actifs numériques et aux prestataires de services numériques » Fascicule 25- 4, JurisClasseur Commercial, 2019, parr. 34.

828. Deux points communs existants rapprochent la France et les États-Unis par rapport aux crypto monnaies : le premier est l'exclusion des crypto monnaies de la qualification légale de monnaie. Pour la France il s'agit d'une nouvelle catégorie, un actif numérique et pour les États-Unis c'est une marchandise. Et le deuxième est l'imposition, : pour les États-Unis il s'agit d'une propriété imposable[1382], pour la France les gains tirés par la cession des « *bitcoins* » sont susceptibles d'être imposés[1383], car le « *bitcoin est une unité de compte virtuelle qui peut être valorisée et utilisée comme outil spéculatif* »[1384], c'est ainsi que l'achat suivi de la revente ou la cession de crypto monnaies est une *« activité économique génératrice d'impôts* »[1385]. Au vu des évolutions, la loi de finances pour 2019 complète le régime fiscal en qualifiant les plus-values comme « *plus-values de cessions de valeurs mobilières du prélèvement forfaitaire unique* »[1386].

829. Au **Costa Rica** la Banque centrale a donné sa position sur les crypto monnaies en 2017. Elle considère que ces crypto actifs ne sont pas des monnaies de cours légal, car la *Ley de la moneda* dans son article 1 désigne le *colón* comme la monnaie légale au Costa Rica. De plus, les monnaies virtuelles et autres actifs virtuels n'ont pas le soutien de l'État. Donc ils ne sont pas non plus garantis quand ils sont utilisés comme moyens de paiement et personne n'est obligé de les accepter comme moyen de paiement[1387].

830. La *Superintendencia general de valores* (SUGEVAL) a considéré dans son avis C02/0 du 26 juillet 2018 que les crypto monnaies ne sont pas des valeurs dans les termes de l'article 2 de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*. Elle donne une définition de valeur dans les termes d'une offre publique des valeurs. Elle définit alors la valeur comme un droit patrimonial qui peut être négocié dans un marché d'instruments financiers pour obtenir des ressources du public[1388].

[1382] Internal Revenue Service, Notice 2014-21, 2021. En ligne https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-14-21.pdf
[1383] Bulletin officiel des impôts (Bofip) juillet 2014 et CE, 26 avr. 2018, nº 417809, nº 418030 et autres.
[1384] RANDA VASQUEZ Anthony, « Le Conseil d'État précise la nature juridique et les modalités d'imposition du bitcoin », Petites affiches, nº 109, 2018, p. 11.
[1385] CE, 26 avr. 2018, nº 417809, nº 418030 et autres.
[1386] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 1102.
[1387] Banco Central de Costa Rica, « Posición del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y sus Órganos de Desconcentración Máxima (ODM) con respecto a las criptomonedas », San José, 9 de octubre de 2017, p. 5 et Law Library Of Congres, « Regulation Of Cryptocurrency Around The World : Demonstrating The Differences Between Cryptocurrency Regulations Over The World », 2018, p. 13. En ligne https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/world-survey.php
[1388] «*…todo derecho de naturaleza patrimonial susceptible de ser transado en el mercado de valores, que tenga por objeto o efecto obtener recursos del público…*» Article 2 Ley reguladora del mercado de valores.

831. Mais la SUGEVAL a considéré que malgré le fait que la loi[1389] n'a pas pu prendre en compte les innovations technologiques (les crypto monnaies ou autres actifs financiers virtuels), elle a la compétence d'interpréter les normes et les appliquer selon les nouvelles réalités[1390].

832. Selon la doctrine, les monnaies virtuelles peuvent être considérées comme des actifs au sens du droit civil costaricien[1391], qui est une chose ou un bien selon l'article 253 du Code civil[1392]. Selon l'article les biens sont des choses qui peuvent être meubles et incorporelles, caractéristiques qui correspondent aux crypto actifs. Ainsi une chose meuble selon l'article 257 du Code civil peut-être fongible. C'est ainsi que nous pouvons dire que les crypto actifs en droit costaricien sont des biens meubles, incorporels, virtuels et fongibles et ils sont régis par le droit commun.

833. La SUGEVAL considère que les *tokens* agissent comme valeurs dans les termes de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores.* Elle considère que les *tokens* ont l'utilité que les développeurs leur donnent et que les *security tokens ou tokens* agissent comme instruments financiers[1393]. C'est ainsi qu'ils possèdent les caractéristiques de l'article 2 de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*. Elle réalise aussi une assimilation des plateformes de négociation de *tokens* aux marchés de valeurs et si les ICO's proposent ce type de *tokens,* les lois des instruments financiers costariciennes peuvent être appliquées[1394]. L'avancée que montre la SUGEVAL dans son avis est qu'elle est prête à imposer des règles aux émetteurs de *tokens* à travers d'ICO's avec une analyse au cas par cas.

834. S'il s'agit de *security tokens ou tokens* qui agissent comme instruments financiers les services d'intermédiation, régis par le *Reglamento de Intermediación de Valores y Actividades Complementarias,* sont obligatoires[1395].

835. Le Costa Rica, comme les États-Unis, applique la réglementation existante quand les crypto actifs ont les particularités des instruments financiers. Si ce n'est pas le cas elle agit

[1389] Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[1390] SUGEVAL, Avis C02/0 26 julliet 2018, p. 3.
[1391] ALFARO UREÑA Alonso et MUÑOZ SALAS Evelyn, «Criptoactivos: análisis e implicaciones desde la perspectiva del Banco Central de Costa Rica» Banco central de Costa Rica, Nota técnica, n° 1, 2019, p.16.
[1392] «Los *bienes consisten en cosas que jurídicamente son muebles o inmuebles, corporales o incorporales*» Article 253 Code du civil.
[1393] Au Costa Rica un instrument financier est tout titre ou valeur, qui peut-être ou pas incorporé dans un document. Il peut en raison de son propre régime juridique et de sa forme de transmission être négocié dans un marché financier.
[1394] SUGEVAL, Avis C 02/0 26 julliet 2018, p. 5 et 6.
[1395] SUGEVAL, Avis C 02/0 26 julliet 2018, p. 7.

comme en France, avec l'application du droit commun quand les émetteurs ne souhaitent pas demander un visa. Mais la différence va au-delà. En France il y a une élaboration doctrinale et législative qui cherche à donner une définition différente des crypto actifs et ainsi créer une catégorie juridique nouvelle qui différencie les instruments financiers et les crypto actifs, même si ce n'est pas toujours clair ou possible[1396]. L'aspect regrettable de la démarche française est le fait de n'avoir pas créé un nouveau régulateur. Bien que la démarche française soit la plus aboutie, on peut se demander, au vu des évolutions constantes de l'utilisation des crypto monnaies, si elle est suffisante.

836. Les régulateurs financiers et bancaires des trois pays ont mis en garde sur les risques que les crypto actifs représentent[1397]. Par exemple la Banque de France en 2013 évoque les risques et les dangers des crypto monnaies comme le bitcoin, car elle considère que la façon dans lequel il est conçu aide à ce qu'il soit spéculatif[1398]. Ainsi ces crypto monnaies n'ont aucune garantie de prix ni de liquidité, elles sont très volatiles et peuvent devenir un instrument pour le blanchissement des capitaux. En 2018, la Banque de France a alerté à nouveau sur les risques des crypto actifs comme la spéculation, le risque de grandes pertes pour les investisseurs, les risques de cyber attaques et le coût environnemental[1399]. Malgré ces mises en garde, le médiateur de l'AMF a vu fleurir les offres de placements en crypto actifs pour attirer les investisseurs novices et les escroquer en raison de la hausse de prix du Bitcoin en 2017[1400].

[1396] BONNEAU Thierry, « La notion d'actifs numériques autres que les cryptomonnaies », Banque & Droit, n° 191, 2020, p. 19.
[1397] SEC, « Statement Urging Caution Around Celebrity Backed ICO's», SEC Division of Enforcement et SEC Office of Compliance Inspections and Examinations, 2017: https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos, CLAYTON Jay, « Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings», 2017. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11, https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/proteger-son-epargne/crypto-actifs-bitcoin-etc, Communiqué de presse de l'AMF, l'ACPR et la Banque de France, le 26 novembre 2018 : https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/cp-bdf_amf-acpr-bdf-20181126.pdf.
[1398] Banque de France, « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », Focus, n° 10, 2013.
[1399] Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus n° 16, 5 mars 2018, p. 3 et 4.
[1400] DUFOUR Olivia, « Le médiateur de l'AMF met en garde contre les arnaques aux cryptoactifs », Petites affiches, n°10, 2019, p. 4.

837. Les risques ont toujours été associés aux innovations technologiques et pour les crypto actifs les trois pays ont considéré que malgré leurs avantages[1401] il est important de ne pas oublier les risques et de protéger le système financier et les investisseurs.

838. Les risques associés aux crypto actifs peuvent être liés aux risques de sécurité pour les investisseurs comme la fraude[1402], la perte de la clé d'accès aux actifs. Ils sont associés aussi aux risques propres des plateformes comme les cyber attaques[1403] et le fait que la sécurité technologique ne soit pas absolue[1404]. Les avancées technologiques qui ont été énoncées ne démocratisent pas seulement la finance et la rendent accessibles aux personnes qui traditionnellement sont exclues, mais elles ouvrent aussi la porte à toutes sortes d'activités illicites et surtout permettent le financement de celles-ci.

839. Les crypto actifs deviennent un instrument idéal pour le financement du terrorisme ainsi que le blanchissement des capitaux[1405] ou encore la fraude fiscale[1406]. L'anonymat des plateformes fait que pour les malfaiteurs elles deviennent leur endroit préféré pour réaliser leurs affaires[1407]. L'identification de ces personnes, en raison de leur anonymat est très difficile, car le seul élément connu sur leur identité est la clé publique. Un autre obstacle est que les criminels peuvent se situer n'importe où sur la planète[1408]. Ce dernier sujet est une véritable entrave pour tous les régulateurs qui ont des lois attachées à une compétence territoriale. Les États unis sont une exception à cette règle, car elles attachent leur compétence à trois critères : que l'entreprise soit américaine, qu'elle réalise ses activités sur le territoire américain ou encore que la monnaie utilisée dans la transaction soit le dollar.

[1401] « *…réduction du coût et du temps d'exécution de certaines opérations (offre au public, transfert de propriété…), accès à une cible mondiale d'investisseurs, ou encore financement de projets à un stade très précoce de leur mise en œuvre…* » DRUMMOND France, « Les superviseurs européens s'invitent dans la discussion de la loi PACTE sur les jetons et « actifs numériques » », Bulletin Joly Bourse, n° 1, p. 61.
[1402] DUFOUR Olivia, *op. cit.*, p. 4.
[1403] Par exemple la DAO, voir supra. FAURE-MUNTIAN Valéria, DE GANAY Claude et LE GLEUT Ronan, « Comprendre les blockchains : fonctionnement et enjeux de ces nouvelles technologies », Rapport fait au nom de l'Office parlementaire d'évaluation des choix scientifiques et technologiques n° 584, 20 juin 2018, p.62 et 93, et CREMERS Thiebald, « Qualifications juridiques de valeurs numériques et titres inscrits en DEEP », Bulletin Joly Bourse, n°6, 2019, p. 273.
[1404] ROBINSON Randolph A. II., « The New Digital Wild West : Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings », Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 910 et 922 et ZOLYNSKI Célia, « Blockchain et sécurité : Être ou ne pas être, telle est la question », in La Blockchain saisie par le droit sous la direction de Martine Behar-Touchais, IRJS Éditions, 2019, p. 17 et ss.
[1405] LANDAU Jean-Pierre « Les crypto-monnaies », Rapport au Ministre de l'Économie et des Finances, 4 juillet 2018, p. 41, DRUMMOND France, « Loi PACTE et actifs numériques », Bulletin Joly Bourse, n° 4, p. 61.
[1406] AYRAULT Ludovic, « Blockchain et fraude fiscale » in BEHAR-TOUCHAIS Martine (dir.), *La Blockchain saisie par le droit*, IRJS Éditions, 2019, p. 123.
[1407] RYZNAR Margaret, « The Future of Bitcoin Futures», Houston Law Review, vol. 56, n° 3, 2019, p. 543.
[1408] ROBINSON Randolph A. II., *op. cit.*, p. 922.

840. Ces problèmes de mauvaise utilisation de la *blockchain* permettent aux malfaiteurs de blanchir leurs capitaux, par exemple le cas de Liberty Reserve, société domiciliée au Costa Rica. Elle était un fournisseur de services d'échange de monnaies virtuelles et pendant 7 ans elle a blanchi plus de 6 milliards de dollars à travers une plateforme d'échange de crypto monnaies en monnaies de cours légal[1409]. Les ICO ont aussi une grande exposition aux risques comme nous l'avons vu précédemment avec la DAO et les cyber attaques, mais aussi avec les ICO faites pour « *arnaquer* » (disparition des fonds) ou commettre des abus du marché[1410].

841. La régulation de ces technologies ne pourra pas être complète avec une approche nationale de la situation, car l'internet a effacé les frontières. Par conséquent, une harmonisation internationale de la régulation dans laquelle seront définis des standards pour réguler les *blockchains* et leur application dans le système financier est nécessaire pour assurer la stabilité financière[1411].

842. Le challenge n'est pas seulement réglementaire, mais c'est aussi un problème de ressources. Les moyens des régulateurs dans les trois pays étaient déjà insuffisants face à la charge régulatrice existante, mais l'ajout d'un nouveau domaine de régulation ne vient pas s'accompagner de ressources supplémentaires. Il est flagrant que leurs moyens sont limités et leurs missions multiples. Il est donc temps de se questionner sur la nécessité d'un régulateur spécialisé dans la matière, ce pas n'a pas été franchi par la France qui a créé une nouvelle catégorie juridique, mais qui ne s'est pas dotée d'un régulateur exclusif pour cette catégorie.

843. Il faut aussi voir que la *blockchain* a été créée dans un contexte particulier après la crise de 2007/2008 dans une démarche de défiance des pouvoirs publics et surtout de la finance traditionnelle. Les communautés qui l'ont créée veulent maintenir leur indépendance vis-à-vis des régulateurs et de l'État et cela augmente la difficulté de la tâche des régulateurs, car dans sa nature cette technologie cherche à leur échapper.

844. L'approche connue comme *regulatory sandbox* qui est un encadrement ou une surveillance spéciale des innovations pour qu'elles soient testées en conditions réelles est

[1409] TRAUTMAN Lawrence, « Virtual Currencies; Bitcoin & What now after Liberty Reserve, Silk Road, And Mt. Gox?, Richmond Journal of Law & Technology, vol. 10., n° 4, p. 12, 40 et 85.
[1410] DE LA RAUDIÈRE Laure et MIS Jean-Michel, « Rapport d'information n° 1501 sur les chaînes de blocs (blockchains) », Assemblée nationale, 12 décembre 2018, p. 77.
[1411]LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme et KOVAR Jean-Philippe, « Cryptomonnaies : position de la Banque de France : Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus n° 16, 5 mars 2018 », Revue Banque, n°8, 2018, p. 92.

intéressante comme option de régulation des crypto actifs en vue de déterminer leurs caractéristiques spécifiques. Ces dispositifs permettent aux régulateurs de se familiariser avec le domaine des crypto actifs et leurs pratiques pour éviter une éventuelle fuite des capitaux vers d'autres pays. Il s'agit d'un bon compromis entre la non régulation, la régulation comme instrument financier et la régulation d'une nouvelle catégorie juridique.

845. Malgré le fait que l'utilisation de ces dispositifs s'est généralisée, par exemple au Royaume-Uni, en Lituanie, en Canada, entre autres[1412], le Secrétariat général des Nations Unies pour la finance inclusive pour le développement (UNSGSA), dans son rapport 2019 sur les *regulatorys sandboxes,* établit qu'elles ne sont pas nécessaires ni suffisantes pour promouvoir une inclusion financière et que des résultats similaires peuvent être obtenus par d'autres outils ou moyens[1413]. Mais cela ne signifie pas que l'inclusion soit possible par d'autres moyens et les *sandboxes* sont une bonne option pour choisir la forme de régulation plus adaptée.

846. Il faut remarquer, comme cela a été fait dans la section précédente, que cette technologie a un coût environnemental qui n'est pas négligeable. La consommation d'électricité par opération est très élevée comme l'a signalé la Banque de France en 2018 : « *Pour la validation d'une seule opération en bitcoin, la consommation d'électricité était estimée en décembre 2017 à 215 kWh, l'équivalent de six mois de travail sur un ordinateur allumé jour et nuit. Cette consommation énergétique fait l'objet d'une réévaluation constante, à la hausse, en raison de la concurrence accrue associée à l'élargissement du réseau de validation des opérations* »[1414]. Aussi pour miner[1415], stoker les crypto actifs et faire marcher les plateformes il est nécessaire d'utiliser des dispositifs électroniques, de superordinateurs qui deviennent obsolètes en peu de temps produisant ainsi une grande quantité de déchets électroniques.

[1412] BLANDIN Apolline, CLOOTS Ann Sofie, HUSSAIN Hatim, RAUCHS Michel, SALEUDDIN Rasheed, ALLEN Jason G., ZHANG Bryan Zheng et CLOUD Katherine, «*Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study*», University of Cambridge Faculty of Law Research Paper N° 23/2019, 2019, p. 48 et ALAM Nafis, «Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech: Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech», FinTech Working Group of the United Nations Secretary-General's Special Advocate for Inclusive Finance for Development (UNSGSA) and Cambridge Centre for Alternative Finance(CCAF), 2019, p. 26.

[1413] ALAM Nafis, *op. cit.*, p. 30 et ss.

[1414] Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives », Focus, n° 16, 5 mars 2018, p. 5.

[1415] Le minage est le processus d'obtention de crypto-monnaies en résolvant des équations cryptographiques à l'aide d'ordinateurs haute puissance. En ligne https://www.investopedia.com/terms/b/bitcoin-mining.asp.

Conclusion du Chapitre I

847. L'évolution des marchés financiers, des produits et de la façon de faire des affaires est marquée par les nouvelles technologies qui ont fait irruption dans la finance pour y rester. Les opérateurs ont été les premiers à s'en servir, parfois avec l'objectif de contourner la régulation, mais les régulateurs ont vite transformé en alliées les nouvelles technologies

848. Elles apportent des éléments qui facilitent la tache de régulation et ces technologies sont un nouvel objet qui doivent être elles même régulées à leur tour. La négociation à haute fréquence est une technique qui peut présenter beaucoup de bénéfices pour les marchés financiers, comme la baisse des couts qui entraîne une forme de démocratisation de la finance, mais représente également un grand risque en raison de la vitesse des transactions ainsi que du manque de transparence des algorithmes associés.

849. Les nouvelles technologies mettent en évidence le besoin de spécialisation de la finance ainsi que la nécessité d'une multiplicité de métiers, car nous sommes dans un domaine très vaste. Les autorités de régulation doivent employer les mêmes professionnels que les opérateurs qui utilisent les nouvelles technologies pour réaliser une régulation efficace.

850. Face à la complexité des innovations financières, une coopération internationale s'impose, car les frontières n'existent pas dans ce domaine. C'est ainsi qu'une régulation internationale de ces avancées technologiques est nécessaire pour assurer d'une façon globale une véritable protection des investisseurs.

CHAPITRE II : LES AUTORITÉS DE RÉGULATION ET LEURS CORRELATIONS

851. La régulation n'appartient pas seulement à l'autorité de régulation qui a été désignée par le congrès de chaque pays pour réaliser la fonction, l'État en lui-même est régulateur[1416]. La fonction de régulation des autorités de régulation des marchés financiers n'est pas exercée dans l'isolement. Elle peut être partagée, coordonnée, contrôlée ou façonnée par d'autres pouvoirs, institutions ou autorités.

852. Ces relations complètent, harmonisent ou limitent l'action des autorités de régulation en permettant une approche intégrale de la régulation des marchés financiers. Ainsi, ces relations s'entretiennent avec les trois pouvoirs étatiques de chaque pays étudié (Section 1), mais également avec les autres autorités de régulation nationales ou internationales (Section 2).

853. Les relations avec d'autres instances sont importantes, car les autorités de régulation ne sont pas isolées dans leur action. Elles doivent être cohérentes avec les politiques fixées pour le développement de l'économie, avec une attention particulière portée à la protection des investisseurs, des marchés ainsi qu'à la stabilité financière.

[1416] « *… à un État omniprésent dans la vie sociale aurait succédé un État « modeste », dont la fonction serait avant tout d'assurer la préservation des grands équilibres économiques et sociaux dans un monde où l'incertitude domine…* » CHEVALLIER Jacques, « L'état régulateur », RFAP, vol. 111, n° 3, 2004, p. 473.

Section 1. Les relations entre les autorités de régulation des marchés financiers et les pouvoirs étatiques

854. Nous sommes dans des systèmes juridiques qui sont complexes et interconnectés. Les trois pouvoirs étatiques existants dans les trois pays étudiés entretiennent des relations avec les autorités de régulation. Ces interactions peuvent être de coopération, de contrôle ou autre. Ces relations ont très souvent un rapport avec la théorie de la séparation des pouvoirs et avec la manière de surmonter la complexité de cette théorie pour assurer l'action des autorités de régulation, en respectant leur indépendance, ainsi que la protection des investisseurs et du marché financier.

855. Nous allons diviser dans cette étude l'analyse des relations entre les autorités de régulation et les autres pouvoirs étatiques. Nous étudierons dans un premier temps les relations avec les pouvoirs politiques constitués par l'exécutif et le Parlement (Sous-section 1), et dans un deuxième temps les relations avec le pouvoir judiciaire (Sous-section 2).

Sous-section 1. Les relations entre autorités de régulation et les pouvoirs politiques

856. Les pouvoirs politiques exercent une grande influence sur les autorités de régulation, malgré les dispositifs mis en place pour garantir une indépendance réelle. Comme nous l'avons constaté précédemment, les nominations et les budgets des autorités étudiées sont dans les mains du pouvoir exécutif et du pouvoir législatif, rendant les autorités perméables aux influences de ces pouvoirs[1417]. L'indépendance des autorités de régulation n'est pas absolue. D'un côté, il y a des liens qui ressemblent à une tutelle du pouvoir exécutif (§ 1) et d'un autre, leur indépendance ne les exemptant pas de leur responsabilité[1418], la reddition de comptes qui est alors fondamentale pour une bonne gestion (§ 2).

[1417] Voir supra Sous-section 2 : Une composition comme garantie de transparence et démocratie.
[1418] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 369.

§1. Les relations avec le pouvoir exécutif

857. Les relations entre le gouvernement et les autorités de régulation financières sont différentes dans les trois pays. Normalement, l'indépendance et l'autonomie qu'elles détiennent cherchent à les protéger de l'action discrétionnaire des gouvernements et aussi d'une intervention politique dans ces autorités. Pour autant, cela n'empêche pas qu'entre le gouvernement et les autorités de régulation se développent des relations de coopération dans l'exercice de la mission de protection des marchés et des investisseurs. Ainsi le gouvernement va-t-il essayer d'influencer l'action des régulateurs.

858. Aux **États-Unis**, la SEC et le gouvernement, surtout avec la Maison-Blanche, ont des relations qui dépendent de qui est à la tête de la SEC et du Président des États-Unis. L'influence que le Président veut exercer sur la SEC et la politique de régulation qu'elle mène est assez forte. L'ancienne présidente de la SEC, Mary Jo White, a exprimé que le fait d'être indépendante n'implique pas pour la SEC d'écarter les idées et recommandations[1419] du Président et du gouvernement que peuvent se faire de différentes façons. Mais de manière générale, ils le feront à travers des mémorandums. Dans ces documents, ils exprimeront leur politique avec l'intention de la faire passer comme une suggestion pour les régulateurs.

859. Depuis *Humphrey's Executor v. United States*[1420] qui a refusé le pouvoir de révocation du Président des États-Unis sur les dirigeants nommés, le gouvernement américain a cherché une façon d'imposer sa politique, non seulement sur les agences, mais aussi sur les agences indépendantes comme la SEC. La création de l'*Office of Management and Budget* (OMB) par Richard Nixon le 1er juillet 1970 a été une façon d'y parvenir. Le président Ronald Regan a donné à l'OMB un contrôle substantif sur la réglementation [1421] avec des *executives orders*, mais cela exclut les autorités de régulation comme la SEC[1422]. C'est pendant la présidence de Bill Clinton[1423] que des *executives orders*[1424] ont été utilisés pour essayer de lier les autorités de régulation à la politique qu'il voulait mener. C'est ainsi que

[1419] WHITE Mary Jo, « The Importance of Independence», 14th Annual A.A. Sommer, Jr. Corporate Securities and Financial Law Lecture, Fordham Law School, 2013. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/spch100113mjw.
[1420] *Humphrey's Executor v. United States,* 295 U.S. 602, 631–32 (1935).
[1421] Executive Order 12291 of Feb. 17, 1981, appear at 46 FR 13193, 3 CFR, 1981 Comp., p. 127 et FARINA Cynthia R., et METZGER Gillian E., «Introduction: The Place of Agencies in Polarized Government», Columbia Law Review, vol. 115, no. 7, 2015, p. 1683.
[1422] KAGAN Elena, « Presidential Administration », Harvard Law Revue, vol. 114, n° 8, 2000, p. 2288
[1423] Pendant le gouvernement de Richard Nixon il a été créé un bureau pour contrôler les réglementations que les *agencies* produisent, The Office of Management and Budget (OMB).
[1424] En France elles peuvent être considérées comme des décrets ou des ordonnances.

l'*executive order* 12866 de 1993[1425] a demandé aux *agencies* de soumettre les principales réglementation s à l'OMB pour les contrôler et les réviser. Mais pour la SEC, il s'agissait d'un contrôle d'opportunité.

860. Le gouvernement Trump a édicté plusieurs mémorandums pour guider l'action de la SEC. Parmi ceux-ci se trouve le guide pour la conformité avec *Congressional Review Act*[1426]adressé à tous les dirigeants des autorités de régulation. Il a été écrit par le directeur de l'OMB[1427], Russell T. Vought. Il élargit les *rules* qui sont soumises au contrôle de la Maison-Blanche.

861. En outre, la SEC peut avoir recours au *Memorandum of understanding* (MOU)[1428] vis-à-vis des départements et agences du gouvernement. Ces mémorandums permettent à la SEC d'établir des accords non obligatoires grâce auxquels elle peut obtenir des informations pour la protection des marchés, en contrepartie elle peut aussi communiquer des informations, comme la mise en place des procédures jointes pour une meilleure approche de certains sujets. Par exemple, en juin 2020, la SEC et la Division de la concurrence du Département de Justice ont signé un mémorandum de coopération et communication pour stimuler la concurrence dans les marchés financiers[1429].

862. Aux États-Unis, le Président essaye toujours d'influencer ou d'aligner les décisions des autorités de régulation avec les politiques de la Maison-Blanche. La discussion doctrinale qui se pose pour plusieurs auteurs concerne la portée de la jurisprudence *Humphrey's Executor v. United States*, qui a interdit au Président de destituer sans raison les dirigeants des autorités indépendantes, mais n'exclut pas une certaine supervision[1430].

863. En **France,** les relations entre le gouvernement et les autorités sont également consacrées dans la loi. Elles ne sont pas totalement interdites, malgré la forte protection de l'indépendance des autorités de régulation comme l'AMF. Les autorités de régulation sont aussi désignées comme des autorités administratives indépendantes et « *le terme de "administratif" renvoie tout de même à l'idée que l'organe appartient à un ensemble dont le*

[1425] Executive Order 12866 of September 30, 1993. En ligne https://www.archives.gov/files/federal-register/executive-orders/pdf/12866.pdf.
[1426] C'est une loi édictée en 1996 qui va permettre au Congrès d'invalider ou d'opposer son veto à une réglementation des autorités de régulation. 5 U.S. Code § 804 (3) et 5 U.S. Code § 551 (4).
[1427] KAGAN Elena, « Presidential Administration », Harvard Law Revue, vol. 114, n° 8, 2001, p. 2247.
[1428] Mémorandum de compréhension.
[1429] SEC, Securities and Exchange Commission and Justice Department's Antitrust Division Sign Historic Memorandum of Understanding, 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2020-140.
[1430] Free Enterprise Fund v. Public Company Accounting Oversight Board, 130 S. Ct. 3138 (U.S. 2010).

Gouvernement continue de disposer… »[1431], mais les relations entre l'AMF et le gouvernement ont évolué grâce à l'attribution de la personnalité morale à la première lors de sa création en 2003. Ainsi, la séparation est presque totale, mais le législateur a conservé des prérogatives au profit du ministre de l'Économie.

864. Le ministre de l'Économie est le dépositaire du pouvoir réglementaire dans le domaine des marchés financiers. Son rôle n'est pas seulement réservé à l'homologation du Règlement général de l'AMF. Le code monétaire et financier octroie aussi le pouvoir au « *ministre chargé de l'économie* [d'arrêter]*, pour les établissements de crédit et, s'il y a lieu, pour les sociétés de financement, les règles* »[1432] par exemple les « *conditions des opérations que peuvent effectuer les établissements de crédit, les sociétés de financement ou leurs agents, en particulier dans leurs relations avec la clientèle, ainsi que les conditions de la concurrence* »[1433]. Ainsi, le ministre homologue par arrêté les codes de conduite élaborés en matière de commercialisation d'instruments financiers ou de produits d'épargne[1434].

865. L'AMF coopère aussi avec d'autres institutions du gouvernement comme ses agences[1435]. Elle a signé un protocole de coopération avec l'Agence française anticorruption pour « *l'organisation de réunions périodiques d'échange pour analyser les modes opératoires d'infractions à la probité et aux abus de marché* »[1436]. De plus, l'AMF a signé une lettre d'intention pour « *un échange régulier d'informations* »[1437]avec l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information, en raison des possibles risques des systèmes d'information ou de cyber attaques.

[1431] FRISON-ROCHE Marie-Anne « Leçon 3 : Le régulateur bancaire et financier », Enseignements : Droit de la régulation bancaire et financière », 3 avril 2014. En ligne https://mafr.fr/fr/article/lecon-3-le-regulateur-bancaire-et-financier/.
[1432] Article L.611-1 Code monétaire et financier.
[1433] *Ibidem.*
[1434] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 162 et l'article L. 611-3-1 Code monétaire et financier.
[1435] CE, « *Les agences : une nouvelle gestion* publique », Étude annuelle 2012, La Documentation française, p. 21.
[1436] AMF, L'Autorité des marchés financiers et l'Agence française anticorruption signent un protocole de coopération, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lautorite-des-marches-financiers-et-lagence-francaise-anticorruption-signent-un-protocole-de#:~:text=1606698159%5D-,L'Autorit%C3%A9%20des%20march%C3%A9s%20financiers%20et%20l'Agence%20fran%C3%A7aise%20anticorruption,signent%20un%20protocole%20de%20coop%C3%A9ration&text=Ainsi%2C%20la%20coop%C3%A9ration%20entre%20l, pour%20la%20protection%20des%20investisseurs.
[1437] AMF et ANSSI, Une coopération renforcée entre l'ANSSI et l'Autorité des marchés financiers (AMF), 2018, https://www.ssi.gouv.fr/actualite/une-cooperation-renforcee-entre-lanssi-et-lautorite-des-marches-financiers-amf/.

866. Au **Costa Rica,** les relations entre le gouvernement et le régulateur semblent plus proches, car comme nous l'avons dit la SUGEVAL n'a pas d'indépendance, mais elle a une autonomie avec personnalité morale pour certains actes autorisés par la loi.

867. Le pouvoir exécutif peut édicter des politiques gouvernementales et il planifie, dirige et émet des politiques publiques. C'est un rôle de direction des différents domaines de la fonction publique qui permet de fixer les objectifs politiques qu'il entend réaliser et qui doivent être exécutés par les administrations publiques[1438]. Ce pouvoir de direction a comme objectif de satisfaire l'intérêt général, mais aussi de donner une cohérence à l'administration. L'orientation ne peut pas être obligatoire, elle n'est pas un ordre exécutif et c'est ainsi qu'elle ne va pas à la rencontre de la décentralisation des compétences. Ce pouvoir a des limitations imposées par la *Ley general de la administración pública,* par exemple elle interdit que le supérieur remplace l'autorité de l'organe décentralisé dans son action[1439].

868. Dans le droit costaricien, le pouvoir exécutif exercé par le ministre de l'Économie peut orienter, mais il ne peut pas porter de décision sur les affaires relevant de la compétence de la SUGEVAL[1440]. Il peut formuler et planifier la politique économique, mais pour son exécution, il a besoin qu'elle soit conçue avec l'accord du régulateur[1441]. En outre, le pouvoir exécutif s'est doté d'un règlement pour son organisation et sa coordination, le *Reglamento Orgánico del Poder Ejecutivo,* qui crée des Conseils sectoriels pour l'organisation des divers secteurs dirigés par le pouvoir exécutif[1442]. Ces conseils établissent des mécanismes de coordination intersectorielle pour atteindre des objectifs communs. La SUGEVAL dans la classification réalisée par le *Reglamento Orgánico del Poder Ejecutivo* fait partie du secteur financier[1443].

869. La SUGEVAL fait partie de la structure de la Banque centrale du Costa Rica et elle est un organe de décentralisation maximal. C'est ainsi qu'elle est assujettie à un pouvoir de direction central exercé par la Banque, mais cette dernière ne peut pas la contrôler et il n'existe pas une relation hiérarchique proprement dite[1444].

[1438] Articles 26 et 27 Ley General de la Administración Pública.
[1439] Articles 99 et 100 Ley General de la Administración Pública.
[1440] Article 83 alinea 3 Ley General de la Administración Pública.
[1441] PGR, Avis C-071-2016 12 avril 2016.
[1442] Article 20 Reglamento Orgánico del Poder Ejecutivo.
[1443] Article 24 Reglamento Orgánico del Poder Ejecutivo.
[1444] MONTIEL CASTILLO Federico, «*Las normas de comportamiento ético en el manejo de la información privilegiada en la ley reguladora del mercado de valores*», Revista Nacional de administración, 2013, p. 83.

870. La décentralisation maximale permet à la SUGEVAL d'exercer ses prérogatives librement, sans que la Banque puisse ordonner comment exercer ses fonctions, il en est de même pour l'instruction[1445]. Néanmoins, la SUGEVAL est soumise à une sorte de tutelle par des directives qui fixent certaines politiques pour encadrer l'exercice de ses compétences[1446]. Il y a une limite : ces directives ne peuvent pas vider le contenu de la loi. La SUGEVAL est aussi soumise au pouvoir de direction du CONASSIF[1447].

871. Les relations des autorités de régulation sont très différentes. L'AMF est indépendante donc les relations avec le pouvoir exécutif sont établies par la loi ou par des accords de coopération. En revanche la SEC et la SUGEVAL ne sont pas indépendants dans le même degré que l'AMF. Dans le premier cas, le pouvoir exécutif cherche toujours à diriger sa politique et dans le deuxième cas il s'agit d'une autorité sous tutelle, ainsi elle peut être dirigée par le pouvoir exécutif.

872. Les autorités de régulation, pour autant qu'elles soient indépendantes ou autonomes, ne peuvent pas fonctionner en dehors du pouvoir exécutif auquel elles sont attachées. Cela ne doit pas signifier une intromission politique dans les domaines techniques de la régulation des marchés financiers, mais une cohérence dans l'action de l'exécutif. Ainsi, les régulateurs et les institutions doivent être capables d'accorder leur action pour être effectifs dans leurs missions de régulation.

§2. Les relations avec le pouvoir législatif

873. La reddition de comptes par les régulateurs est un des principaux aspects de la relation entre les autorités de régulation et le pouvoir législatif. Les régulateurs réalisent cette reddition de comptes à travers des rapports annuels. Aux États- Unis, la SEC adresse au Congrès des rapports pour le budget de l'année fiscale, pour le programme des *whistleblowers* de la *Dodd-Frank Act* et pour l'inclusion de minorités et de femmes[1448]. En France, l'AMF présente devant le Président de la République et le Parlement un rapport annuel. De même, au

[1445] Article 83 alinea 3 Ley General de la Administración Pública.
[1446] PGR, Avis OJ-012-2016, 23 février 2016.
[1447] PGR, Avis C-214-2004, 2 juillet 2004.
[1448] SEC, Raports and publications, en ligne https://www.sec.gov/reports.

Costa Rica, la SUGEVAL rend chaque année un rapport à l'Assemblée Législative[1449], et le Surintendant remet un rapport au CONASSIF à la fin de son mandat [1450].

874. Le pouvoir législatif dans les trois pays a mis en place des commissions législatives qui ont pour mission d'améliorer le travail de production de lois pour que celles-ci correspondent aux besoins de la population. Les commissions parlementaires guident le débat public et enquêtent sur des sujets d'intérêt public pour avoir une meilleure vision des domaines dans lesquels l'intervention du Parlement est nécessaire. Elles ne sont pas seulement un pilier pour la reddition de comptes des agences de régulation, mais aussi pour les relations entre le législateur et les régulateurs[1451].

875. Les **États-Unis**, depuis leur indépendance, ont utilisé des commissions parlementaires (*legislative committees*). Elles sont devenues une partie essentielle de la création de la loi et du fonctionnement du Congrès américain[1452]. Leurs rôles varient entre promulgation de normes, enquêtes et audiences. Avec ces trois activités, le Congrès va entretenir des relations avec les autorités de régulation et notamment avec la SEC. Nous pouvons parler d'un dialogue qui s'établit entre les deux. Le parlement américain, avec ses deux chambres, ne veut pas seulement contrôler l'action de la SEC, mais aussi travailler avec elle pour arriver à une régulation et une législation plus adaptée.

876. La Constitution américaine ne dit rien sur la création ou le fonctionnement des commissions parlementaires. Chaque chambre a ses propres commissions, ainsi que des commissions partagées. Le Sénat a eu recours aux commissions pour la première fois en 1816[1453]. Pour la Chambre des représentants, la pratique a commencé en 1789[1454]. Au début, la pratique était temporaire, mais elle s'est répandue et elle a gagné beaucoup d'influence. Maintenant les commissions sont devenues, pour les deux chambres parlementaires, fondamentales dans la réalisation de leurs missions.

[1449] Article 2, Ley para Perfeccionar la Rendición de Cuentas.
[1450] Article 12 alinea e, Ley General de Control Interno.
[1451] FRAYSSE, Françoise, « Imitation, rationalisation, performance : les enjeux d'une modélisation », in FRAYSSE Françoise et HOURQUEBIE Fabrice (dirs.), *Les Commissions Parlementaires dans l'espace Francophone*, actes du colloque organisé Les 1er et 2 Octobre 2010, à l'Assemblée Nationale et au Sénat, Montchrestien-Lextenso, 2011, p. 8.
[1452] RICHARDSON James R., « Legislative Committees - Powers and Limitations», Tennessee Law Review, vol. 21, no. 7, 1951, p. 748.
[1453] United States Senate, Brief History of the Senate. En ligne https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/briefing/Brief_History_Senate.htm.
[1454] SCHNEIDER Judy, « Committee of the Whole: An Introduction», University of North Texas Libraries, UNT Digital Library, 2007, p. 1. En ligne sur : https://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc820877/.

877. Le rôle des commissions dans les relations entre le parlement et les autorités de régulation est important et ne se limite pas à contrôler. Elles permettent aussi au Parlement la communication de ses positions aux autorités de régulation[1455].

878. En **France**, la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789 établit le principe de reddition de comptes des agents publics de son administration[1456]. C'est le Conseil d'État qui a émis le premier rapport sur les autorités de régulation où il a exposé l'idée que ces autorités doivent être évaluées périodiquement[1457]. Depuis, le Parlement a réalisé plusieurs rapports et, dans son rapport de 2006 intitulé *Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié*, il a indiqué que l' « … *exercice d'une reddition de comptes annuelle permettrait aux AAI de mieux asseoir leur légitimité…* »[1458]. C'est ainsi qu'il a proposé que le contenu de ces rapports ne soit non pas décidé par les autorités de régulation elles-mêmes, mais par le législateur[1459].

879. La critique de ces rapports annuels porte sur le fait qu'ils sont devenus un « *outil de communication* »[1460] pour les autorités de régulation. Une manière de consolider la nature des outils de reddition de comptes des rapports annuels est la systématisation du contenu proposé par Patrice GELARD dans son rapport de 2006 qui a suggéré que ces rapports aient un contenu obligatoire. Il propose trois points obligatoires : « *le bilan de l'utilisation par l'autorité de ses crédits et de la mise en œuvre de ses prérogatives ; la présentation des règles de déontologie appliquées par les membres du collège et les cadres des services ; la présentation des règles et la doctrine suivie par l'autorité dans l'exercice de ses missions* »[1461]. Le caractère obligatoire du contenu du rapport a été repris par le rapport de la

[1455] BIBBY John F., « Committee Characteristics and Legislative Oversight of Administration », Midwest Journal of Political Science, 1966, vol. 10, n° 1, p. 97
[1456] « *La Société a le droit de demander compte à tout Agent public de son administration* », Article 15, Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789.
[1457] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p.373 et PALMA-AMALRIC Valérie, *L'autonomie financière des autorités indépendantes*, 2017, L'Harmattan, p. 497.
[1458] GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », Rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemblée Nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 118.
[1459] *Ibidem*, p. 143.
[1460] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126, Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 87.
[1461]GELARD Patrice, *op. cit.*, p. 12.

commission d'enquête du Sénat sur le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes de 2016[1462].

880. Une autre question qui est abordée dans les multiples rapports de l'Assemblée nationale et du Sénat est le besoin d'avoir une audition attachée aux rapports afin de permettre un vrai dialogue démocratique. C'est ainsi que les parlementaires peuvent poser des questions sur le rapport ou sur les sujets qui ont été laissés de côté par celui-ci[1463].

881. Comme aux États-Unis les commissions parlementaires font partie des mécanismes relationnels entre les autorités de régulation et le Parlement. Elles ont été conçues comme les organes qui réalisent le travail préparatoire de la loi[1464], mais aussi comme des organes de contrôle[1465]. Les rapports d'enquête de ces commissions et les auditions réalisées sont une façon pour les autorités de régulation d'être non seulement contrôlées par le Parlement, mais aussi de faire des recommandations de changements de la loi pour améliorer l'exercice de leurs missions.

882. Au **Costa Rica**, les autorités de régulation sont aussi convoquées par les commissions législatives, comme dans les deux autres pays étudiés. Le *Reglamento de la Asamblea Legislativa* prévoit des commissions permanentes[1466], en particulier une commission des affaires économiques qui connaît tous les sujets d'économie, de commerce, d'industrie, de marché commun et d'intégration[1467]. Elle est également autorisée à réaliser des enquêtes de contrôle politique pour déterminer la bonne gestion de ressources publiques, et c'est dans ce sens qu'elle a procédé récemment par rapport à la SUGEVAL.

883. En 2019, une fraude a été commise par un organisme de financement, l'ALDESA, qui avait différents composants dont certain échappaient au contrôle de la SUGEVAL. La commission permanente spéciale pour le contrôle du revenu et des dépenses publiques[1468] a alors convoqué la Surintendante de la SUGEVAL, Ana Lucía Fernández, pour la questionner

[1462] MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Rapport n °126 Sénat commission d'enquête du 28 octobre 2015, p. 87.
[1463] DOSIERE René et VANNESTE Christian « Les autorités administratives indépendantes », Assemblée Nationale Rapport d'information n° 2925, 28 octobre 2010, p.164.
[1464] AVRIL Pierre et GICQUEL Jean, *Droit parlementaire,* Montchrestien, 2021, p.162-165 et 170.
[1465] FRAYSSE, Françoise, « Imitation, rationalisation, performance : les enjeux d'une modélisation », in FRAYSSE Françoise et HOURQUEBIE Fabrice (dirs.), *Les Commissions Parlementaires dans l'espace Francophone*, actes du colloque organisé les 1er et 2 Octobre 2010, à l'Assemblée Nationale et au Sénat, Montchrestien-Lextenso, 2011, p. 8.
[1466]Article 65 Reglamento de la Asamblea Legislativa.
[1467]Article 66 Reglamento de la Asamblea Legislativa.
[1468]Article 84 Reglamento de la Asamblea Legislativa.

sur l'action de l'autorité de régulation dans ce cas. Madame Fernández a affirmé que la loi n'a pas autorisé la SUGEVAL à contrôler les organismes qui ont réalisé cette fraude. Pour éviter qu'une telle situation se reproduise la Superintendante a recommandé un changement dans la loi, comme cela se pratique en France.

884. La SUGEVAL soumettre à l'Assemblée législative un rapport annuel appelé *Memoria institucional*. Comme l'avait suggéré Patrice GELARD pour la France, le pouvoir exécutif au Costa Rica a standardisé la forme et le contenu des rapports de toute l'administration publique par décret[1469]. Mais dans ce but, le décret fait référence aux *Plan Nacional de Desarrollo* (PND)[1470] qui est le cadre général par lequel les *Planes Operativos Institucionales* (POI)[1471] sont gérés selon le niveau d'autonomie de l'institution concernée[1472].

885. Le rapport annuel doit aborder les politiques et les programmes stratégiques de l'institution qui sont proposés par le *Plan Nacional de Desarrollo* et le *Plan Operativo Institucional*, informer sur la réalisation des objectifs mis en place par les plans cités, et faire une analyse des problèmes rencontrés, des tâches en suspens. Il doit également indiquer si les tâches de l'année antérieure ont été réalisées.

886. Le pouvoir législatif a créé les autorités de régulation. Le fondement de leurs relations est donc la supervision et le contrôle. Pour cela, le législateur utilise des mécanismes comme les commissions d'enquête et les auditions. Les autorités contribuent aussi à cette relation par la reddition de comptes. Ainsi, les recommandations sont un instrument de coopération nécessaire entre les autorités et le pouvoir législatif pour pouvoir rendre plus efficace l'action des autorités. Dans les trois pays, nous allons retrouver les relations de contrôle et coopération des autorités avec le pouvoir législatif. Ces relations entretenues avec le législateur donnent aux autorités une forme de légitimation démocratique qui, pourtant, est toujours considérée absente par la critique.

[1469] Decreto de Requisitos sobre la forma y contenido de las Memorias Anuales Institucionales.
[1470] Plan national de développement.
[1471] Plan opérationnel institutionnel.
[1472] Article 4 Ley de la Administración Financiera de la República y Presupuestos Públicos.

Sous-section 2. Les relations des autorités de régulation avec les pouvoirs juridictionnels

887. Les tribunaux façonnent les autorités de régulation, mais le juge va également les « *réguler* ». C'est ainsi que le juge interprète la Constitution et la loi pour déterminer les limites de l'action des régulateurs. Les décisions judiciaires permettent d'adapter le fonctionnement des autorités de régulation à l'actualité juridique. Le juge est l'arbitre des relations que les autorités de régulation entretiennent avec les pouvoirs politiques au vu des nouveaux instruments juridiques mis à leur disposition. France DRUMMOND a signalé que *« le juge contribue à la construction du droit des marchés financiers, mais il ne « régule » pas les marchés »*[1473].

888. Aux **États-Unis**, la relation entre la SEC et les juges est très étroite, car ce sont les tribunaux qui ont le dernier mot sur l'extension du pouvoir réglementaire de la SEC. En effet, les juges vérifient si l'utilisation du pouvoir réglementaire de la SEC s'accorde avec la loi et la constitution américaine. Les tribunaux deviennent un véritable contre-pouvoir aux pouvoirs de la SEC.

889. L'*Exchange Act* a donné aux cours fédérales la juridiction exclusive sur l'application des lois des instruments financiers et des règles émises par la SEC[1474]. De son côté l'APA[1475] établit les standards de la révision judiciaire de l'action des autorités de régulation afin de vérifier que la SEC, dans l'exercice de ses pouvoirs, est conforme avec les buts et limites établis par le législateur. Les règles de l'APA donnent au juge la possibilité d'écarter des actes des autorités de régulation quand elles ont outrepassé leurs compétences. Les autorités de régulation, en accord avec les standards de l'APA, ne peuvent pas s'engager dans des activités autorisées qui sont inconstitutionnelles[1476]. Le juge n'est pas limité seulement à ce type de contrôle, il peut aussi contrôler les procédures utilisées pour les autorités de régulation dans l'exercice de leurs pouvoirs[1477].

890. Aux États-Unis, la doctrine a prévu deux voies pour la révision des actes des autorités de régulation : *question of fact* ou *question of law.* La première, la question de fait,

---

[1473] DRUMMOND France, « Régulation judiciaire et/ou administrative de la finance ? », Revue d'économie financière, vol. 129, n° 1, 2018, p. 163.
[1474] 15 U.S. Code § 78aa(a).
[1475] Administrative Procedure Act section 706
[1476] AMAN Alfred C. Jr., *Administrative law and process*, LexisNexis, 2014, p. 747.
[1477] *Ibidem,* p. 748.

concerne des faits qui ont besoin d'une interprétation de l'évidence, elle peut être décidée par un jury ou par le juge[1478]. La deuxième, la question de droit, est un débat sur l'interprétation ou application de la loi, sur un conflit de lois, quelle loi est plus pertinente et doit être appliquée. La résolution de ce conflit est réservée au juge[1479].

891. La question de droit donne lieu à la plupart des décisions qui façonnent les autorités de régulation. C'est grâce à ces questions de droit que le juge interprète la constitution et les régulations et il va déterminer la signification ou les termes d'application de l'action des régulateurs[1480]. Les questions de droit donnent naissance à une des doctrines les plus discutées et importantes dans le droit administratif américain qui est la *Chevron doctrine*[1481]. L'APA établit que les faits qui sont avérés au cours d'une procédure administrative peuvent seulement être renversés si le juge détermine qu'ils ne sont pas fondés sur une preuve suffisante[1482]. Alors, le juge doit déférer à la construction des faits faite par l'autorité de régulation, favorisant l'interprétation des règles que l'autorité de régulation a réalisé dans sa procédure.

892. La *Chevron doctrine* modèle la jurisprudence de la Cour suprême sur les autorités de régulation, tout particulièrement en ce que concerne la SEC. Récemment le pouvoir d'*enforcement power* de la SEC a été questionné devant la Cour suprême, en particulier l'utilisation du *disgorgement,* une sorte de restitution des bénéfices obtenus en raison d'une violation des lois des instruments financiers. Dans une première décision *Kokesh v. SEC*[1483]*,* la Cour se demande pourquoi la SEC, qui est autorisée expressément pour solliciter le *disgorgement* devant les *Administrative law judges*[1484] et non devant les tribunaux fédéraux l'utilise comme un remède fondamental. Dans sa décision la Cour limite l'action de la SEC pour préserver certains droits de procédure en établissant un délai de 5 ans de prescription pour pouvoir demander la dévolution des bénéfices illicites obtenus de la violation des lois

[1478] Legal Information Institut, Question of fact, Cornell Law School. En ligne https://www.law.cornell.edu/wex/question_of_fact.
[1479] Legal Information Institut, Question of law, Cornell Law School. En ligne https://www.law.cornell.edu/wex/question_of_law.
[1480] 5 U.S. Code § 706. Voir aussi HEYMAN Susan B. « Digital Realty Trust v. Somers: Whistleblowers and Corporate Retaliation », Roger Williams University Law Review, vol. 24, n° 1, 2019, p. 100.
[1481] Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 U.S. 837 (1984) et BERNICK Evan D., « Is Judicial Deference to Agency Fact-Finding Unlawful? », Georgetown Journal of Law & Public Policy, Forthcoming, 2018, p. 29.
[1482] 5 U.S. Code § 706.
[1483] DALY Conor, « Kokesh v SEC: The Supreme Court Redefines an Effective Securities Enforcement Tool », Maryland Law Review Endnotes, 77, 2018, p. 51.
[1484] 15 U.S. Code § 78u(d)(5).

fédérales concernant les marchés financiers[1485]. Cela change l'interprétation que faisait la SEC de son pouvoir. Dans une deuxième décision *Liu v. SEC*, la Cour suprême a réduit le pouvoir de la SEC à chercher la restitution. Elle a signalé que cette restitution doit être égale ou inférieure aux bénéfices illégaux obtenus et elle doit être payée aux victimes, éliminant la possibilité que les restitutions puissent être versées au trésor public[1486].

893. La Cour suprême délimite jusqu'où le régulateur peut aller avec ses pouvoirs, comme elle l'a fait dans la décision *Digital Realty Trust, Inc. v. Somers* du 21 février 2018. La Cour a signalé que les protections pour les *whistleblowers* prévues par la *Dodd-Frank Act* doivent être appliquées seulement pour les *whistleblowers* qui ont dénoncé leurs suspicions à la SEC[1487].

894. Le cas *Lucia* a aussi marqué, comme nous l'avons indiqué supra, les pouvoirs de la SEC et surtout son fonctionnement. Dans sa décision la Cour suprême a établi que les ALJ sont des *officiers* dans le sens de la clause 2 de la Constitution américaine et pour cela ils devaient être nommés par le président de la SEC et non par le *staff* de la SEC comme c'était la coutume[1488]. Cette décision ouvre la porte à plus de contrôle présidentiel sur la SEC et elle renouvelle la discussion de la place des autorités indépendantes en rapport avec le principe de séparation de pouvoirs[1489].

895. Toutes les décisions de la Cour suprême ont un très large impact sur le fonctionnement et sur l'organisation des *indépendants agencies*. Avec sa jurisprudence elle a modelé la SEC, ce qui la contraint à s'adapter au dynamisme des décisions de la plus haute instance.

896. En **France**, les relations entre l'AMF et le juge sont complexes au vu des deux ordres de juridiction. Cette particularité française, où la juridiction administrative est un ordre séparé et différencié de l'ordre judiciaire, n'existe pas le cas dans les deux autres pays étudiés. Dans les autres pays existe un seul ordre c'est-à-dire que les juges administratifs sont intégrés

[1485] DALY, Conor. « Kokesh v SEC: The Supreme Court Redefines an Effective Securities Enforcement Tool », Maryland Law Review Endnotes, 77, 2018, p. 51.
[1486] Liu v. SEC, n° 18-1501 (June 22, 2020).
[1487] VANATKO, Nicole. Supreme Court Interprets Dodd-Frank Whistleblower Protections: Implications for Securities Law and beyond, Congressional Research Service, 2018, p. 1.
[1488] Lucia v. SEC, 138 S. Ct. 2044 (2018).
[1489] KNIGHT Thaya Brook, « Transparency and Accountability at the SEC and at FINRA », The Heritage Foundation. En ligne sur : https://www.heritage.org/markets-and-finance/report/transparency-and-accountability-the-sec-and-finra.

dans l'ordre judiciaire. En raison de cette dualité, l'AMF est confrontée selon la question de droit à un ordre ou à un autre. Par exemple les décisions individuelles sont normalement contrôlées par le juge administratif et le délit d'initié fait partie de la compétence du juge judiciaire. Malgré la séparation des ordres, le juge est toujours « *le rempart de la légalité et le seul moyen de contrôler des autorités de régulation qui n'hésitent pas parfois à aller au-delà des textes législatifs et réglementaires* »[1490]. Néanmoins, l'action du juge « *doit constituer un mode vertical de coopération, ce qui est toujours difficile entre des institutions se définissant dans un tel cas comme un contrôlé face à un contrôleur* »[1491].

897. De la même façon que le juge américain a modelé la SEC le juge français l'a fait avec l'action de l'AMF. Cela commence avec la possibilité d'agir en justice. L'AMF peut agir dans les deux ordres juridictionnels, mais avant que la loi n'octroie au président de l'AMF la prérogative d'agir devant toute juridiction[1492]. Le Conseil d'État avait admis que la COB, qui a précédé l'AMF, pouvait exercer une voie de recours devant lui[1493]. En revanche la Cour de cassation n'avait pas accepté un droit d'agir dans sa juridiction, car la COB n'avait pas la personnalité morale[1494]. La Cour de cassation et le Conseil d'État selon le cas limitent ou élargissent les compétences de procédure de l'AMF, mais aussi contrôlent son action.

[1490] VABRES Regis, « Recours contre les instruments de « soft law », Droit des sociétés, nº6, 2016, comm. 108.
[1491] GÉLARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemblée Nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006, p. 89.
[1492]Article L.621-2 Code monétaire et financier.
[1493] CE, 5 nov. 1993, Commission des opérations de bourse, no 143973, Rec. T., p. 944.
[1494] Cass. Com. 26 oct 1993, Rezzonico c/Mizon n° 91-16.575, n° 91-17.570, n° 91-17.572, Bull civ. IV, n° 352.

898. Les recours contre les décisions individuelles de l'AMF y compris les sanctions prononcées contre les « *personnes et entités mentionnées au II de l'article L. 621-9* »[1495] sont de la compétence du juge judiciaire[1496], les recours en réformation ou annulation sont présentés devant la cour d'appel de Paris. En revanche les recours contre les décisions de portée individuelle relatives aux agréments ou aux sanctions relèvent de la compétence du Conseil d'État[1497], généralement il s'agit d'un recours de plein contentieux devant le Conseil d'État. La compétence a été établie en raison de la qualité de la personne[1498], comme l'a dit Nicole DECOOPMAN le « *contrôle juridictionnel du pouvoir de sanction se trouve en conséquence écartelé entre les deux ordres juridictionnels en fonction des personnes*

[1495] *« II. – L'Autorité des marchés financiers veille également au respect des obligations professionnelles ... réglementaires, les entités ou personnes suivantes ainsi que les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte :1° Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France ainsi que les personnes morales placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte ;2° Les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1 ;3° Les dépositaires centraux ;4° Les membres des marchés réglementés non prestataires de services d'investissement ;5° Les entreprises de marché ;6° Les chambres de compensation d'instruments financiers ;7° Les placements collectifs mentionnés au I de l'article L. 214-1 et les sociétés de gestion de placements collectifs mentionnées à l'article L. 543-1 ;7° bis Les sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/ CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 ;7° ter Les sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou les gestionnaires établis dans un pays tiers ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs FIA au sens de la directive 2011/61/ UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 ;8° Les intermédiaires en biens divers mentionnés à l'article L. 551-1 ;9° Les personnes habilitées à procéder au démarchage mentionnées aux articles L. 341-3 et L. 341-4 ;10° Les conseillers en investissements financiers ;10° bis Les conseillers en investissements participatifs ;11° Les personnes, autres que celles mentionnées aux 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières ;12° Les dépositaires de placements collectifs mentionnés au I de l'article L. 214-1 ;13° Les experts externes en évaluation mentionnés à l'article L. 214-24-15 ;14° Les personnes morales administrant des institutions de retraite professionnelle collectives mentionnées au I de l'article 8 de l'ordonnance n° 2006-344 du 23 mars 2006 ou des plans d'épargne pour la retraite collectifs mentionnés aux articles L. 3334-1 à L. 3334-9 et L. 3334-11 à L. 3334-16 du code du travail ;15° Les agents liés mentionnés à l'article L. 545-1 ;16° Les succursales agréées conformément à l'article L. 532-48 ;17° Les associations professionnelles agréées mentionnées aux articles L. 541-4 et L. 547-4 ;18° Les prestataires de services de communication de données mentionnés à l'article L. 549-1 ;19° Les administrateurs d'indice de référence, y compris le représentant légal situé en France d'un administrateur situé dans un pays tiers, les entités surveillées et toute personne intervenant dans la fourniture d'un indice de référence et contribuant à sa définition au sens du Règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/ CE et 2014/17/ UE et le Règlement (UE) n° 596/2014 ;20° Les personnes mentionnées aux 4 et 5 de l'article 29 du Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/ CE, 2009/138/ CE et 2011/61/ UE et les règlements (CE) n° 1060/2009 et (UE) n° 648/2012 ;21° Les prestataires agréés conformément à l'article L. 54-10-5.L'Autorité des marchés financiers veille au respect par ces mêmes entités ou personnes, ainsi que par les personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, des dispositions des règlements européens applicables* ».

[1496] Article L.621-30 Code monétaire et financier.

[1497] Article R621-45 Code monétaire et financier.

[1498] BONNEAU Thierry, « Manquement d'initié et compétence juridictionnelle : Cass. com., oct. 2011, no 10-27310 », Note, Bulletin Joly Bourse, n°12, 2011, p. 637.

sanctionnées »[1499]. C'est ainsi que les professionnels régulés par l'AMF dépendent du Conseil d'État[1500]. Une des critiques à cette attribution des compétences par la personne est le fait que le juge judiciaire contrôle des actes administratifs, en cas de silence ou lacunes de la loi, avec des règles de procédure qui ont été conçues pour des litiges privés[1501].

899. En droit français, la première chose que le juge contrôle, en ce qui concerne l'action des régulateurs est le respect des règles de procédure, spécialement les droits de défense et le principe d'impartialité. Les juges nationaux -administratif et judiciaire- ainsi que le juge supranational[1502] ont avec l'introduction du respect de l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme modifié la structure et le fonctionnement du régulateur des marchés financiers. C'est ainsi avec la création de l'AMF et sa structure duelle -collège et commission de sanctions-que sont respectés les « *exigences d'indépendance, d'impartialité, de respect des droits de la défense et de séparation des autorités de poursuite et de jugement* » [1503]. Les questionnements sur la structure de l'AMF ont cessé, mais un nouveau problème a fait son apparition concernant le respect au *non bis in idem*.

900. La décision de la Cour européenne des droits de l'homme du 4 mars 2014 (*Grande Stevens*)[1504] et la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015[1505] ont mis en cause le système répressif d'abus du marché. Les mêmes faits pourraient constituer des manquements d'initié et un délit d'initié, et ainsi être l'objet d'une sanction administrative ou une sanction pénale[1506]. C'est la raison pour laquelle un cumul pouvait être possible, en revanche, la réalité a montré que le cumul a été très rare[1507]. La jurisprudence fait agir le

[1499] DECOOPMAN Nicole, « Le pouvoir de sanction de l'AMF et le Conseil d'État : première jurisprudence », Bulletin Joly Bourse, n°0, 2005, p. 227.
[1500] DEZEUZE Eric, « Une compétence concurrente du juge judiciaire et du juge administratif en matière de manquements boursiers », Bulletin Joly Bourse, n°02, 2017, p. 142.
[1501] PERROUD Thomas, « Faut-il créer un tribunal de la régulation ? », 2016. En ligne https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01699008/document.
[1502] CE, 3 déc. 1999 Didier, Rec. 399, RFDA 2000, p. 584, concl. Seban, Cass. Ass. Plén., 5 fév. 1999, COB c/ Oury, Bull. civ. n° 1, CEDH, 11 juin 2009, Dubus SA c/ France, n° 5242/04 et Décision n° 2011-200 QPC, 2 décembre 2011.
[1503] Cass. Com, 25 février 2014, 13-18.871, Inédit.
[1504] CEDH, 2e sect., 4 mars 2014, nos 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 et 18698/10, CEDH, Grande Stevens et Autres c. Italie, 15 janvier 2013, 18640/10 et autres
[1505] Décision CC, 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC.
[1506] Article L. 465-1 Code monétaire et financier.
[1507]AMF, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché proposition de réforme », Rapport du groupe de travail de l'AMF, 2015, p. 4. https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapports_groupes_travail/L%27application%20du%20principe%20ne%20bis%20in%20idem%20dans%20la%20repression%20des%20abus%20de%20marche%20-%20Proposition%20de%20reforme.pdf.

législateur qui a promulgué la loi n° 2016-819, 21 juin 2016[1508] évitant ainsi le cumul des sanctions. Mais elle met aussi en place la procédure de l'aiguillage. Cette procédure permet une concertation entre le procureur de la République financier et l'AMF en cas de mise en marche d'une procédure de sanction ou d'un procès pénal[1509]. Pour l'ancien président de l'AMF Gérard RAMEIX, la « *... coopération avec la justice pénale est essentielle et s'organise à travers des liens renforcés. La loi du 6 décembre 2013 est venue renforcer l'efficacité de cette coopération avec la création du procureur de la République financier* »[1510]. C'est ainsi qu'un dialogue entre l'AMF et le juge pénal est établi par l'entremise du procureur.

901. Pourtant avant l'entrée en vigueur de la loi n° 2016-819, 21 juin 2016, la CEDH avait été saisie pour porter à sa connaissance un cas de double sanction. Ainsi l'arrête Nodet c/France du 6 juin 2019[1511] confirme le non-respect en France du principe de *non-bis in idem* en matière de droit financier. Malgré la réforme réalisée, le dialogue entre l'AMF et le juge pénal doit être amélioré soit par le juge soit par des protocoles d'entente. Les juges - administratif, judiciaire et supranational-sont les garants des personnes régulés en s'assurant du respect d'une procédure équitable.

902. Le juge ne se contente pas d'être garant de la procédure, il vérifie également que les règles de droit sont bien suivies par l'AMF dans l'exercice de ses compétences. De cette façon le fond des décisions de l'AMF est l'objet d'une vérification, généralement il s'agit d'un contrôle de proportionnalité[1512] par lequel le juge s'assure du respect des conditions légales de leur adoption. Le contrôle réalisé par le juge administratif ou le juge judiciaire par voie du recours de plein contentieux analyse le bien-fondé de la décision de l'AMF. Par exemple la Cour de cassation a dit que c'est « *par une appréciation souveraine de la cohérence et de la pertinence des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre et des critères utilisés, qu'elle a contrôlés, que la cour d'appel décide que*[sont] *les critiques du bien-fondé de la décision de l'AMF* »[1513]. Ainsi le Conseil d'État décortique l'action de

[1508] CONAC Pierre-Henri, « La loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n° 7, 2016, p. 323.
[1509] Article L. 465-3-6 Code monétaire et financier.
[1510] RAMEIX Gérard, « Le point de vue du régulateur boursier », Bulletin Joly Bourse, n° 2, 2017, p.152.
[1511] CEDH 6 juin 2019, Nodet c. France, req. n° 47342/14.
[1512] CE, « Le juge administratif et les autorités de régulation économique », Dossier thématique, 13 octobre 2016, p. 12.
[1513] Cass. Com., 5 juillet 2017, 15-25.121, Publié au bulletin.

l'AMF dans la prise de sanctions pour établir si elle a bien considéré et bien appliqué toutes les règles pertinentes[1514].

903. Le juge évolue dans sa saisie de l'action des autorités de régulation et avec la jurisprudence *Fairvesta* et *Numericable*, que nous avons évoquée, les actes considérés comme *soft law* font partie des actes révisables par le juge, c'est-à-dire ils doivent être conformes à la loi et à la réglementation des marchés financiers[1515].

904. Pour le Parlement, les relations entre autorités de régulation et le juge sont primordiales. Ainsi, dans son rapport sur les autorités administratives indépendantes il a recommandé que « *la loi puisse permettre l'échange d'informations entre les autorités administratives indépendantes et les autorités judiciaires* »[1516]. Le dialogue avec le juge peut permettre un partage de l'expertise de l'AMF.

905. Au **Costa Rica**, le pouvoir judiciaire a la charge du contrôler de la SUGEVAL. Le pouvoir judiciaire est exercé, selon la *Ley Orgánica del Poder Judicial,* par la Cour suprême de justice et les autres tribunaux[1517]. La Cour suprême de justice au Costa Rica est divisée en quatre salles : la Première salle connaît en cassation les procès civils, ruraux, commerciaux et contentieux administratifs, la Deuxième salle a la compétence sur la cassation des procès du droit du travail et du droit de famille, la Troisième salle connaît en cassation la matière pénale et la dernière, la Salle constitutionnelle est responsable des actions d'inconstitutionnalité, *habeas corpus* et *recursos de amparo*. La Première salle et la Salle constitutionnelle sont celles qui modèlent le plus souvent l'action de la SUGEVAL. À la différence de la France, il n'existe pas un ordre administratif séparé de l'ordre judiciaire, l'organisation costaricienne est plus proche de l'américaine.

[1514] CE, 1re et 6e ss-sect. réunies, 29 oct. 2013, no 356108. Voir aussi RIASSETTO Isabelle, « Contrôle de la régularité et du bien-fondé d'une décision de la commission des sanctions de l'AMF portant sur la multigestion alternative », Bulletin Joly Bourse , n°02, 2014, p. 97 : « *le Conseil d'État considère que la commission des sanctions a légalement pu estimer que la société de gestion avait méconnu les règles d'éligibilité alors applicables en ayant réalisé et maintenu des investissements de trois autres fonds sous gestion dans le fonds Kingate avant que celui-ci ne devienne éligible en raison de la transformation de ces fonds en fonds de type ARIA III* ».

[1515] « *Les avis, recommandations, mises en garde et prises de position adoptés par les autorités de régulation dans l'exercice des missions dont elles sont investies peuvent être déférés au < juge > de l'excès de pouvoir lorsqu'ils revêtent le caractère de dispositions générales et impératives ou lorsqu'ils énoncent des prescriptions individuelles dont ces autorités pourraient ultérieurement censurer la méconnaissance* » Les communiqués de mise en garde de l'AMF peuvent faire l'objet d'un recours pour excès de pouvoir, Conseil d'État 21 mars 2016, Lebon 2016.

[1516] GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », Rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemblée Nationale et Sénat, Tome 1, 15 juin 2006, p. 10.

[1517] Article 1 Ley Orgánica del Poder Judicial.

906. Le juge contrôle, comme dans les deux pays précédents, l'action de la SUGEVAL. Il interprète la loi pour définir les contours de la compétence de la SUGEVAL. La Première salle connaît en dernier ressort les cas contentieux administratifs. Même si la loi n'est pas précise sur certains sujets, le juge les définit. La Première salle dans sa décision 517-F-S1-2012 a abordé le délai de prescription dans la procédure de sanction de la SUGEVAL pour les comptoirs d'échange. Dans ce cas la SUGEVAL a sanctionné un comptoir d'échange, car le courtier a méconnu l'obligation d'information contenue dans la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*[1518]. Comme le législateur n'a pas précisé dans la loi le délai de prescription, le juge fait l'analogie avec la procédure administrative générale disciplinaire en assimilant la nature de la relation entre la SUGEVAL et les comptoirs d'échange à la relation entre l'administration générale et les fonctionnaires publics, car elle doit vérifier, contrôler et surveiller leur action. C'est ainsi que le juge utilise la prescription de 5 ans de la *Ley Orgánica de la Contraloría General de la República*[1519]. La Première salle réaffirme aussi l'importance du devoir d'informer tous les participants du marché et le fait que la non-application de l'article 109 *Ley Reguladora del Mercado de Valores* est illégale et contraire à la Constitution[1520].

907. Le juge redéfinit également le champ de compétences de la SUGEVAL et les sujets qui sont sous son ressort. Comme cela a été fait dans la décision 1017 — F-2005, la Première salle a affirmé que la SUGEVAL est compétente pour réguler l'offre publique des valeurs dans le territoire costaricien, cela en raison d'une annonce publicitaire d'une entreprise américaine qui a proposé l'administration de fonds aux États-Unis. La Salle a affirmé que même si l'administration ou les fonds ne sont pas situés au Costa Rica l'offre de services se fait au Costa Rica et seulement les opérateurs autorisés par la SUGEVAL peuvent réaliser ce type de publicité[1521].

908. La Salle constitutionnelle est aussi intervenue dans la délimitation des contours de la compétence de la SUGEVAL. C'est dans la décision 2011-5966, qu'elle a déclaré inconstitutionnel l'article transitoire IX de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* car il délègue à la SUGEVAL la réglementation des marchés des produits qui est une compétence exclusive du législateur[1522]. Le *principio de reserva de ley* est similaire au principe de

[1518] Article 109 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[1519] Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 517-F-S1-2012, 9h35 du 3 mai 2012.
[1520] *Ibidem.*
[1521] Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 001017-F-2005, 17h20 du 21 décembre 2005.
[1522] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2011-005966, 14h30 du 11 mai 2011.

l'article 34 de la Constitution française. Le juge constitutionnel veille aussi à ce que les sanctions de la SUGEVAL soient prises dans le respect des principes du procès équitable et signale que les règles sont applicables à toutes les administrations, celles-ci doivent informer les faits reprochés et les possibles conséquences juridiques d'une sanction[1523].

909. L 'importance de l'information a été abordé par le juge constitutionnel dans le domaine des marchés financiers. Celle-ci doit être protégée par le régulateur, car elle est l'élément central d'une bonne régulation et des affaires des opérateurs. La décision numéro 2021-195 de la Salle constitutionnelle affirme que la SUGEVAL détient deux types d'information, soit publique soit privée. Les informations publiques sont normalement d'intérêt général et d'accès public, mais les informations confidentielles ne peuvent pas être accessibles au public en général. Dans ce cas les pétitionnaires voulaient connaitre information sur les obligations de la dette publique du gouvernement du Costa Rica : le nom des acheteurs, le taux, l'intermédiaire, entre autres[1524]. Le juge constitutionnel a refusé la requête, car selon les articles 108 et 119 alinéa c) de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* et l'article 12 du *Reglamento sobre los Sistemas de Anotación en Cuentas*, les informations demandées sont protégées par le secret des opérations bancaires et boursières.

910. Le juge constitutionnel a examiné les mises en garde que la SUGEVAL met en place pour alerter les investisseurs. Il a considéré dans la décision 2017-8183 que les avertissements concernant la non régulation d'un opérateur sont conformes à la Constitution et que ce ne sont pas des sanctions envers l'opérateur non régulé, car cela permet aux investisseurs d'avoir toutes les informations nécessaires pour prendre leurs décisions[1525]. Finalement, les relations entre la SUGEVAL et le juge ne sont pas seulement des relations de contrôle. La SUGEVAL propose des programmes de formation pour les juges, les magistrats et les procureurs pour les mettre au courant des complexités de la matière.

911. Le juge, quand il intervient dans les affaires de régulation « *reste le gardien, en dernier ressort, d'un ordre public qui fonde des pouvoirs soustraits à la légitimité des institutions traditionnelles* »[1526]. Le juge est un contrepoids[1527] et il devient une « *sorte un*

[1523] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2011-009136, 11h22 8 juillet 2011.
[1524] *«...nombre y número de identificación de la persona física o jurídica que figura como inversor y/o tenedor, copia de los contratos de compra, plazo, tasa, monto, mecanismo, intermediario, porcentaje de intermediación de venta…»* Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2021000195, 9h15 8 janvier 2021.
[1525] Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2017-8183, 9h15 2 juin 2017.
[1526] TELLER Marina, « La régulation des marchés financiers entre pouvoirs privés économiques et ordre public économique », RIDE, 2019, p. 101.

régulateur ultime »[1528]. Nous observons que le dialogue entre le juge et l'autorité est presque inexistant en dehors des salles d'audience, une situation à regretter, car les qualités d'expertise du régulateur s'avèrent très importantes pour la compréhension des marchés financiers. Les juges des trois pays privilégient une relation de contrôle de l'action des régulateurs.

Section 2. Relations entre les institutions de régulation des marchés financiers et les autres régulateurs financiers

912. Comme l'a indiqué René DOSIÈRE dans son rapport de 2010 sur les autorités administratives indépendantes, sa multiplication « *entraîne automatiquement des problèmes de frontières avec un risque accru de chevauchements ou de conflits de compétences* »[1529], mais aussi les autorités peuvent aussi collaborer dans ces domaines ou il peut y avoir des chevauchements.

913. Cependant les régulateurs des marchés financiers partagent avec d'autres régulateurs leurs compétences pour arriver à une régulation plus efficace. Comme nous l'avons signalé auparavant il existe différents modèles de régulation économique qu'un pays peut adopter, cela signifie donc que dans leur action de régulation les compétences sont soit partagées soit déléguées a d'autres régulateurs nationaux (sous-section 1). Mais le droit international et ses institutions ont également partagé la régulation des marchés avec les autorités de régulation (sous-section 2).

Sous-section 1. Une fonction régulatrice partagée avec les régulateurs nationaux

914. Les modèles de régulation choisis par les pays donnent lieu à plusieurs régulateurs économiques. Les relations entre ces régulateurs peuvent être des relations amicales et de collaboration avec des mémorandum de compréhension, cependant il peut y avoir des conflits, car il y a des chevauchements dans leurs compétences, en outre ces relations peuvent être des

[1527] BOITEAU Claudie et LOUVARIS Antoine, « La judiciarisation de la régulation économique », AJDA, 2020 p. 1521.
[1528] CE, « L'action économique des personnes publiques », Étude annuelle 2015, p .19.
[1529] DOSIÈRE René et VANNESTE Christian, « *Les autorités administratives indépendantes* », Assemblée Nationale rapport d'information n° 2925, 2010, p. 66.

relations de contrôle s'il y a une délégation des compétences de la part des autorités de régulation.

915. Le cas des **États-Unis** est délicat, car la structure du système financier est complexe. Il existe plusieurs régulateurs qui se partagent les compétences de régulation et un opérateur peut répondre à plusieurs régulateurs à la fois dans l'exercice de son activité[1530]. Nous pouvons prendre l'exemple, qui est développé infra, de la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et la SEC, qui ont eu deux buts de régulation différent. De nos jours ces buts se sont rapprochés, car la CFTC devient un régulateur des marchés financiers comme la SEC et ils se partagent la régulation du marché[1531]. La CFTC et la SEC ont des moments d'entente où ils travaillent ensemble pour réguler au mieux par exemple avec l'harmonisation des certaines règles pour les *security-base swaps*[1532]. Mais les deux régulateurs sont aussi dans une étroite concurrence concernant les entités à réguler et les ressources budgétaires[1533].

916. Cependant le modèle choisi par les États-Unis a permis la mise en place des autres systèmes de régulation comme l'autorégulation. Elle est un des systèmes essentiels de la régulation financière dans ce pays et elle est exercée par les organismes d'autorégulation :

[1530] « *Securities and derivatives markets have become increasingly interconnected, and regulation of these markets by separate agencies has created challenges. For example, regulation of entities that engage in similar activities is at times duplicative and at other times inconsistent* », GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016, p. 1.
[1531] KRAMER Kai, « Aren't We Still in the Garden of the Forking Paths - A Comment on Consolidation of the SEC and CFTC», Houston Business and Tax Law Journal, 2004, p. 411 et BISHOP Garrett F. et COFFEE Michael A., « A Tale of Two Commissions: A Compendium of the Cost-Benefit Analysis Requirements Faced by the SEC & CFTC », Review of Banking and Financial Law, n° 2, 2013, p. 639.
[1532] GIANCARLO J. Christopher et TUCKMAN Bruce, « Swaps Regulation Version 2.0: An Assessment of the Current Implementation of Reform and Proposals for Next Steps », White Paper, April 26, 2018, p. 10 et CFTC, Remarks of Commissioner Brian D. Quintenz at FIA's 40th Annual Law and Compliance Conference, 2018. En ligne https://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opaquintenz12.
[1533] KANE Edward J., « Regulatory structure in futures markets: Jurisdictional competition between the sec, the cftc, and other agencies », The Journal of Future Markets, vol. 4, n° 3, 1984, p. 368.

Self regulatory organisation, SROs[1534] qui ont existé avant la consécration par les législateurs des marchés[1535]. Les *SROs* sont très importantes dans la structure de régulation américaine qui peut être vue comme un système de régulation concurrent et coopératif[1536]. Les normes qui ont été créés dans les années 30 ont attribué de grands pouvoirs à ces organisations pour structurer le marché, c'est pour cela que la SEC peut leur déléguer son pouvoir de réglementation dans un but d'intérêt public[1537]. La *Securities Exchange Act* demande que les *SROs* soient enregistrés auprès la SEC et qu'ils régulent leurs membres en accord aux lois fédérales et à ses propres règles. Il s'agit d'un modèle obligatoire, avec de multiples *SROs* et aussi un mélange entre une régulation privée et une régulation déléguée par le gouvernement[1538].

917. Les marchés financiers ont énormément évolué depuis les premières régulations dans les années 30 et c'est pour cela que la SEC en 2004 avait cherché l'avis du public pour une possible réforme dans la gouvernance, divulgation, propriété et les conditions de votes des SROs[1539]. Les préoccupations sur cette forme de régulation qui domine aux États-Unis

[1534] Joint Industry Plans: 17d-2 Plans for Allocation of Regulatory Responsibilities et National Market System Plans (NMS). National Securities Exchanges : BOX Exchange LLC (BOX), Cboe BYX Exchange, Inc. (CboeBYX), Cboe BZX Exchange, Inc. (CboeBZX), Cboe C2 Exchange, Inc. (C2), Cboe EDGA Exchange, Inc. (CboeEDGA), Cboe EDGX Exchange, Inc. (CboeEDGX), Cboe Exchange, Inc. (CBOE), Investors Exchange LLC (IEX), Long-Term Stock Exchange, Inc. (LTSE), Miami International Securities Exchange LLC (MIAX), MIAX Emerald, LLC (EMERALD), MIAX PEARL, LLC (PEARL), Nasdaq BX, Inc. (BX), Nasdaq GEMX, LLC (GEMX), Nasdaq ISE, LLC (ISE), Nasdaq MRX, LLC (MRX), Nasdaq PHLX LLC (Phlx), The Nasdaq Stock Market LLC (NASDAQ), New York Stock Exchange LLC (NYSE), NYSE Arca, Inc. (NYSEArca), NYSE American LLC (NYSEAMER), NYSE Chicago, Inc. (NYSECHX) et NYSE National, Inc. (NYSENAT). Registered Securities Associations: Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), Notice Registered Securities Future Product Exchanges, CBOE Futures Exchange (CFE), Chicago Board of Trade (CBOT) et Chicago Mercantile Exchange (CME), OneChicago (OC). Securities Futures Associations: National Futures Association (NFA). Registered Clearing Agencies : Banque Centrale De Compensation (LCH SA), Boston Stock Exchange, Clearing Corporation (BSECC), Chicago Mercantile Exchange LLC (CME) (formerly registered), Fixed Income Clearing Corporation (FICC), ICE Clear Credit LLC (ICC), ICE Clear Europe Limited (ICEEU), National Securities Clearing Corporation (NSCC), The Options Clearing Corporation (OCC), Stock Clearing Corporation of Philadelphia (SCCP), The Depository Trust Company (DTC), The Depository Trust Company (DTC), Fixed Income Clearing Corporation (FICC), National Securities Clearing Corporation (NSCC) et The Options Clearing Corporation (OCC).Other Self-Regulatory Organizations : Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)

[1535] KARMEL Roberta S., « Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations be *Considered Government Agencies*», Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 14, n° 1, 2008, p. 151.

[1536] FISCHER Derek, « Dodd-Frank's Failure to Address CFTC Oversight of Self-Regulatory *Organization Rulemaking* », Columbia Law Review 115, n° 1, 2015, p 70.

[1537] KARMEL Roberta S., *op. cit.*, p. 172.

[1538] CARSON John, « Self-Regulation in Securities Markets », Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, 2011, p. 24. Voir aussi KARMEL Roberta S., *op. cit.*, p. 151.

[1539] Proposed Rule on Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organizations; Disclosure and Regulatory Reporting by Self-Regulatory Organizations; Recordkeeping Requirements for Self Regulatory Organizations; Ownership and Voting Limitations for Members of Self-Regulatory Organizations; Listing and Trading of Affiliated Securities by a Self-Regulatory Organization (Release n° 34-50699; File n° S7-40-04).

ont été soulignées par les membres de la SEC, Daniel Gallagher en 2012[1540] et Luis Aguilar en 2013[1541]. Les plus importantes sont les conflits d'intérêt entre les fonctions de régulation des SROs et ses membres, les opérations du marché, les opérateurs et les actionnaires. Par exemple la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) dans son rapport sur la crise de 2007/2008 a cité les conflits d'intérêt des agences de notation dans l'évaluation des *collateralized debt obligation* (CDO), ainsi que le conflit de Citigroup qui a proposé des *liquidity puts*[1542] avec de très hauts revenus à court terme, mais avec grand risque financier dans le long terme[1543]. Un autre exemple est la transaction entre la SEC et Goldman Sachs où ce dernier a payé 550 millions de dollars et il accepté que la divulgation réalisée dans la publicité d'un produit *subprime* hypothécaire soit incomplète car ils n'ont pas divulgué le rôle d'un autre client, un *hedge fund,* qui était en train de prendre le côté opposé de l'échange dans le choix des CDO[1544].

918. Les relations entre la SEC et les SROs sont des relations de collaboration, de coopération et de surveillance. Elles sont responsables de la mise en place des standards de conduite de leurs membres et se doivent de surveiller comment leurs membres conduisent leur business, cela implique qu'ils ont aussi un pouvoir de sanction vis-à-vis de leurs membres. La SEC pour sa part supervise les *SROs* afin d'éviter les conflits ou les manquements. Pour cela la SEC a différents mécanismes comme exiger aux *SROs* d'être enregistrés pour les bourses, les chambres de compensation et les associations, comme approuver leurs règles, ainsi que les inspecter et vérifier leur action[1545]. Ces organisations ont aussi affronté la concurrence des nouvelles technologies comme les *electronic communication networks* (ECN) qui sont la base pour les *high-frequency trading* (HFT)[1546], de plus les places financières des autres pays diminuent la place que les SRO's ont dans le marché américain[1547].

919. La SEC a une relation très spéciale avec la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) qui a été créée en 2007 quand la National Association of Securities

[1540] GALLAGHER Daniel M., « Market 2012: Time for a Fresh Look at Equity Market Structure and Self-Regulation», SIFMA's 15th Annual Market Structure Conference, Oct. 4, 2012. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/2012-spch100412dmghtm.
[1541] AGUILAR Luis A. « The Need for Robust SEC Oversight of SROs », Commissioner U.S. Securities and Exchange Commission, 2013. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/2013-spch050813laahtm.
[1542] C'est un contrat qui permet à une partie obliger à une autre à acheter un actif dans certaines circonstances, pour assurer qu'il y a de la liquidité des certains actifs que n'auront pas de liquidité.
[1543] The Financial Crisis Inquiry Commission « The financial crisis inquiry report: Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States », 2011, p. 211 et ss.
[1544] Sec. v. Goldman Sachs & Co., 790 F. Supp. 2d 147 (S.D.N.Y. 2011).
[1545] AGUILAR Luis A., *op. cit.*
[1546] Négociation à haute fréquence.
[1547] AGUILAR Luis A., *op. cit.*

Dealers (NASD) a fusionné avec la branche de régulation de la NYSE[1548]. Elle réalise des fonctions déléguées par la SEC qui ont un rang quasi-gouvernementales. Elle est la seule SRO à réguler les courtiers-négociants, cela fait qu'elle a un rôle primordial dans la protection des investisseurs en affirmant la confiance dans les marchés[1549]. Elle a la charge de 80 pourcents de toutes les entreprises qui réalisent des échanges d'actions[1550].

920. De même, l'*Exchange Act* donne aux SROs le pouvoir de sanction sur ses membres quand ils ont violé les lois, les règles de la SEC et les règles qu'elle-même a établi[1551]. Ainsi la coopération entre les deux entités est très étroite, comme pour la promulgation des règles, la FINRA peut avoir des recommandations de la SEC. Mais la SEC est aussi la responsable de l'approbation de ses règles[1552]. La SEC a un rôle de supervision par rapport à la FINRA et elle connait les appellations des décisions de sanctions de ses membres comme quand la SEC a confirmé la décision de la FINRA d'exclure l'ancien courtier John M.E. Saad[1553].

921. En **France**, la régulation du secteur financier est divisée par champs de contrôle, plus délimités pour une plus grande efficacité[1554]. L'AMF a la compétence exclusive de « *la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers, à l'information des investisseurs… Elle veille également à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers* »[1555], contrairement aux États-Unis où il est prévu un régulateur pour chaque champ. Mais le secteur financier est un seul et il a besoin que ses régulateurs soient coordonnés dans leur action. Il existe certains champs où la compétence de l'AMF peut être partagée avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Par exemple, pour les entreprises d'investissement et des établissements de crédit prestataires des services d'investissement, la supervision est assurée par les deux

[1548] EDWARDS Benjamin P., « The Dark Side of Self-Regulation», University of Cincinnati Law Review, vol. 85, n° 3, 2017, p. 582.
[1549] BLACK Barbara, « Punishing Bad Brokers: Self-Regulation and FINRA Sanctions », Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, vol. 8, n° 1, 2013, p. 23.
[1550] MACEY Jonathan et NOVOGROD Caroline, «Enforcing Self-Regulatory Organization's Penalties and the Nature of Self-Regulation », Hofstra Law Review 40, n° 4, 2012, p. 964.
[1551] 15 U.S. Code § 78o-3(b)(7).
[1552] 15 U.S. Code § 78s.
[1553] In the Matter of the Application of John M.E. Saad for Review of Disciplinary Action Taken by FINRA, Release No. 62178 (May 26, 2010). En ligne https://www.sec.gov/litigation/opinions/2019/34-86751.pdf
[1554] Cour des comptes, « Le rapport public annuel 2009 » 2009, tome I, p. 389 : https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/EzPublish/Rpa-2009-observations.pdf.
[1555] Article L.621-1 Code monétaire et financier.

autorités en matière d'agrément et de contrôle des règles prudentielles, professionnelles ou d'organisation,[1556].

922. De plus, pour coordonner l'action entre l'AMF et l'ACPR les deux autorités créent différents pôles d'action, comme le pôle commun ACPR-AMF[1557]. Il arrange les propositions de priorités de contrôle définies par les deux autorités, il réalise l'analyse des résultats de l'activité de contrôle des deux autorités. Il coordonne aussi la veille sur les facteurs de risques et la surveillance des campagnes publicitaires des produits d'épargne[1558]. Le pôle cherche une protection des clients et des investisseurs particulièrement ceux qui ne sont pas spécialisés ou professionnalisés dans ces domaines. Le site internet du pôle cherche à sensibiliser les épargnants et à rendre plus accessibles des informations sur les protections et risques dans leurs démarches[1559]. En 2016 les deux autorités se sont encore affiliées pour lancer le Forum FinTech[1560] qui « *permettra de mieux appréhender les enjeux associés au développement des FinTech, à la fois en termes d'opportunités et de risques éventuels* »[1561].

923. L'AMF et l'ACPR coordonnent aussi leur action par rapport à la réglementation européenne, par exemple la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires fixe les compétences de l'AMF et de l'ACPR sur la supervision des obligations prévues par le règlement européen sur les produits dérivés de gré à gré. Dans ce cas l'AMF est l'autorité compétente pour contrôler le respect de l'obligation de compensation centrale[1562].

924. Les organisations d'autorégulation (*SROs*)n'ont pas le même rôle central qu'elles ont aux États-Unis, elles sont bien encadrées par le Code monétaire et financier et l'AMF est le principal régulateur, il s'agit d'un modèle plutôt gouvernemental de régulation[1563]. Il existe certaines associations qui représentent les intérêts des opérateurs, comme l'Association française des marchés financiers (AMAFI) ou l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI). Ainsi, les entreprises de marché et les

[1556] Article R532-1, Article R532-3 et Article R532-6 Code monétaire et financier.
[1557] L'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010.
[1558] Article L.612-47 Code monétaire et financier.
[1559] ABE site web du pole assurance, banque et épargne :https://www.abe-infoservice.fr/.
[1560]AMF, L'AMF et L'ACPR lancent le Forum FinTech, 2016. En linge https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-et-lacpr-lancent-le-forum-fintech.
[1561] *Ibidem.*
[1562] AMF et ACPR, L'AMF et l'ACPR détaillent la répartition de leurs compétences respectives en matière de supervision de l'application du règlement européen EMIR, Communiqué de presse, 2013- En ligne https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20130802-competences-supervision-amf-acpr.pdf.
[1563] World Bank.

prestataires de services d'investissement au moment d'exploiter des marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociations réglementés et les systèmes organisés de négociation ont des prérogatives de *SROs.*

925. La directive MIF 1[1564] et la directive dite MIF 2 : MIFiD, MIFiR[1565] harmonisent les notions de marché dans l'espace européen. Elles proposent un nouveau cadre avec des marchés réglementés, des systèmes multilatéraux de négociations réglementés et des systèmes organisés de négociation où ils ont été mis en concurrence et leurs obligations de transparence pré négociation ont été harmonisés au bénéfice des investisseurs[1566].

926. Les gestionnaires des plateformes de négociation citées établissent leurs règles de fonctionnement et contrôlent que leurs membres respectent ces règles. Pour cela ils ont un pouvoir de surveillance[1567]. Ces règles doivent être « *transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et ordonnée et fixent des critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres. Elles fixent également les conditions d'admission des membres* »[1568]. Ces entreprises fixent les règles par lesquelles les marchés et les participants du marché fonctionnent. Comme la SEC le fait pour ses *SROs*, l'AMF approuve les règles que les entreprises de marché mettent en place. Si les gestionnaires constatent un manquement ou un abus ils doivent le signaler immédiatement à l'AMF. C'est l'AMF qui a le pouvoir d'enquête et sanction sur les participants aux plateformes de négociation[1569].

927. Des associations de professionnels sont autorisés à établir des règles et surveiller, d'autres ont la possibilité de sanctionner leurs membres. Les conseillers en investissement financier (CIF)[1570] sont obligés d'intégrer une association de professionnels qui soit agrée

---

[1564] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marches d'instruments financiers, JOUE, L 145, 30 avril 2004.
[1565] Directive 2014/65/EU du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, JOUE, L 173/349, 12 juin 2014.
[1566] BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, p. 316 et ss.
[1567] Article L.420-9 alinéa I Code monétaire et financier
[1568] Article L.421-10 Code monétaire et financier.
[1569]Article L.420-9 alinéas II et III Code monétaire et financier.
[1570] *« Les conseillers en investissements financiers sont les personnes exerçant à titre de profession habituelle les activités suivantes : 1° Le conseil en investissement mentionné au 5 de l'article L. 321-1 ; ... 3° Le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 ; 4° Le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur biens divers définis à l'article L. 551-1. II.- Les conseillers en investissements financiers peuvent également recevoir aux fins de transmission des ordres pour le compte d'un client auquel ils ont fourni une prestation de conseil, dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers et exercer d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine »* Article L.541-1 Code monétaire et financier.

auprès de l'AMF[1571]. Ces associations ont comme mission le « *suivi de l'activité professionnelle individuelle de ses membres, de leur représentation collective et de la défense de leurs droits et intérêts* »[1572]. De plus, elles décident de l'adhésion, du retrait de l'adhésion, du contrôle et de la sanction de leurs membres conseillers en investissements financiers. La relation de ces associations avec l'AMF est une relation de surveillance et d'approbation de la part du régulateur. L'autorité de régulation suit la gestion de l'association et elle approuve les codes de conduite et les conditions de compétence de ses membres[1573]. Elles partagent les informations et collaborent.

928. Les prestataires des services d'investissement (PSI)[1574] doivent adhérer à un organisme professionnel qui soit affilié à l'AFECEI. L'association doit représenter et défendre collectivement les droits et intérêts de ses membres[1575]. L'AFECEI sert de lien entre les PSI et les pouvoirs publics[1576].Elle établit les codes de conduite applicables aux PSI, qui doivent être homologués par le ministre de l'Économie[1577].

929. Ces associations françaises peuvent être assimilées aux *SROs* américains en particulier les associations professionnelles de CIF, car elles peuvent sanctionner leurs membres comme le fait la FINRA avec ses courtiers. Mais le modèle français est bien réglé par le Code monétaire et financier qui établit les règles de fonctionnement de cette corégulation exercée par les associations. Dans le cas de la SEC, il s'agit d'une délégation faite à la FINRA pour qu'elle régule les courtiers.

930. Au **Costa Rica,** comme nous pouvons voir supra le système financier est surveillé par quatre surintendances qui se partagent des domaines de compétence et des institutions. Ces surintendances sont coordonnées par le CONASSIF. En 2019, la loi dite de « *supervisión consolidada* »[1578] met en place un modèle de supervision consolidé pour éviter que certaines institutions financières ne se trouvent en dehors de la loi et ainsi du spectre de la régulation, comme c'est arrivé avec le cas ALDESA (voir supra). En raison de cette réforme, la SUGEF

[1571] Article L.541-4 Code monétaire et financier.
[1572] Article L.541-4 alinéa I Code monétaire et financier.
[1573] Article L.541-4 alinéa III Code monétaire et financier
[1574] « *Les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille ainsi que les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1* », Article L531-1 Code monétaire et financier.
[1575] Article L.531-8 Code monétaire et financier.
[1576] Article L.511-29 Code monétaire et financier.
[1577] Article L.611-3-1 Code monétaire et financier.
[1578] Ley 9768: «*Reformas del Capítulo IV de la Ley n° 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica; del Artículo 151 de la Ley N.° 1644, Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional y del Artículo 171 de la Ley N.° 7732, Ley Reguladora Del Mercado De Valores*».

est la surintendance en charge de la supervision et régulation de toutes les entreprises qui forment un conglomérat financier[1579]. Cela inclut des institutions qui sont normalement sous l'autorité de la SUGEVAL et dans ces cas c'est le CONASSIF qui décide s'il existe un conflit de compétences entre les deux autorités de régulation[1580].

931. L'autorégulation dans le système costaricien est réservée aux comptoirs d'échange organisés et surveillés par la bourse de valeurs qui peut aussi les sanctionner[1581], dans le même sens que le *New York Stock Exchange.* Mais la SUGEVAL a toujours l'obligation et le pouvoir de réguler les bourses de valeurs. C'est ainsi qu'il existe une délégation de compétences pour alléger les charges de la SUGEVAL.

932. Alors que les bourses contrôlent dans un premier temps les comptoirs d'échange et les courtiers, dans un deuxième temps elles doivent avoir un dialogue avec la SUGEVAL pour que le marché financier fonctionne correctement et que les contradictions soient évitées. C'est ainsi que non seulement la SUGEVAL supervise la *Bolsa nacional de valores* mais elles travaillent ensemble d'une façon coordonnée pour arriver à maintenir un marché cohérent.

933. La SEC au contraire de l'AMF et de la SUGEVAL a une fonction de régulation des marchés financiers partagée avec la CFTC. La coordination entre les deux régulateurs est indispensable pour le bon fonctionnement du marché. L'AMF et la SUGEVAL ont l'exclusivité sur les marchés financiers, mais elles doivent travailler avec les autres régulateurs du système financier de chaque pays pour arriver à une stabilité financière. En conséquence, malgré la différence dans la répartition des tâches les trois régulateurs sont dans l'obligation de se coordonner avec les autres régulateurs pour assurer leurs missions.

Sous-section 2. Une fonction régulatrice partagée avec les régulateurs internationaux

934. S'il n'existe pas une autorité mondiale de régulation financière, nous trouvons une grande variété d'institutions et de comités aux responsabilités parfois entrecroisées, sans logique d'ensemble et sans hiérarchie établie. Cependant après la crise de 2007/2008, le G20 prend un rôle politique prééminent, il coordonne les actions et il tente de répondre

[1579] Article 119 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
[1580] Article 171 alinéa r) Ley Reguladora Del Mercado De Valores.
[1581] Article 27 Ley Reguladora Del Mercado De Valores.

globalement à la crise, en proposant l'adoption d'une série de principes pour la surmonter. Il est composé par les pays du G7[1582] et les grandes économies émergentes. La mise en œuvre de ces principes passe par la coordination des régulateurs du monde entier pour arriver à la stabilité souhaitée[1583]. Le G20 a impulsé une réforme de la régulation de tous les acteurs financiers et la création des nouvelles institutions internationales comme le *Financial Stability Board (FSB)*[1584].

935. Le FSB prend un rôle prédominant après la crise du 2007/2008, il promeut la conformité avec les standards internationaux de régulation financière. Contrairement à son prédécesseur, le *Financial Stability Forum (FSF)*, son mandat est plus large, comme réaliser des avertissements conjointement avec le Fonds monétaire international (FMI)[1585] et il inclut aussi plus de membres, surtout des pays émergents, comme le Mexique et l'Argentine[1586]. Il est formé par des pays et des institutions, comme la Commission européenne, le FMI ou la Banque Mondiale. Il cherche à ce que les standards soient équilibrés et adaptés pour les pays en voie développement pour pouvoir ainsi arriver à une harmonisation mondiale dans la régulation[1587]. De plus, la coordination entre les pays évite la concurrence par l'abaissement des standards[1588]. Les États-Unis ont pris un rôle de direction dans la création du FSB et pour le renforcement de la conformité avec les standards internationaux aux, par exemple la France est membre de la FSB alors que le Costa Rica ne l'est pas.

936. Autre institution qui marque la régulation internationale des marchés internationaux est *l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO).* Ce n'est pas une institution internationale en elle-même, car elle n'a pas de traité fondateur. Nous

---

[1582] « *Le groupe des sept (G7) est un groupe informel de sept pays dont les chefs d'État et de gouvernement se réunissent lors d'un sommet annuel. Il n'a ni existence juridique, ni secrétariat permanent, ni membre de droit … Les membres du G7 sont l'Allemagne, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni* ». En ligne https://www.diplomatie.gouv.fr/fr/politique-etrangere-de-la-france/actualites-et-evenements/presidence-francaise-du-g7-2019/le-g7-membres-role-fonctionnement/.

[1583] HELLEINER Eric, PAGLIARI Stefano et SPAGNA Irene, « Introduction. Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis», in HELLEINER Eric, PAGLIARI Stefano et SPAGNA Irene (dirs..), *Governing the World's Biggest Market: Regulation the Politics of Derivatives Regulation after the 2008 Crisis*, Oxford University Press, 2018, p. 54.

[1584] DESTAIS Christophe, « Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier », in le dossier Les Institutions financières internationales réinventent leur rôle, Banque & stratégie n° 295, 2011. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/role-des-institutions-financieres-internationales.

[1585]HELLEINER Eric, « What Role for the New Financial Stability Board? The Politics of International Standards after the Crisis», Global Policy, vol. 1, n° 3, 2010, p. 284.

[1586] FSB, Members of the FSB. En ligne https://www.fsb.org/about/organisation-and-governance/members-of-the-financial-stability-board/.

[1587] HELLEINER Eric, *op. cit.*, p. 286.

[1588] *Ibidem.*

pouvons dire qu'il s'agit d'un réseau multilatéral de régulation de régulateurs[1589] . Son influence est très importante parmi ses membres. Elle détient deux compétences qui sont essentielles pour la régulation et la coordination entre les pays. L'IOSCO propose des objectifs et principes de régulation des marchés financiers qui sont appuyés par le G20 et le FSB[1590]. Ces principes se basent sur trois objectifs : la protection des investisseurs, assurer la justice, la transparence et l'efficacité des marchés par une réduction du risque systémique. Elle a proposé 38 principes qui sont actualisés périodiquement[1591]. Ces principes sont divisés en dix catégories : principes pour les régulateurs, principes pour l'autorégulation, principes pour l'application de la réglementation des instruments financiers, principes pour la coopération en régulation, principes pour les émetteurs, principes pour les experts comptables, les agences de notation et autres informateurs, principes pour les placements collectifs, principes pour les intermédiaires du marché, principes pour les marchés secondaires et autres types de marchés et principes pour la compensation et le règlement[1592].

937. L'autre compétence qui est essentielle pour les relations entre les régulateurs est la mise en place du *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (*MMoU). Il est proposé aux membres de l'IOSCO, il établit comment les signataires partagent, consultent et échangent[1593]. Grâce à lui, les régulateurs obtiennent des informations en dehors de leur juridiction, ce qui leur permet de réaliser des investigations transfrontalières sur les violations des lois des instruments financiers[1594].

938. Le MMoU permet une coopération et un échange d'information. Au début l'idée était qu'il ne soit pas négocié par l'IOSCO, mais par les membres soit bilatéralement ou multilatéralement[1595]. Il a donné des outils aux régulateurs pour lutter contre les manquements et délits qui détruisent la confiance des investisseurs[1596]. Les trois régulateurs étudiés sont membres de l'IOSCO. La France et les États-Unis sont membres du conseil de

[1589] MARCACCI Antonio, « IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets», Richmond Journal of Global Law and Business, vol. 12, n° 1, 2012, p. 25.
[1590] IOSCO, About IOSCO. En lignehttps://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco.
[1591]IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation International, 2017, p. 3. En ligne https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf.
[1592] *Ibidem.*
[1593] AUSTIN Janet, « The Power and Influence of IOSCO in Formulating and Enforcing Securities Regulations», Asper Review of International Business and Trade Law, vol. 15, 2015, p. 3.
[1594] AUSTIN Janet, *op. cit*., p. 3.
[1595] AUSTIN Janet, *op. cit.*, p. 4.
[1596] IOSCO, Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMoU). En ligne https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou.

direction et sont signataires du MMoU. Pour sa part le Costa Rica a réalisé en 2019 des réformes légales nécessaires pour permettre à la SUGEVAL de réaliser la coopération et l'échange d'informations avec d'autres régulateurs soit nationaux soit étrangers. Elle peut partager des informations s'il s'agit d'un accord réciproque, mais les informations confidentielles ne peuvent être partagées ou divulguées par l'autorité qui les recevra[1597]. Le Costa Rica au contraire de la France et des États-Unis est un pays émergeant qui est en train d'adapter ses lois pour les harmoniser selon les standards des régulateurs internationaux. Il s'agit d'un pays avec une économie réduite qui ne fait pas partie des cercles de prise de décisions internationales et qui se trouve donc dans une place adhésion et non d'impulsion comme les États-Unis dans le cas du FSF.

939. La **France** de son côté fait partie d'un ordre supranational avec ses propres institutions. L'AMF est donc assujettie aux normes qui sont émises par les organes supranationaux, elle peut aussi partager ses compétences avec les autorités de régulation supranationales, donner son avis sur les démarches réglementaires et régulatoires que les autorités de régulation réalisent. Comme l'indique Pascale IDOUX l'« *intensification des relations de coopération entre autorités nationales et européennes de régulation conduit à envisager l'hypothèse d'une uniformisation des stratégies de régulation mises en œuvre dans chaque secteur ou spécialité* »[1598], créant ainsi des spécialistes qui partagent leur expertise pour perfectionner leur technique.

940. La *European Securities and Markets Authority*, ESMA a été créé en 2011. Elle fait partie de la réforme sur l'harmonisation de la réglementation dans l'espace européen réalisée juste après la crise de 2007/2008. La régulation européenne laisse une grande place aux régulateurs nationaux avec la supervision quotidienne des activités réalisées dans leur territoire et l'autorité européenne harmonise les règles entre les pays. L'ESMA a des compétences pour élaborer des normes techniques avec « *une force obligatoire, décider de la conformité de l'application par une autorité nationale compétente de la législation européenne, arrêter des décisions individuelles, dans des situations d'urgence, imposant aux autorités compétentes de prendre des mesures et régler des différends entre ces autorités sur la base de décisions contraignantes* »[1599].

[1597] Article 115 Ley reguladora del mercado de valores.
[1598] IDOUX Pascale, « Régulateurs nationaux et régulateurs européens », RDP, n° 2, 2014, p. 290.
[1599] TERTRAIS Laure, « La régulation et la crise financière : le rôle de l'Autorité des marchés financiers », RFDA 2010, p.741.

941. Les collaborations entre l'AMF et l'ESMA peuvent prendre différentes formes comme quand l'ESMA oriente vers l'application de la norme européenne. Elle l'a fait avec les *Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID I*[1600]. Il s'agit d'un document qui cherche à clarifier l'application de la MIF II. La directive MIF II est plus complète que son prédécesseur la directive MIF I[1601]. L'AMF peut aussi faire des propositions au régulateur européen pour le changement de la réglementation comme c'était le cas pour l'activisme actionnarial[1602]. L'AMF a demandé à ESMA « *que soient définis, sur le modèle de la liste blanche publiée en matière d'action de concert, les comportements activistes qui ne sont pas en eux-mêmes susceptibles d'être présumés comme caractérisant une action de concert* »[1603]. En outre, l'AMF quand elle est consultée par la Commission ou le Parlement peut donner son avis sur l'ESMA, c'est ainsi qu'en 2017 elle a considéré que les pouvoirs de l'ESMA nécessitent d'être accrus dans la supervision directe des administrateurs d'indices de référence critiques (benchmarks) et la supervision des chambres de compensation[1604].

942. Les régulateurs supranationaux ont vocation à faciliter la coopération entre les régulateurs nationaux[1605], car ils ont « *une fonction de coordination générale entre les autorités compétentes, en particulier lorsque des circonstances défavorables risquent de compromettre le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité du système financier dans l'Union* »[1606].

943. Les systèmes financiers des différents pays sont liés dans ce monde mondialisé et au vu des conséquences de la crise de 2007/2008 ou de la crise des hypothèques et *subprimes* aux États-Unis devenue la crise de la dette souveraine, l'harmonisation de la régulation est un

---

[1600] ESMA, « Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID I », 2018. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/resource/Orientations%20de%20l%27ESMA%20concernant%20certains%20aspects%20relatifs%20aux%20exigences%20d%27adequation%20de%20la%20directive%20MiFID%20II%20%28ESMA35-43-1163%29.pdf.

[1601] STORCK Michel, « Exigences d'adéquation issues de la directive MIF 2 : l'AMF applique les orientations de l'ESMA », RTD com., 2019, p. 437.

[1602] CONAC Pierre-Henri, « L'Assemblée nationale envisage une amélioration des règles de transparence en matière d'activisme actionnarial », Revue des sociétés, 2020, p.63 et CONAC Pierre-Henri, « Étude et propositions de l'AMF sur le dialogue actionnarial », Revue des sociétés, 2020, p. 65.

[1603] CONAC Pierre-Henri, « Propositions de mesures par l'AMF pour mieux réglementer l'activisme actionnarial », Revue des sociétés, 2020, p. 448.

[1604] DUFOUR Olivia « L'AMF estime qu'il faut renforcer les pouvoirs de l'ESMA » Petites affiches, n°142, 2017, p. 4.

[1605] KOVAR Jean-Philippe, « Les autorités européennes de surveillance : organes des régulateurs nationaux, agences européennes de régulation ou autorités européennes de régulation ? », Revue de droit bancaire et financier Dossier 24, 2011, parr. 13.

[1606] KOVAR Jean-Philippe, *op. cit.*, parr. 15.

but évident, ainsi que le besoin de dialogue et de coopération entre les régulateurs dans le monde. Les institutions internationales mettent en place les conditions pour arriver à prévenir et mieux surveiller non seulement les marchés financiers, mais aussi l'économie en général. De plus, l'implication des autorités de régulation nationales dans les organismes ou régulateurs internationaux signifie une forme de « *label de confiance* » pour les investisseurs, qui après la crise signalée ont perdu leur confiance non seulement dans les marchés, mais aussi dans la régulation.

944. Les pays étudiés avec des économies développés et complexes prennent une place prédominante dans la direction de l'économie mondiale, notamment les États-Unis et la France. Mais les relations avec des régulateurs internationaux permettent un « *nivellement du terrain* » pour les pays en voie de développement avec des économies simples comme le Costa Rica.

Conclusion du Chapitre II

945. Les autorités de régulation, malgré leur indépendance et leur autonomie, sont dans un monde interconnecté où la fonction de régulation est effectuée par plusieurs acteurs. Pour cela, la coordination avec les autres institutions et autorités est indispensable. Les outils sont multiples et ils se développent à différents niveaux, national, supranational et international. Les systèmes financiers de chaque pays étudié ne sont pas isolés, nous sommes dans une finance mondialisée. C'est donc qu'un guide international est nécessaire. Les régulateurs doivent coordonner leur action pour arriver à une stabilité du système financier mondial et ainsi éviter des fuites vers des pays ayant une régulation moins exigeante voire inexistante.

946. La coopération et les mémorandums sont très importants pour les trois pays étudiés. Entre les pays avec des marchés financiers robustes, les États-Unis et la France, ils ont permis une harmonisation des décisions ou des régulations et cela entraine une économie de ressources. Pour un pays comme le Costa Rica, avec un petit marché, l'amélioration de la régulation permet au marché d'éviter être capturé par des investissements de mauvaise qualité ou par de l'argent de provenance douteuse.

947. La régulation est une fonction partagée, mais aussi une fonction d'influence contrôlée, non seulement de la part des régulateurs vers les opérateurs, mais aussi des

pouvoirs publics vers le régulateur. Le gouvernement veut exercer une sorte d'impulsion de politiques et en même temps contrôler l'action des autorités de régulation. Le Parlement pour sa part a un rôle de concepteur des autorités, il leur donne des pouvoirs et de l'indépendance, mais veut aussi garder la possibilité de les contrôler et les influencer. Le juge intervient comme un contrepoids non seulement dans la vérification de l'action des régulateurs vers les opérateurs, mais aussi comme un arbitre entre les pouvoirs politiques et les autorités de régulation. Il agit comme interprète de la loi et de la Constitution. Il ne faut pas oublier que le contrôle des autorités fait partie des relations, mais il peut aussi donner lieu à un dialogue qui permet une amélioration de l'exercice de la régulation.

CONCLUSION DU TITRE I

948. Les autorités de régulation étudiées présentent différentes formes de régulation, mais elles affrontent les mêmes défis, en raison de la globalisation de la finance, de l'internet et des avancées technologiques. La régulation n'est pas une fonction que les autorités de régulation réalisent de manière isolée. Elles sont toujours en contact avec les pouvoirs étatiques, et avec les autres autorités de régulation nationales ou internationales.

949. En ce qui concerne les innovations financières, c'est presque quotidiennement que les autorités de régulation font face à leur multiplication. Elles peuvent avoir des côtés très positifs comme l'accès d'un plus grand nombre aux produits et services qui étaient réservés aux experts, la diminution des coûts de transactions, entre autres, qui permettent cette démocratisation du monde de la finance.

950. Mais la crise nous a démontré qu'il est impératif de les réguler et que les autorités de régulation doivent agir en conséquence. Nous sommes devant des innovations qui dépassent les capacités humaines dans les transactions financières et qui peuvent mettre en péril le marché en quelques secondes. Les nouvelles technologies avec leur rapidité, leur manque de transparence par rapport à leurs algorithmes complexes et les nouveaux risques qu`elles représentent rendent la tâche de régulation plus difficile.

951. Les autorités de régulation doivent s'adapter pour faire face à des problèmes plus complexes avec les mêmes ressources. Les régulateurs ont besoin de se doter d'experts dans les domaines technologiques pour pouvoir innover et réaliser une régulation plus complète et intelligible de ces technologies. C'est ainsi que le besoin d'autorités de régulation interdisciplinaires devient indispensable, les régulateurs, majoritairement économistes et juristes doivent inclure des informaticiens, des développeurs de logiciels et des experts en cyber sécurité.

952. L'harmonisation sur les nouvelles technologies et surtout sur les crypto actifs est pressante, car l'internet est global et elles peuvent se développer dans toute la planète échappant ainsi à la régulation. La coopération internationale ainsi que les standards des institutions internationales de régulation pour effectuer cette harmonisation de l'action globale des régulateurs est indispensable.

953. La régulation est une fonction partagée entre plusieurs acteurs. Les pouvoirs étatiques jouent un rôle malgré l'indépendance des autorités de régulation. Elles peuvent être soumises à des relations de contrôle tant avec le Parlement qu'avec le juge. Avec le pouvoir exécutif, les relations ont tendance à être tendues, car en principe l'indépendance de ces autorités cherche à les éloigner des interventions de ce pouvoir. Mais comme nous l'avons signalé supra, la SEC a recours au *Memorandum of understanding* pour gérer ainsi ses relations avec les autres départements du gouvernement. L'AMF pour sa part doit faire homologuer son règlement général par le ministre de l'Économie. La SUGEVAL en tant qu'autorité autonome et non indépendante doit suivre les directives du gouvernement. Certaines relations avec le gouvernement sont nécessaires pour le fonctionnement optimal de l'État.

954. Aux niveaux national et international les régulateurs financiers ne sont pas seuls. Les relations avec d'autres régulateurs sont aussi importantes. Ces régulateurs peuvent être d'autres autorités au sein du même pays ou les régulateurs nationaux d'autres pays. Les relations avec les autorités de régulation internationales sont aussi importantes. Comme nous l'avons exprimé dans la première partie de cette recherche les pays ont adopté des modèles de régulation et la plupart des pays du monde ont choisi des modèles avec une multiplicité de régulateurs. Dans ce contexte mondialisé, la régulation doit être coordonnée et les autorités doivent coopérer pour que tout le secteur financier et économique fonctionne correctement.

955. En raison de la finance mondialisée, la coordination et la coopération sont fondamentales pour améliorer la portée de la régulation. Il s'agit d'une régulation comportant de multiples acteurs, des modèles variés et de nouveaux défis et la régulation financière doit pouvoir innover pour rester efficace dans sa recherche de solutions.

TITRE II : DES MODÈLES EN RECHERCHE D'EFFICACITÉ

956. Les autorités de régulation malgré leurs différences ont pour la plupart des similitudes. Elles réalisent une fonction déléguée par l'État assurant le bon fonctionnement des marchés et la protection des investisseurs. Les nouveaux avènements -crises, innovations financières et technologiques- dans la finance forcent les autorités de régulation à une constante adaptation. Elles sont toujours à la recherche d'un modèle d'efficacité de régulation.

957. Les innovations financières ne sont pas les seules à bouleverser les marchés, mais elles se renouvellent constamment et elles peuvent constituer un risque systémique, défi auquel les autorités de régulation doivent faire face. Les investisseurs aussi sont toujours plus concernés pour savoir où investir et demandent des assurances. Pour y parvenir le régulateur est à la recherche de solutions (Chapitre I) ainsi que d'une simplification et d'une adaptation du modèle de régulation (Chapitre II).

CHAPITRE I : DES MODÈLES DE RÉGULATION : LA MULTIPLICATION DE SOLUTIONS

958. Les modèles de régulation appartiennent à la réalité de chaque pays, surtout à son économie. Les crises et la mondialisation mènent ces modèles vers une multiplication de solutions et de formes pour les affronter, mais aussi vers une convergence de ces solutions. La convergence permet une concurrence loyale entre les places financières et une entente entre les autorités de régulation.

959. La multiplication se fait grâce aux nouveaux outils mis à la disposition de l'autorité de régulation et par de nouvelles institutions qui assurent une coordination entre tous les acteurs pour maintenir la stabilité financière. La convergence se trouve dans l'harmonisation des techniques et des outils que les autorités de régulation ont à leur disposition comme l'information. La crise de 2007/2008 a mis en évidence les faiblesses du système et pour cela les pays étudiés ont développé de nouvelles approches (Section 1) pour protéger le système financier et ses participants, mais ces actions n'apportent pas seulement des solutions ; elles peuvent avoir également un effet de multiplication des défis (Section 2).

Section 1. Une nouvelle approche face à la multiplication des obstacles

960. Les crises révèlent des problèmes à l'heure d'aborder une situation que l'on pouvait croire maîtrisée. L'approche régulatoire est insuffisante dans certains cas ou très éloignée de la réalité dans d'autres. C'est pour cela qu'une affirmation et une surveillance accrue de certains éléments s'avèrent indispensables.

961. La protection des investisseurs et la surveillance du risque ont été des éléments clés pour le renouvellement de la régulation après la crise de 2007/2008. C'est pour cela que les nouveaux outils qui sont utilisés pour les mesurer ou les rendre plus accessibles sont essentiels pour cette étude. Dans un premier temps nous allons aborder l'affirmation de la protection des investisseurs (sous-section 1) et dans un deuxième temps la confirmation de la surveillance du risque (sous-section 2).

Sous-section 1. L'affirmation de la protection des investisseurs

962. La transparence est un des principes essentiels dans la protection des investisseurs. Leur protection est aussi vitale pour la continuité des marchés financiers, car ces derniers sont fondés sur la confiance de ses investisseurs. Pour les protéger, les opérateurs doivent fournir des efforts afin de réaliser une bonne communication et de communiquer des informations claires et complètes entre autres.

963. Aux **États-Unis**, l'affirmation de la protection s'est traduite par la *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*[1607]qui comme son nom l'indique est une loi pour la protection des consommateurs financiers. Le titre IX appelé *Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities* améliore l'autorité de la SEC sur plusieurs aspects et ainsi protège mieux les investisseurs. Elle donne une autorité accrue à la SEC sur des sujets comme l'éthique professionnelle des entreprises d'investissement et la divulgation

[1607] H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 111th Congress (2009-2010).

plus effective particulièrement quand les investisseurs reçoivent des conseils d'investissement personnalisés[1608].

964. Grâce aux réformes réalisées, trois organismes pour la protection des investisseurs sont créés : un *Investor Advisory Committee* (IAC), un *Office of the Investor Advocate* (OIA) et un Ombudsman. Le premier est un organisme au sein de la structure de la SEC elle-même. Il a pour objectif de rendre des avis et de faire office de consultant de la SEC sur les initiatives pour protéger les investisseurs ainsi que promouvoir la confiance des investisseurs. Les membres de l'IAC sont ainsi répartis : un représentant des commissions régulatrices étatiques, un représentant des intérêts des investisseurs et des entreprises d'investissement. Les membres doivent avoir des connaissances sur les investissements et les marchés ainsi qu'une réputation d'intégrité et d'honnêteté. Le mandat des membres de l'IAC est de 4 ans[1609].

965. Pour sa part, l'OIA est un organisme avec une large expérience dans la défense des intérêts des investisseurs[1610]. Il est nommé par le président de la SEC[1611] et ses fonctions sont de chercher à résoudre les problèmes des investisseurs avec la SEC ou une *SROs*. Il propose des réformes dans la réglementation qui puissent bénéficier aux investisseurs et il analyse l'impact des propositions de réglementation sur les investisseurs[1612].

966. La création de ces deux organismes a comme objectif d'introduire le point de vue des investisseurs au détail dans l'approche de la SEC à la régulation financière. Il s'agit d'éliminer la perception de la SEC comme étant toujours influencée par les grandes entreprises d'investissement et par les investisseurs institutionnels.

967. Quant à l'Ombudsman, il fait le lien entre la SEC et les investisseurs. Il résout les problèmes que les investisseurs au détail ont avec la SEC ou les *SROs*. Il révise et fait des recommandations sur les politiques et les procédures, il s'assure également que les personnes posent des questions à l'OIA sur la conformité des lois des instruments financiers[1613]. L'Ombudsman est nommé par l'OIA. Les communications entre les investisseurs et l'Ombudsman sont confidentielles. Le but de l'Ombudsman est de diminuer les problèmes sur

[1608]ARNOFF Norman B., et IMMERMAN Paul A., « Dodd-Frank's Title IX, Investor Protection, Professionalism and Reform », p. 2. En ligne https://www.sec.gov/comments/4-606/4606-3173.pdf
[1609] 15 U.S. Code § 78pp(b).
[1610] 15 U.S. Code § 78d(g).
[1611] 15 U.S. Code § 78d(g)(2)(A)(ii).
[1612] 15 U.S. Code § 78d(g)(4).
[1613] 15 U.S. Code § 78d(g)(8).

les produits et les erreurs involontaires ; il élève ainsi la rigueur de la supervision dans les entreprises d'investissement et permet que les échanges soient plus équitables[1614].

968. Le *Consumer financial protection bureau (CFPB)*[1615], est une *independent agencie* dans le *Federal reserve system (The Fed)*[1616]. Il a un pouvoir réglementaire, un pouvoir de sanction et un pouvoir de surveillance[1617]. La mission du CFPB est de faire en sorte que les produits financiers soient plus sûrs[1618]. Il doit protéger les consommateurs financiers des pratiques injustes, abusives ou trompeuses. Il a aussi comme mission de faire en sorte que les marchés, dans l'intérêt des consommateurs financiers, travaillent de façon transparente et efficace[1619]. C'est pour cela qu'il met en garde contre les prêts hypothécaires prédateurs c'est-à-dire les prêts qui ne remplissent pas les conditions nécessaires pour garantir le remboursement du prêt. Il cherche à rendre plus compréhensibles pour les consommateurs les termes des contrats des hypothèques. De plus, il décourage les courtiers hypothécaires de gagner plus d'argent en augmentant le coût des frais pour des hypothèques à haut risque. Il régule aussi les prêts étudiants, les cartes de crédit et les prêts sur salaire[1620].

969. Le CFPB a été un des points controversés de la *Dodd-Frank Act.* Il a été attaqué en justice plusieurs fois par rapport à la constitutionnalité de sa structure[1621]. La décision la plus importante a été rendue par la Cour suprême dans Court in *Seila Law LLC v. Consumer Financial Protection Bureau*[1622]. La Cour a annulé la limitation qui pesait sur le Président des États-Unis, qui pouvait destituer le directeur du CFPB seulement en cas d'inefficacité, de

[1614] LUDWIG Eugene A., «Assessment of Dodd-Frank Financial Regulatory Reform: Strengths, Challenges, and Opportunities for a Stronger Regulatory System», Yale Journal on Regulation, 2012. p. 199.
[1615] Il avait été proposé avant la crise 2007/2008 par la Sénatrice et Professeur d'Harvard Law School Elizabeth Warren dans WARREN Elizabeth, « Un safe at Any Rate », DEMOCRACY, 2007. En ligne https://democracyjournal.org/magazine/5/unsafe-at-any-rate/
[1616] Elle est la banque centrale aux États-Unis.
[1617] BADOUR Ana, «First Actions of the Consumer Financial Protection Bureau», Developments in Banking Law, 2014, p. 453.
[1618] HOVIE Logan, «A Tragedy of Novelty: Is for-Cause Removal Protection for the Consumer Financial Protection Bureau's Single Director a Fatal Flaw», Boston College Law Review, vol. 60, n° Supplement, 2019, p. 101.
[1619] BADOUR Ana, *op. cit.*, p. 453.
[1620] JEFFERS Esther et GOLDMAN Sarah, « Ce que l'histoire économique nous enseigne sur la réglementation financière : l'exemple des États-Unis », Revue d'économie financière, n° 137, 2020, p. 63.
[1621] PHH Corp. v. Consumer Fin. Prot. Bureau (PHH Corp. II), 881 F.3d 75, 110 (D.C. Cir. 2018), Consumer Fin. Prot. Bureau v. RD Legal Funding, LLC, 332 F. Supp. 3d 729, 784 (S.D.N.Y. 2018) et PHH Corp. v. Consumer Fin. Prot. Bureau (PHHCorp.1), 839 F.3d 1, 8 (D.C. Cir. 2016).
[1622] Seila Law LLC v. Consumer Financial Protection Bureau, 140 S. Ct. 2183, 207 L. Ed. 2d 494 (2020).

négligence ou de méfait. Avec cette décision, le directeur peut être destitué pour tout type de raison ou même sans raison aucune par le Président des États-Unis[1623].

970. Le CFPB est menacé par la *Financial CHOICE Act* qui a été approuvée par la Chambre de représentants en 2017[1624]. Elle propose l'annulation de certaines règles phares de la *Dodd-Frank Act* comme l'*Orderly Liquidation Authority* (OLA)[1625] et le *Volcker Rule*[1626]. La proposition de loi prétend substituer la CFPB par une *Consumer Law Enforcement Agency* pour aider les Américains à avoir une indépendance financière.

971. En **France**, malgré la directive MIF I, la méfiance envers les marchés et les opérateurs n'a pas été dissipée. C'est alors que la directive MIF II vient renforcer la protection aux investisseurs pour ainsi restaurer leur confiance. La MIF II ajoute une classification des investisseurs pour que les produits et le conseil soient bien orientés. La directive cherche à ce que les investisseurs soient bien informés et elle donne un rôle majeur aux PSI dans la protection des investisseurs en raison de la nature du client et des services fournis[1627].

972. L'article 23 régule les conflits d'intérêts pour la protection des investisseurs et à partir de l'article 24, la directive prévoit les « *dispositions visant à garantir la protection des investisseurs* ». La MIF II établit des principes généraux pour la protection des investisseurs, comme exiger des entreprises d'investissement qu'elles agissent « *d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients* »[1628]. La directive donne aussi une grande importance à l'information donnée aux investisseurs. Elle estime que l'information doit être correcte, claire et non trompeuse. De plus, les informations doivent être compréhensibles pour les clients afin qu'ils puissent comprendre les risques des instruments financiers proposés[1629]. Les banques doivent s'assurer des niveaux de compréhension. Les

[1623] BEERMANN, Jack M, « Seila Law: Is There a "There" There? », University of Chicago Law Review, 2020, p. 87.
[1624] Elle est au Sénat pour être vote.
[1625] H.R. 10, 115th Cong. § 111 (2017). L'OLA est le pouvoir de gérer la liquidation des institutions financières très importantes en temps de crise économique comme une option au règles communes de faillite. Le pouvoir est exercé par la *Federal Deposit Insurance Corporation*. 12 U.S. Code § 5384.
[1626] *Ibidem.*
[1627] POULLE Jean-Baptiste et KANNAN Arut, « MIF II : la protection des investisseurs », Revue de droit bancaire et financier 2014, dossier 61, parr 6.
[1628]Article 24 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
[1629]Article 24.5 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

entreprises doivent également prendre en compte le type de client, sa situation financière et proposer les services et produits qui correspondent au profil de ce client[1630].

973. Un autre principe qui vise la protection des investisseurs et cherche surtout à éviter les conflits d'intérêts est l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client. Pour cela, les entreprises d'investissement doivent mettre en place des politiques d'exécution des ordres[1631]. Ainsi, il devient nécessaire d'établir des règles pour le traitement des ordres de clients pour garantir une « *exécution rapide et équitable de ces ordres par rapport à d'autres ordres de clients ou à leurs propres positions de négociation* »[1632].

974. En France, en raison de cette différenciation entre les types d'investisseurs la protection est différente. Les investisseurs non professionnels sont mieux protégés, car ils n'ont pas assez de connaissances et d'expérience pour réaliser certains investissements ou accéder à certains marchés. Leurs activités sont dirigées par des conseils strictement encadrés par la réglementation au contraire des investisseurs professionnels qui ont moins de protections, car la loi considère qu'ils ont plus de connaissances et d'expériences. Il y a donc une disparité dans la protection des investisseurs selon leur nature.

975. En principe, les investissements réalisés en France sont libres, mais l'Union européenne a mis en place des limites[1633]. La loi PACTE et le décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 ainsi qu'un arrêté du même jour ont modifié et élargi le champ d'application du règlement européen[1634]. C'est ainsi que les investisseurs étrangers qui souhaitent investir en France doivent présenter une demande d'autorisation pour investir dans les entreprises sensibles devant le ministre de l'Économie. Le décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé[1635] a renforcé les restrictions en baissant de 25 à 10 % le seuil du contrôle des investisseurs non

[1630]Article 26 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
[1631]Article 27 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
[1632]Article 28 Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
[1633] Règlement (UE) 2019/452 du Parlement Européen et du Conseil du 19 mars 2019 2019/452 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne.
[1634] Décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France.
[1635] Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

européens dans les entreprises françaises exerçant des activités sensibles et qui sont cotées en Bourse. La restriction a été élargie en raison de l'affaiblissement de certaines entreprises à cause de la crise provoquée par la Covid-19.

976. Au **Costa Rica**, la loi *Ley Reguladora del Mercado de Valores* établit que les sociétés de gestion des fonds d'investissement (SAFI) doivent approuver des politiques pour identifier le profil des investisseurs[1636], afin de mieux les protéger. Ce profil est défini généralement par un examen que les investisseurs prennent sur le site web des bourses ou des SAFIs. La SUGEVAL a émis des instructions pour définir le plus précisément possible le profil des investisseurs[1637]. L'information basique d'un profil doit inclure les objectifs de l'investissement, l'attitude de l'investisseur vis-à-vis du risque et son expérience en tant qu'investisseur. Il s'agit d'un résumé de l'information la plus importante de chaque investisseur et des caractéristiques qui définissent la prise de décisions d'investissement. C'est ainsi que l'offre des produits est plus adaptée au profil prédéfini. Si les investisseurs veulent investir dans des produits qui ne leur correspondent pas, ils doivent signer un document dans lequel ils acceptent les caractéristiques et risques du produit.

977. En 2016, le législateur costaricien a promulgué la *Ley de Protección al Inversionista Minoritario*, qui vise à protéger les petits investisseurs de toutes les entreprises mêmes si elles ne sont pas cotées en bourse. L'article 3 impose la création d'un règlement et il impose aussi à toutes les entreprises, indépendamment de leur taille, d'adopter des règles de gouvernance et de communiquer aux actionnaires toute activité d'achat ou de vente qui représente plus de 10% du patrimoine de l'entreprise[1638]. Ce règlement permet également de mettre en place des principes de transparence par rapport aux conflits d'intérêts, aux contrôles ou aux influences au sein de l'entreprise pour protéger les investisseurs et assurer une meilleure confiance vis-à-vis des marchés[1639].

978. Le Costa Rica et la France ont choisi la création des profils des investisseurs pour mieux les protéger du risque des investissements et pour qu'ils disposent de la meilleure information pour prendre leurs décisions d'investissement. Leur modèle accentue donc la responsabilité des opérateurs envers les investisseurs : les opérateurs ne peuvent pas donner n'importe quel conseil ou vendre n'importe quel produit à n'importe quel investisseur. Le

[1636] Article 116 alinéa a) Ley Regualdora del Mercado de Valores et Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
[1637] SUGEAL, Instrucciones sobre el perfil del inversionista.
[1638] Reglamento al artículo 3 de la Ley de Protección al Inversionista Minoritario.
[1639] Article 2 Reglamento al artículo 3 de la Ley de Protección al Inversionista Minoritario.

cas américain est différent : il est fondé sur la création d'organismes pour protéger les investisseurs, soit pour mener des politiques en leur faveur, soit pour agir comme leur avocat.

979. Les investisseurs sont la base des marchés financiers. L'argent de ces investisseurs fait fonctionner les marchés. Sans protection, les investisseurs perdent leur confiance dans les marchés, ce qui implique un coup dur pour l'économie ainsi que pour le système financier en général. La création des garanties pour les investisseurs cherche aussi à éviter une autre crise comme celle de 2007/2008.

Sous-section 2. La confirmation de la surveillance du risque

980. Le risque est normal dans les systèmes financiers[1640], certains acteurs prennent plus des risques que d'autres. Par exemple, les *hedge funds* utilisent des techniques d'investissement qui élèvent les risques comme un fort endettement et ces risques peuvent être considérables pour le système financier comme l'a démontré la dernière crise[1641]. Le risque financier est la possibilité de perdre de l'argent dans un investissement et pour le gouvernement, cela implique un manque de contrôle sur les politiques financières déclarées[1642]. Le risque peut venir de différentes sources comme les taux d'intérêt ou le défaut des grandes corporations.

981. L'innovation financière crée une inclusion financière pour des investisseurs moins riches et moins éduqués financièrement[1643]. Avec les innovations qui viennent des FinTech, les coûts sont moindres et la démocratisation des services est plus large. Cela va augmenter les risques financiers du fait d'investisseurs moins connaisseurs. La participation dans les marchés d'investisseurs moins riches et moins experts engendre une augmentation de

[1640] CHAGNY Muriel, « Risques, finance et droit », Revue de Droit bancaire et financier, n° 6, 2010, étude 29, parr. 3.
[1641] SHELBY, Cary Martin « Closing the Hedge Fund Loophole: The SEC as the Primary Regulator of Systemic Risk», Boston College Law Review, vol. 58, n° 2, 2017, p. 639 et KHANNICHE, Sabrina. « Les hedge funds : quelles implications en termes de risque systémique ? », Revue d'économie financière, vol. 101, n° 1, 2011, p. 89.
[1642]HAYES Adam, Financial Risk, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/f/financialrisk.asp#:~:text=Financial%20risk%20is%20the%20possibility,of%20capital%20to%20interested%20parties.
[1643] SIRIOPOULOS Costas « Financial Markets are Not Efficient: Financial Literacy as an Effective Risk Management Tool, International Journal of Business and Management Research, Research Article, vol. 9, nº 1, 2021, p. 68.

la concurrence entre les participants du marché[1644]. Cette situation peut créer des évènements exceptionnels qui affectent le fonctionnement même des marchés comme l'a fait le phénomène de GameStop[1645]. L'entreprise GameStop est un vendeur au détail de jeux vidéo qui est cotée en bourse et son chiffre d'affaires était en déclin. Le *hedge fund* Melvin Capital Management LP avait révélé à la SEC qu'il était en train de réaliser une stratégie de *short position*[1646]. La situation a attiré l'attention du forum WallStreetBets, sur le site Reddit. Le groupe ainsi que des investisseurs amateurs se sont mis d'accord pour acheter les actions de GameStop, c'est-à-dire faire un *short squeeze*[1647]. La situation a créé une bulle[1648] autour du prix des actions de GameStop qui a fait réagir la plateforme Robinhood[1649] où la plupart des transactions ont été réalisées et qui a décidé d'arrêter de vendre les actions de GameStop. L'affaire est devenue une cause politique pour les investisseurs amateurs. Ils considèrent que les investisseurs professionnels n'ont pas changé leur comportement malgré le sauvetage de la crise de 2007/2008. Ils ont même gagné plus d'argent – ce qui a accru les tensions – avec l'aggravation de la situation économique due à la pandémie de la Covid-19[1650] et les situations de détresse chez la population : arrêt des activités, pertes des emplois et pertes humaines. Plusieurs personnages de la finance et de la politique américaine comme les sénateurs Elizabeth Warren, Alexandria Ocasio-Cortez et Ted Cruz [1651] ont demandé que la SEC lance une enquête sur le sujet, ce qu'elle a fait[1652]. Le *House Committee on Financial Services* a

[1644] SIRIOPOULOS Costas Financial Markets are Not Efficient: Financial Literacy as an Effective Risk Management Tool, International Journal of Business and Management Research, Research Article, Volume 9, Issue 1, 2021, p. 68.
[1645] MEUNIER François, « GameStop et les fonds activistes », Esprit, n° 3, 2021, parr. 5.
[1646] Le short position est d'une stratégie dans laquelle un courtier (dans notre exemple un *hedgefund*) vend ses actions avec le but de les acheter plus tard moins chères. CHEN James, Short (Short Position), 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/s/short.asp.
[1647] Il s'agit d'une hausse rapide des actions qui force des courtiers qui ont parié que le prix allait tomber d'acheter à nouveau pour éviter pertes plus grandes. https://www.investopedia.com/terms/s/shortsqueeze.asp.
[1648] MEUNIER François, *op. cit.*, parr. 5.
[1649] Un courtier en ligne que ne charge pas des frais. https://robinhood.com/us/en/ et JOHNSTON Matthew, How Robinhood Makes Money, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/articles/active-trading/020515/how-robinhood-makes-money.asp.
[1650] ANDERSON John P. et KIDD Jeremy and MOCSARY George A.,« Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading», 2021. En ligne http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3834801.
[1651] BENVENISTE Alexis, Elizabeth Warren on GameStop: SEC should get off their duffs and do their jobs, CNN Business, 2021. En ligne https://edition.cnn.com/2021/01/31/investing/elizabeth-warren-gamestop-sec/index.html, ROOSE Kevin, The GameStop Reckoning Was a Long Time Coming, The New York Times, 2021. En ligne https://www.nytimes.com/2021/01/28/technology/gamestop-stock.html et MAKENA Kelly, AOC and others call for investigation into Robinhood's GameStop freeze, The Verge, 2021, En ligne https://www.theverge.com/2021/1/28/22254584/gamestop-robinhood-short-reddit-wallstreetbets-aoc-ted-cruz.
[1652] «*The Securities and Exchange Commission, along with other regulators and market watchers, is still sorting*

même réalisé une audience pour examiner la volatilité des marchés créés par cette affaire et l'impact du comportement contraire à l'éthique des *hedge funds*[1653].

982. Les phénomènes comme celui cité sont des créateurs de risques qui peuvent devenir systémiques. Le risque systémique a été au centre de la crise de 2007/2008, il « *est alors défini comme la probabilité que se produise un événement systémique… Le risque systémique est la probabilité que l'économie passe d'un état d'équilibre « normal » à un état « anormal », caractérisé par des pertes sociales sévères* »[1654]. Les trois pays ont adopté des mesures pour contenir le risque systémique soit par la régulation des instruments financiers soit par la régulation des acteurs, mais aussi par la création d'institutions pour surveiller et promouvoir la stabilité financière du pays.

983. Aux **États-Unis**, la *Dodd-Frank Act* a donné à la SEC de nouvelles prérogatives pour faire face aux risques systémiques sur les dérivés de gré à gré, *hedge funds*, agences de compensations, conseillers municipaux. Elle a créé le *Federal Stability Oversight Counsel* (FSOC) qui est intégré au sein du Département du Trésor. Il est chargé de promouvoir la stabilité dans les marchés ainsi que de promouvoir la discipline de marché. Il utilise l'information des autres régulateurs pour réguler les banques, mais aussi les institutions non bancaires qui représentent un grand risque systémique comme les *hedge funds*.

984. Le président de la SEC est membre du FSOC[1655]. Les missions du FSOC sont d'identifier les risques pour la stabilité financière dans les activités interconnectées des banques et des institutions financières non bancaires. Il doit promouvoir aussi le fait que la *Dodd-Frank Act* a limité le sauvetage des institutions non bancaires[1656] pour éviter ainsi les attentes des investisseurs qui comptent sur une possible action du gouvernement pour limiter

---

through the many layers of those events, so I cannot give you a definitive assessment of what took place» PEIRCE Hester M., «Atomic Trading», George Washington University Law School Regulating the Digital Economy Conference, 2021. Voir aussi https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-statement-market-volatility-2021-01-29. SCHULP Jennifer J., « Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide: By no means should the GameStop phenomenon result in changes that restrict retail investors' access to the markets», Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives February 18, 2021.

[1653] U.S. House Committee on Financial Services, Following Recent Market Instability, Waters Announces Hearing on Short Selling, Online Trading Platforms, 2021. En ligne https://financialservices.house.gov/news/documentsingle.aspx?DocumentID=407096.

[1654] AGLIETTA Michel, « Défaillances des marchés financiers et risque systémique », Revue d'économie financière, n° 70, La gouvernance financière mondiale, 2003, p. 35.

[1655] 12 U.S. Code § 5214 (b) (4).

[1656] 12 U.S. Code § 343 (3)(A).

(ou : pour éponger) leurs pertes. Il coordonne l'action entre les différents régulateurs pour protéger le système financier du risque systémique[1657].

985. Le FSOC a la possibilité de classifier les institutions comme des *systemically important financial institutions (*SIFIs) qui sont assujetties aux règles prudentielles imposées aux banques[1658]. Les recommandations du FSOC dans ce sens sont contraignantes. Mais la seule introduction des SIFIs et l'atténuation de l'impact de leur faillite ne sont pas suffisantes pour éviter une autre crise. La réglementation a laissé en dehors de son champ d'action les marchés financiers dont les types de transactions et les instruments financiers peuvent être aussi systémiques que les SIFIs. Les instruments financiers complexes comme les dérivés ou les actifs titrisés ne sont pas transparents. Il s'agit d'information capitale : soit les informations essentielles n'existent pas, soit elles ne sont pas rendues publiques pour les investisseurs[1659]. Ce sont ces instruments qui doivent être intelligibles pour les investisseurs et pour le marché en général afin d'éviter qu'ils ne deviennent des éléments systémiques.

986. L'**Union européenne** a créé le Comité européen des risques systémiques CERS, pour réaliser une surveillance macroprudentielle de l'Union et ainsi coordonner l'action des autorités nationales[1660]. Le règlement européen (*Capital Requirements Regulation*– CRR), la directive (*Capital Requirements Directive* – CRD)[1661] et l'ordre juridique européen transposent les dispositions de Bâle III pour une meilleure homogénéisation des normes dans tout l'espace européen. Les normes mettent en place des coussins de fonds propres, mais elles renforcent également les exigences en matière de gouvernance et les pouvoirs de sanction des autorités de supervision.

987. Pour faire face au risque systémique, la **France** a elle aussi choisi de créer une autorité : le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) qui « *exerce la surveillance du*

[1657]12 U.S. Code § 343.
[1658] SHELBY Cary Martin, «Closing the Hedge Fund Loophole: The SEC as the Primary Regulator of Systemic Risk », Boston College Law Review, vol. 58, n° 2, 2017, p. 642.
[1659] ANAND, Anita I., « Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation? », The University of Toronto Law Journal, vol. 60, n° 4, 2010, p. 944.
[1660] LASSERRE-CAPDEVILLE Jérôme, « Retour sur un acteur de la surveillance bancaire et financière méconnu : Le Haut conseil de stabilité financière », Revue Droit & Affaires, n° 17, 2020, parr. 4.
[1661] Règlement (UE) 2019/876 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement(UE) no 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et le règlement(UE) no 648/2012 et directive (UE) 2019/878 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres.

système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique »[1662]. Il s'agit d'une autorité administrative indépendante. Le président de l'AMF est l'un de ses membres[1663]. Il favorise la coopération entre les régulateurs nationaux. Il coopère également avec les autorités de régulation internationales[1664], il identifie et évalue les risques systémiques afin d'éviter les zones sans surveillance et ainsi limiter les risques liés aux interconnexions du système financier[1665]. Il peut donner des avis et des recommandations, adopter des mesures qui peuvent être contraignantes, mais pas discrétionnaires, car elles sont faites sur proposition du gouverneur de la Banque de France[1666].

988. Les mesures qui peuvent être prises sont les coussins contra cycliques et les coussins contre le risque systémique aux prestataires de services bancaires et aux entreprises d'investissement autres que des sociétés de gestion de portefeuille[1667]. Le HCSF peut aussi prendre des mesures de conservation comme « [L]*imiter temporairement l'exercice de certaines opérations ou activités… Restreindre temporairement la libre disposition de tout ou partie des actifs… Limiter temporairement… le paiement des valeurs de rachat… Limiter temporairement la distribution d'un dividende aux actionnaires, d'une rémunération des certificats mutualistes ou paritaires ou d'une rémunération des parts sociales aux sociétaires* »[1668].

989. Le HCSF joue un rôle de surveillance macroprudentielle pour protéger le système financier d'une crise globale et épargner l'économie de pertes importantes. Toutes les prérogatives du HCSF ont eu une incidence dans la prévention des crises et le risque systémique associé, par exemple avec la pandémie de la Covid-19[1669].

990. Au **Costa Rica**, comme dans les autres pays étudiés, a été créé en 2016 un nouvel organisme attaché à la Banque centrale du Costa Rica et au CONASSIF, la *Comisión de*

[1662] Article L.631-2-1 Code monétaire et financier.
[1663]Article L.631-2 3º Code monétaire et financier.
[1664]LASSERRE-CAPDEVILLE Jérôme, « Retour sur un acteur de la surveillance bancaire et financière méconnu : Le Haut conseil de stabilité financière », Revue Droit & Affaires n° 17, 2020, p. 210 et DE RAVEL D'ESCLAPON Thibault, « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macroprudentielle », Petites affiches, n° 194, 2013, parr 17.
[1665]Article L.631-2-1 Code monétaire et financier.
[1666]Article L.631-2-1 4 ºet 5º Code monétaire et financier et DE RAVEL D'ESCLAPON Thibault, *op. cit.*, parr. 20.
[1667]Articles L511-41-A et L533-2-1 Code monétaire et financier. Voir aussi LASSERRE-CAPDEVILLE Jérôme, *op. cit.*, p. 221.
[1668]Article L.631-2-1 5º Code monétaire et financier.
[1669] Banque de France « Évaluation des risques du système financier français », 2020. En ligne https://publications.banque-france.fr/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais-juin-2020.

Estabilidad Financiera (CEF). Elle a comme mission d'améliorer la coordination entre les politiques macroprudentielles. Elle est formée par le président de la Banque centrale, le président de la CONASSIF et le président de la SUGEF. Elle donne des recommandations sur la prévention et la mise en place des politiques contre le risque systémique. Elle identifie les institutions financières qui peuvent devenir systémiques. Elle crée également un protocole de crise et elle détermine le rôle, en dernier recours, de la Banque centrale pour prêter aux institutions d'importance systémiques[1670].

991. Au Costa Rica, la dollarisation de l'économie est un des risques systémiques les plus latents, car elle peut provoquer un manque de liquidité dans le système financier costaricien. La Commission a dû créer un plan pour la dédollarisation de l'économie. La *Comisión de Estabilidad Financiera* a le pouvoir de mettre en place des outils pour assurer la liquidité de l'économie en cas de crise[1671].

992. Les trois pays ont opté pour la création d'institutions qui préviennent le risque systémique leur permettant de n'avoir que la quantité de risque nécessaire pour assurer un bon fonctionnement du système financier. Le FSOC, le HCSF et le CEF ont des pouvoirs de recommandation, mais aussi des pouvoirs contraignants. Le FSOC et le HCSF bénéficient de la participation des présidents de la SEC et de l'AMF respectivement. Le HCSF est le seul à avoir une autorité administrative indépendante. Le FSOC et le CEF sont dépendants de la banque centrale de leurs pays respectifs.

993. La pandémie du COVID-19 a mis à l'épreuve le système financier mondial. Elle n'a pas seulement provoqué une crise sanitaire, mais elle a également entraîné une crise financière et sociale. Elle a augmenté le risque systémique au niveau mondial. Les trois pays étudiés ont mis en place des institutions pour repérer les risques ainsi que les mesures pour assurer la liquidité et la confiance des investisseurs. Les mesures adoptées après la crise de 2007/2008 ont aidé à éviter un effondrement de l'économie.

[1670] FMI, «COSTA RICA Revisión de la estabilidad del sector financiero», 2018, p. 25. En ligne https://www.conassif.fi.cr/wp-content/uploads/2019/12/cr1880s-CostaRicaFianciaSectorReview.pdf.
[1671] Ministerio de Hacienda, «Informe de Riesgos Fiscales: Sistema Financiero» 2021, p 26. https://www.hacienda.go.cr/docs/605e283d22e1a_Informe%20de%20riesgos%20fiscales%20sistema%20financiero.pdf.

Section 2. Une multiplication des défis environnementaux, sociaux et de gouvernance

994. Les défis environnementaux, sociaux et de gouvernance ne sont pas nouveaux dans les marchés financiers. Ils sont propres à la société et ils modèlent les comportements de ses habitants. Ces comportements et tendances jouent un rôle fondamental dans la prise de décision des investisseurs et les mouvements des bourses.

995. L'urgence climatique a contraint les acteurs politiques et les régulateurs nationaux et internationaux à mettre en place des mesures pour effectuer une transition vers un modèle économique durable qui puisse garantir la survivance de la vie sur terre (Sous-section 1). La finance durable a été conçue comme une réponse à cette transition. Elle permet la transition en finançant en priorité les projets qui prennent en considération la protection de la planète. Le régulateur joue un rôle fondamental pour guider les acteurs des marchés financiers (Sous-section 2).

Sous-section 1. Les défis climatiques, sociaux et de gouvernance

996. La Convention-cadre des Nations Unies sur le Changement Climatique (CCNUCC) est entrée en vigueur le 21 mars 1994. Elle constitue un des éléments approuvés dans la Convention de Rio. À nos jours l'adhésion à la CCNUCC est quasi universelle et elle a comme principal objectif d'abandonner ou de revisiter les activités humaines dangereuses pour le climat c'est-à-dire pour la survie de l'espèce humaine sur la planète[1672].

997. Le changement climatique a une incidence très importante dans l'économie et surtout dans le secteur financier qui doit faire face, depuis quelques années, à de nouveaux risques climatiques. Ces risques sont tout d'abord des risques physiques, c'est-à-dire des dommages créés sur les infrastructures, les propriétés ou les récoltes quand un phénomène climatique comme des ouragans ou des sécheresses frappe. Ces phénomènes sont devenus de plus en plus violents. Ces risques rendent nécessaire une transition à une économie durable à faible intensité de carbone qui peut comporter aussi des risques pour les industries. Alors le «*financement public apparaît essentiel pour faciliter la transition vers une économie plus*

[1672] UN, Climate Change, 2022. En ligne https://unfccc.int/fr/processus-et-reunions/la-convention/qu-est-ce-que-la-ccnucc-la-convention-cadre-des-nations-unies-sur-les-changements-climatiques.

résiliente au climat dans la mesure où les gouvernements, nationaux et infranationaux, constituent généralement le premier rempart face aux catastrophes naturelles »[1673].

998. L'année 2015 a été une année importante pour la prise de conscience internationale de l'urgence climatique, pour cela une série de mesures et d'accords ont été pris pour assurer la continuité de la planète telle que nous la connaissons. Les Nations Unies ont mis en place le Programme de développement durable à l'horizon 2030 qui est « *un plan d'action pour l'humanité, la planète et la prospérité* »[1674] dans lequel ont été établis 17 objectifs connus comme les *Sustainable Development Goals* (SDGs)[1675]. Parmi ces objectifs nous pouvons citer l'objectif 5 qui cherche à parvenir à l'égalité des sexes et à autonomiser toutes les femmes et les filles, l'objectif 7 qui a pour but de garantir l'accès de tous à des services énergétiques fiables, durables et modernes, à un coût abordable. L'objectif 13, pour sa part, propose de prendre d'urgence des mesures pour lutter contre les changements climatiques et leurs répercussions[1676]. Le 13 juillet 2015 s'est tenue à Addis-Abeba la Conférence internationale sur le financement du développement. Les pays participants se sont mis d'accord pour prendre des mesures « *pour réformer les pratiques financières mondiales et générer des investissements pour faire face à un nombre de défis économiques, sociaux et environnementaux* »[1677], mais ils cherchent également à promouvoir « *l'investissement privé avec le développement durable, ainsi que les politiques publiques et cadres réglementaires pour créer les incitations appropriées* »[1678].

999. Le troisième évènement qui a marqué l'année 2015 est la COP21 qui est la 21e Conférence des parties à la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques[1679]. Elle a été déterminante dans la prise de conscience et l'engagement de tous les pays signataires pour diminuer les émissions et éviter ainsi le réchauffement de

---

[1673] COLLETTE Matthieu, « Finance durable et collectivités locales : du développement des obligations labellisées à la prise en compte des critères ESG dans l'analyse crédit », Revue française de finances publiques, n° 148, 2019, p. 245.
[1674] UN, Objectifs de développement durable. En ligne https://sdgs.un.org/fr/goals.
[1675] *Ibidem.*
[1676] UN, Résolution adoptée par l'Assemblée générale le 25 septembre 2015. En ligne https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=F.
[1677] UN, Les pays parviennent à un accord historique pour financer le nouveau Programme de développement durable. En ligne https://www.un.org/esa/ffd/ffd3/press-release/les-pays-parviennent-a-un-accord-historique-pour-financer-le-nouveau-programme-de-developpement-durable.html.
[1678] *Ibidem.*
[1679]« *Une COP est une grande conférence internationale sur le climat qui réunit les États engagés depuis 1992 par la Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques (CCNUCC). La COP21 est la 21e Conférence des parties (COP) à la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques de 1992, réunissant 195 États et l'Union Européenne* ». APC, Qu'est-ce que la COP 21 ?. En ligne https://www.apc-paris.com/cop-21.

l'atmosphère a plus de 2 degrés. Mais l'enjeu est assez large pour penser que les gouvernements peuvent agir en toute liberté pour remplir leurs engagements, car ils ont des contraintes budgétaires et politiques. Les entreprises et la société civile ont également une part de responsabilité pour améliorer la situation. Elles doivent faire écho à la Conférence internationale sur le financement du développement. C'est ainsi que les marchés financiers font partie de la révolution climatique. La mobilisation de ressources pour la diminution de carbone libéré dans l'atmosphère passe aussi par les marchés financiers.

1000. Depuis le début des années 2000, certains investisseurs ont changé de mentalité et ils cherchent à investir d'une façon respectueuse avec l'environnement et socialement responsable[1680]. Ils exigent aussi, avec leurs investissements, la mise en place de mesures en accord avec leurs intérêts lors les assemblées générales. Grâce à ce changement de mentalité, le secteur financier a bénéficié d'une opportunité et d'une demande de nouveaux produits, comme les obligations vertes[1681] qui financent des projets ayant une approche écologique responsable ou les fonds labellisés, ou encore l'introduction d'une gouvernance qui prend en compte le changement climatique[1682].

1001. L'investissement socialement responsable (ISC) est une façon d'investir qui trouve ses racines modernes aux États-Unis dans les années 1960 et 1970. Il est basé dans les croyances de groupes protestants et a été influencé par les mouvements pour l'égalité raciale, les droits des femmes, la protection des consommateurs et l'environnement[1683]. Il s'agit d'éviter d'investir dans des produits ou entreprises qui sont en conflit avec leurs valeurs. Les ISC modernes sont plus dirigés vers la protection de l'environnement, l'inclusion des critères ESG (environnemental, social et gouvernance) et une véritable inclusion sociale des minorités[1684]. Nous pouvons citer l'exemple du mouvement *Black lives matters*[1685] : le cofondateur de Reddit, Alexis Ohanian, a démissionné de son poste dans le conseil

[1680] PARK Stephen Kim «Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution», Stanford Journal of International Law, vol. 54, n° 1, 2018, p. 1.
[1681] CORNUT ST-PIERRE Pascale, « L'innovation financière au secours de l'environnement ? Perspectives juridiques sur les obligations vertes », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS éditions, 2020, p. 26.
[1682] DESCHRYVER Pauline et DE MARIZ Frederic, « What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? », Journal of Risk and Financial Management, n° 3, p. 1. En ligne https://doi.org/10.3390/jrfm1303006.
[1683] TOWNSEND Blaine, « From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing», The Journal of Impact and ESG Investing, 2020, p. 2.
[1684] TOWNSEND Blaine, *op. cit.*, p. 2.
[1685] STANKIEWICZ Kevin, CEOs are offering plans and investments to address racial inequality after George Floyd death, 2020. En ligne https://www.cnbc.com/2020/06/11/ceos-unveil-plans-against-racial-inequality-after-george-floyd-death.html.

d'administration pour laisser sa place à une personne de couleur. De même, le mouvement #*Meetoo* a lui aussi influencé les entreprises qui ont instauré des politiques anti-harcèlement où les actionnaires peuvent avoir une place d'importance comme c'est le cas de Microsoft après les accusations contre son cofondateur Bill Gates[1686].

1002. Ces évènements ont mis en lumière les besoins d'une gouvernance toujours plus vigilante vis-à-vis des harcèlements sexuels et des discriminations. Les entreprises en général ont des codes de conduite[1687] pour éviter des conflits d'intérêts, mais ils doivent être réformés pour incorporer ces aspects sociétaux qui sont en train de devenir essentiels pour les investisseurs.

1003. De nos jours la finance durable moderne a connait une grande croissance en raison de la prise de conscience des investisseurs du besoin de faire des investissements responsables en évitant les produits qui présentent un risque ESG majeur[1688]. Cette prise de conscience a augmenté après les scandales concernant des entreprises n'ayant pas pris en considération des critères ESG comme le scandale de 2018 *Facebook*[1689]*- Cambridge Analytica* à la suite de la diffusion de données privées, ou encore la faillite de Enron due à une mauvaise gestion de ses gestionnaires en 2001 et le scandale des émissions de Volkswagen en 2015[1690]. L'incorporation de critères ESG a aussi un point de vue « égoïste » de la part des investisseurs qui le voient comme une façon de bien faire en faisant du bien (*do well by doing good*)[1691]. De plus, le fait de demander aux entreprises de dévoiler des informations relevant des critères ESG modifie leur comportement en valorisant certaines actions et en réprouvant d'autres[1692].

[1686] NOVET Jordan, Microsoft shareholders vote for the company to publish sexual-harassment report, in rare win for activists, CNBC, 2021. En ligne https://www.cnbc.com/2021/11/30/microsoft-shareholders-vote-for-sexual-harassment-report.html, YURIEFF Kaya, Reddit cofounder Alexis Ohanian resigns from board, urges seat be filled by black candidate, CNN Business, 2020. En ligne https://edition.cnn.com/2020/06/05/tech/alexis-ohanian-reddit/index.html et GRANVILLE Kevin, Facebook and Cambridge Analytica: What You Need to Know as Fallout Widens, The New York Times, 2018. En ligne https://www.nytimes.com/2018/03/19/technology/facebook-cambridge-analytica-explained.html.

[1687] Voir §2. Un personnel irréprochable déontologiquement et Sous-section 2. Les lanceurs d'alerte.

[1688] CHARLÉTY Patricia. « Les investisseurs financiers : des activistes efficaces face aux risques climatiques ? », Revue d'économie financière, vol. 138, n° 2, 2020, p.140 et MATOS Pedro, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*, CFA Institute Research Foundation Literature Reviews, 2020, p. 1.

[1689] Actuellement appelé Meta.

[1690] MATOS Pedro, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*, CFA Institute Research Foundation Literature Reviews, 2020, p. 4.

[1691] *Ibidem*, p. 3.

[1692] ROSE Amanda M., «A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure», Washington University Law Review, 2021, p. 25. En ligne https://ssrn.com/abstract=3805814

1004. Les opérateurs financiers sont aussi en train de s'engager comme c'est le cas, par exemple, du Fonds d'investissement gouvernemental des retraites du Japon, qui est le plus large fonds de pension au monde et qui s'est engagé à incorporer les critères ESG pour en faire un capital plus durable[1693]. Prenons également l'exemple du BlackRock, le gestionnaire de fonds le plus grand au monde, qui s'est engagé avec ses clients à considérer les risques liés aux critères ESG (les risques ESG) avec la même rigueur qu'une analyse traditionnelle des autres risques financiers comme les risques de crédit et liquidité[1694]. Le BlackRock a aussi signé le *Climate Action100+ :* une initiative des investisseurs pour inciter les entreprises à améliorer leur gouvernance par rapport au changement climatique, à réduire leurs émissions et renforcer des divulgations financières reliées aux changements climatiques[1695].

1005. Mais les organismes internationaux sont eux aussi en train de promouvoir la divulgation, l'adoption des critères ESG et la prise en compte des risques ESG, comme le *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TDFD) [1696], le CDP Global [1697], le *Climate Disclosure Standards Board* (CDSB) [1698], la *Global Reporting Initiative* (GRI) [1699], l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC)[1700], la *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) [1701], ces deux derniers ayant fusionné pour former la *Value Reporting Foundation*[1702]. Ils sont connus comme des créateurs des standards. Le problème engendré par tous ces différents créateurs de standards est la multiplicité et la variété de

[1693]GPIF, « ESG REPORT 2017 » 2017, p. 3. En ligne https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg_report_2017_en.pdf.
[1694] MATOS Pedro, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*, CFA Institute Research Foundation Literature Reviews, 2020, p. 5, LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législation Investissement Socialement Responsable (ISR) ? » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p.109 et ROSS SORKIN Andrew, BlackRock C.E.O. Larry Fink: Climate Crises Will Reshape Finance, N.Y. TIMES, 2020, https://www.nytimes.com/2020/01/14/business/dealbook/lany-fmk-blackrock-climate-change.html.
[1695] Climate action 100. En ligne https://www.climateaction100.org/.
[1696] Le G20 en 2015 a demandé à la Financial Stabilité Board de créer le *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) pour améliorer et augmenter la divulgation d'information financière lie au climat. https://www.fsb-tcfd.org/.
[1697] C'est une ONG qui a créé une plateforme de divulgation environnementale. https://www.cdp.net/en.
[1698] Il est un consortium international d'ONGs commerciales et environnementales qui proposent un cadre pour faire leur divulgation environnementale avec la même rigueur que la divulgation financière. https://www.cdsb.net/.
[1699] C'est une organisation internationale indépendante qui a créé les *Sustainability Reporting Standards* qui sont les standards plus utilisés au niveau mondial pour faire la divulgation des critères ESG. https://www.globalreporting.org/.
[1700] Il s'agit d'une coalition de régulateurs, d'investisseurs, d'entreprises, de comptables, d'académiciens, d'organisations d'établissement des normes et d'ONGs qui ont établi l'*Integrated Reporting Framework* qui aide des entreprises à produire un rapport orienté pour les investisseurs. https://integratedreporting.org/
[1701] Elle établit des standards comptables durables pour aider les entreprises publiques à la divulgation des informations matérielles et des informations ESG nécessaires dans leurs rapports obligatoires https://www.sasb.org/.
[1702] The Value Reporting Foundation, 2022. En ligne https://www.valuereportingfoundation.org/.

critères pris en compte d'une institution à l'autre. Cela pose des problèmes de coordination et de mise en place de politiques d'harmonisation de ces standards.

1006. Les critères ESG, et surtout l'élément environnemental, sont devenus indispensables pour une génération d'investisseurs pour lesquels la préservation de la planète est une valeur centrale. Les actions et la prise de conscience ont bouleversé la façon de faire des affaires et l'objectif principal n'est plus purement économique. En raison de l'importance du changement climatique et des facteurs sociétaux actuels, il a fallu s'adapter et les marchés financiers ont développé une finance plus proche des objectifs de protection de l'environnement et des valeurs de transparence dans la gestion des entreprises.

Sous-section 2. La finance durable, une réponse aux défis climatiques, sociaux et de gouvernance

1007. La finance durable est « *une approche globale visant à renforcer la performance sociale, économique et environnementale de la finance dans la durée* »[1703]. Mais c'est aussi, comme l'a exprimé le FMI « *l'intégration des principes environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans les décisions des entreprises, le développement économique et les stratégies d'investissement* »[1704]. Elle a ainsi « *une approche globale visant à renforcer la performance sociale, économique et environnementale de la finance dans la durée* »[1705]. C'est pour cela qu'elle permet de mitiger le changement climatique par l'incitation des

[1703] AMF, « Finance durable : quel rôle pour le régulateur ? Feuille De Route AMF » 2018, p. 3. Voir aussi *« La définition de la finance durable désigne désormais toute initiative, processus, produit ou service financier — ainsi que les réglementations financière et fiscale rattachées — prenant en compte des critères extra-financiers ou ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance). Ainsi, en protégeant l'environnement naturel et en atténuant les impacts sociétaux de l'activité économique sur les marchés et l'investissement, elle se présente comme un levier pour la transformation des sociétés et de l'économie vers une économie plus durable* » BINET Pierre-Alix, « Finance durable : l'impulsion française », Bulletin Joly Bourse, 2021, p. 44.

[1704] «*Sustainable finance is defined as the incorporation of environmental, social, and governance (ESG) principles into business decisions, economic development, and investment strategies»,* FMI, « Global Financial Stability Report: Lower for Longer» 2019, p. 81. En ligne : https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019#FullReport.

[1705] AMF, *op. cit.*, p. 3. Voir aussi « *La définition de la finance durable désigne désormais toute initiative, processus, produit ou service financier — ainsi que les réglementations financière et fiscale rattachées — prenant en compte des critères extra-financiers ou ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance). Ainsi, en protégeant l'environnement naturel et en atténuant les impacts sociétaux de l'activité économique sur les marchés et l'investissement, elle se présente comme un levier pour la transformation des sociétés et de l'économie vers une économie plus durable* » BINET Pierre-Alix, *op. cit.*, p. 44.

entreprises à adopter de nouvelles technologies à faible émission de carbone et les marchés financiers y participent par le financement de ces technologies[1706].

1008. La notion de finance durable n'est pas unanime et elle est en train d'évoluer en permanence. Elle peut faire référence aux autres notions comme les critères EGS (environnemental, social et gouvernance), aux investissements socialement responsables, à la finance verte et normalement ces notions ont un lien.

1009. Les régulateurs se sont concentrés sur la divulgation des informations qui sont liées à la finance durable et aux produits financiers qui lui sont propres. Au moment de la naissance de ces instruments financiers, les émetteurs et autres opérateurs les ont catégorisés comme des instruments financiers verts ou fonds d'investissement ISR, créant ainsi une classification privée et éparpillée en demande d'une taxonomie.

1010. Aux **États-Unis**, la SEC a fait preuve d'une grande discrétion par rapport à l'information qui est demandée aux entreprises. Elle a établi une divulgation divisée dans le temps, soit annuelle soit trimestrielle, mais aussi spéciale, pour que les investisseurs aient une vision plus large de la santé financière de l'entreprise. Elle demande la divulgation des informations financières (Règlement S-X)[1707], mais aussi les informations non financières (Règlement S-K)[1708] de l'entreprise. La réglementation n'oblige pas les entreprises à partager des informations extra financières[1709]. Tout partage est volontaire sauf si la SEC considère qu'il s'agit d'informations « *matérielles* »[1710] ; la plupart des entreprises divulguent des informations ESG dans les rapports destinés à la SEC, en se concentrant sur les informations matérielles ESG qui ont une relation avec leurs affaires[1711].

[1706] GRIPPA Pierpaolo, SCHMITTMANN Jochen et SUNTHEIM Felix, «Cambio climático y riesgo financiero», Finanzas & Desarrollo, 2019, p. 28.

[1707]1 7 C.F.R. § 210.1-01.

[1708] 17 C.F.R. § 229.10.

[1709] CRIFO, Patricia, et REBERIOUX Antoine. « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? », Revue d'économie financière, vol. 117, n° 1, 2015, p. 220 et GARDES Charlotte, « L'information extra-financière des émetteurs : quels enjeux de structuration et de convergence normative ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Editions, 2020, p.245.

[1710] Les informations matérielles sont les questions qu'un investisseur considère comme raisonnable d'être informé avant acheter un instrument financier. KATZ David A. and MCINTOSH Laura A., « Corporate Governance Update: "Materiality" in America and Abroad », New York Law Journal, 2021, p. 2 et MOSCA Chiara et PICCIAU Chiara, « Making non-fiancial information count: Accountability and Materiality in Sustainability Reporting» in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit: perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p.192.

[1711] LU Carmen, SILK David, NILES Sabastian, LIPTON Wachtell, « ESG Disclosures—Considerations for Companies», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020. En ligne https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/03/esg-disclosures-considerations-for-companies/.

1011. La divulgation volontaire des informations ESG est faite par la plupart des entreprises publiques, mais le souci réside dans l'utilisation de différents cadres développés par des organisations privées. Elles ont créé les standards et cela implique que la divulgation n'est pas homogène et n'est pas faite avec autant d'efficacité que la divulgation obligatoire d'information donnée dans les rapports imposés[1712].

1012. La *Dodd-Frank Act* a aussi enjoint à la SEC d'adopter des règles de divulgation sur le rapport des entreprises publiques qui commercialisent des minerais provenant de zones de conflit, notamment de la République du Congo ou des pays voisins[1713]. La SEC doit demander si les minerais utilisés pour la production ou la fonctionnalité d'un produit manufacturé vient des zones de conflit[1714]. La règle a été adoptée en 2012, mais elle a été contestée et la *Court of Appeals for the District of Columbia Circuit* a conclu que la règle est contraire au premier amendement de la Constitution américaine[1715]. La SEC a modifié la règle en l'assouplissant, les entreprises doivent donc respecter une version moins contraignante. La *Dodd-Frank Act* a aussi demandé à la SEC de promulguer des règles pour la divulgation des informations sur les entreprises qui ont investi dans les énergies fossiles, l'exploitation minière et les extractions[1716].

1013. En 2020, le *Government Accountability Office* (GAO) a publié un rapport sur les modalités d'amélioration de la divulgation ESG[1717], considérant que l'information divulguée est incomplète ou générique et que cela limite la compression des stratégies des entreprises par rapport aux risques ESG. Normalement, les entreprises dévoilent les mesures prises dans les domaines ESG, mais non les résultats de ces mesures. Pour les investisseurs l'amélioration dans le détail de l'information fournie sur les initiatives ESG et leurs résultats est importante pour la prise de décisions et pour les actionnaires dans les votes des assemblées générales. L'idée de ce rapport est de demander aux entreprises de s'aligner davantage sur les besoins

[1712] ROSE Amanda M., «A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure», Washington University Law Review, 2021, p. 8.
[1713] 15 U.S. Code § 78m(p)(1)(A), 15 U.S. Code § 78m–2, et 15 U.S. Code § 78m(p)(1)(A)(i), et GARDES Charlotte, « L'information extra-financière des émetteurs : quels enjeux de structuration et de convergence normative ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p. 245.
[1714] 17 CFR § 240.13p-1 - Requirement of report regarding disclosure of registrant's supply chain information regarding conflict minerals.
[1715] Nat'lAss'n of Mfrs., et al. v. SEC, 800 F.3d 518, 530 (D.C. Cir 2015); Nat'lAss'n of Mfrs., et al. v. SEC, n° 13-CF-000635 (D.D.C. Apr. 3, 2017).
[1716] 15 U.S. Code § 78m(q).
[1717] GAO, Public Companies: Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them, GAO-20-530, 2020, p. 20.

des investisseurs et de dévoiler une information de qualité qui soit lisible et comparable à celle fournie par les autres entreprises investies dans une démarche ESG[1718].

1014. Les labels ont surgi avec la demande d'une finance durable et des entreprises plus engagées dans la préservation de l'environnement. Les labels aux États-Unis sont généralement privés. En 2020, la SEC a demandé l'avis du public sur la règle 35 d-1 dite *Names Rule* qui interdit l'utilisation d'un nom qui est faux, trompeur ou mensonger[1719]. Elle a aussi demandé que les fonds d'investissement qui indiquent dans leur nom qu'ils font certains types d'investissements, soient contraints d'investir au moins 80 % de leurs actifs en conséquence. Cette règle peut présenter un problème avec les fonds dits ESG, car en premier lieu il n'y a pas une unanimité dans le lexique utilisé (durable, verte, ESG, IRS, etc.) et en deuxième lieu les fonds n'utilisent pas les mêmes méthodes et indices pour mesurer les critères ESG. La SEC a aussi remarqué que pour appliquer la règle les fonds doivent voir les critères ESG comme un type d'investissement et non comme une stratégie d'investissement[1720].

1015. Un autre régulateur, le *US Department of Labor (DOL)*, qui a la compétence de réguler les fonds de pension américains, a signalé ne pas être d'accord avec la mise au premier plan des critères ESG. Il considère que les plans de retraites et ses fonds ne peuvent pas privilégier les critères ESG au détriment des bénéfices et intérêts financiers des participants[1721].

1016. Après le changement de gouvernement en 2021, le changement de politique se fait sentir et la SEC est prête à créer un cadre pour la régulation de la divulgation des informations extra financières. La présidente suppléante de la SEC, Allison Herren LEE a annoncé qu'elle considère que le climat et les critères ESG sont au centre des sujets importants de la SEC, car ce sont des sujets clés pour les investisseurs[1722]. Elle observe que le rôle fondamental de la

[1718] PALMER Heather, GREGORY Holly, WOOD Leonard, AUSTIN Sidley, « Emerging ESG Disclosure Trends Highlighted in GAO Report », Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020. En ligne https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/15/emerging-esg-disclosure-trends-highlighted-in-gao-report/
[1719] 17 CFR § 270.35d-1 et https://www.sec.gov/rules/other/2020/ic-33809.pdf.
[1720] BOFFO Riccardo et PATALANO Robert, «ESG Investing: Practices, Progress and Challenges», OECD, 2020, p. 61.
[1721]MATOS Pedro, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*, CFA Institute Research Foundation Literature Reviews, 2020, p. 12.
[1722] HERREN LEE Allison « A Climate for Change: Meeting Investor Demand for Climate and ESG Information at the SEC», 15 mars 2021, Washington, D.C..En ligne https://www.sec.gov/news/speech/lee-climate-change.

SEC est d'informer les investisseurs et que la divulgation volontaire ne permet pas à lui seul d'assurer le besoin d'information des investisseurs.

1017. En 2010, la SEC avait formulé un guide pour la divulgation d'information en rapport avec le changement climatique[1723], mais Allison Herren LEE a envisagé le lancement d'une information publique pour avoir l'avis des acteurs des marchés financiers[1724]. La possibilité d'une divulgation obligatoire ne fait pas l'unanimité. Les partisans d'une divulgation obligatoire mettent en avant que ce guide améliore la possibilité pour les investisseurs de comparer les entreprises sur l'aspect ESG, permettant de combattre le *greenwashing* ou éco blanchiment[1725] et améliorera la qualité de critères ESG[1726]. Mais les autres considèrent que c'est une menace pour la démocratie, car les investisseurs plus riches et les grandes sociétés dictent les règles morales et les politiques publiques[1727]. Les détracteurs de l'obligation de divulgation ont exprimé que la pression des investisseurs à travers les assemblées des actionnaires peut être considérée comme un autre moyen pour atteindre les objectifs ESG. De la même façon, les taxes sur la production de carbone ou la production, exportation ou importation de certains produits peuvent atteindre ces objectifs[1728]. Pour certains, le coût de la production de l'information de la part des entreprises et le coût du traitement de l'information de la part de la SEC remettent en cause la divulgation des critères ESG[1729].

1018. Pour la SEC la difficulté de rendre la divulgation des critères ESG obligatoire est due au fait que ces critères sont très larges et qu'ils concernent toutes les entreprises, mais pas

[1723]SEC, « Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change », 2010. En ligne https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf.
[1724]HERREN LEE Allison « A Climate for Change: Meeting Investor Demand for Climate and ESG Information at the SEC», 15 mars 2021, Washington, D.C. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/lee-climate-change.
[1725] Écoblanchiment est l'« *utilisation fallacieuse d'arguments faisant état de bonnes pratiques écologiques dans des opérations de marketing ou de communication. (On trouve aussi blanchiment vert, calque de l'anglais greenwashing.) » https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/%C3%A9coblanchiment/10910961.* Voir aussi GOLLIER Christian, « Les entreprises et la finance face à leurs responsabilités climatiques », Revue d'économie financière, vol. 138, nº 2, 2020, par. 18.
[1726] ROSE Amanda M., «A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure », Washington University Law Review, 2021, p. 8. En ligne https://ssrn.com/abstract=3805814.
[1727] WHIELDON Esther, « Political divide over mandatory ESG disclosures on display at US House hearing», 26 février 2021. En ligne https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/political-divide-over-mandatory-esg-disclosures-on-display-at-us-house-hearing-62899325.
[1728] PAUL Deborah L. et STANGE T. Eiko, « Tax and ESG», February 22, 2020, enlignehttps://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/22/tax-and-esg/.
[1729] ROSE Amanda M., *op. cit.,* p. 13.

de la même façon. Ils changent aussi selon le type d'industrie et la localisation géographique. C'est ainsi qu'il n'existe pas qu'une seule méthode qui englobe tous les critères[1730].

1019. En février 2021, le représentant Juan Vargas a introduit une proposition de loi pour une simplification dans la divulgation d'information extra-financière et la création du *Sustainable Finance Advisory Committee*[1731]. Elle a été adoptée par la Chambre des représentants et elle est en attente au Sénat. Le titre I de la proposition de loi s'appelle *ESG Disclosure Simplification Act of 2021* et elle donne à la SEC la compétence de demander une description précise de la vision de l'émetteur sur le lien entre les critères ESG et la stratégie commerciale à long terme de l'entreprise et la description de tout processus qui peut impacter les critères ESG dans la stratégie commerciale à long terme de l'entreprise[1732]. De plus la réforme introduit les critères ESG comme information matérielle dans les termes de la *Securities Exchange Act* et la *Securities Act*[1733].

1020. Aux États-Unis la mise en place d'une divulgation obligatoire est imminente, mais la mise en action de cette divulgation s'avère compliquée par la multiplicité des informations qui peuvent être considérées ESG importantes. Pour le moment la pression des investisseurs fonctionne comme un encouragement pour continuer à divulguer des informations. Le problème est que le cadre présenté par la proposition de loi est très large.

1021. La **France** a été un état précurseur dans la divulgation des critères EGS : la loi sur les nouvelles régulations économiques de 2001, dite NRE[1734], a imposé aux entreprises cotées à la Bourse française de faire la divulgation des informations sociales et environnementales et de gouvernance de leurs activités dans leur rapport annuel de gestion[1735]. En 2010, la loi portant sur l'engagement national pour l'environnement, dite Grenelle 2[1736] qui « *tient à*

[1730] COATES John, «ESG Disclosure – Keeping Pace with Developments Affecting Investors, Public Companies and the Capital Markets», Statement Published in Connection with Remarks at the 33rd Annual Tulane Corporate Law Institute, 11 mars 2021. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/coates-esg-disclosure-keeping-pace-031121#_ftnref1.
[1731] H.R.1187 - Corporate Governance Improvement and Investor Protection Act, 117th Congress (2021-2022).
[1732] *Ibidem.*
[1733]H.R.1187 - Corporate Governance Improvement and Investor Protection Act, 117th Congress (2021-2022). Title I, Sec 103 (b)(3).
[1734] Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.
[1735] Article 116 Loi relative aux nouvelles régulations économiques et BINET Pierre-Alix, « Finance durable : l'impulsion française », Bulletin Joly Bourse, 2021, p. 44.
[1736] Loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010.Voir aussi LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législation Investissement Socialement Responsable (ISR) ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p.106.

l'ambition globale… à savoir créer une nouvelle "économie écologique" »[1737] dans son article 225 a étendu les obligations de la loi NRE aux sociétés cotées de plus de 500 salariés et dont le bilan dépasse 100 millions d'euros et elle s'applique aux entreprises, cotées ou non cotées en bourse, ayant une présence physique en France[1738].

1022. La loi française sur la Transition énergétique pour la croissance verte (LTECV) du 17 août 2015 dans son article 173 opère une révolution, car c'est la première à demander la divulgation d'information extra financière[1739]. C'est ainsi que les sociétés de gestion de portefeuille et les investisseurs institutionnels communiquent de façon obligatoire sur la manière dont ils prennent en compte les objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs politiques d'investissement[1740]. Le décret d'application de la LTECV[1741] a indiqué les informations à fournir pour chacun des critères ESG[1742]. En France la divulgation de l'information est obligatoire contrairement aux États-Unis où le besoin de le rendre obligatoire est en train d'être discuté.

1023. L'article 173 de la LTECV inspire l'Union européenne pour les réglementations qu'elle a mis en place pour une transition écologique et une économie à faible émission carbone. La Commission européenne a lancé en 2018 un plan d'action pour financer la croissance durable. Le plan cherche à « *réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables en vue de parvenir à une croissance durable et inclusive ; gérer les risques financiers induits par le changement climatique, l'épuisement des ressources, la dégradation de l'environnement et les problématiques sociales ; et favoriser la transparence et une vision de long terme dans les activités économiques et financières* »[1743].

1024. Alors l'Union européenne promulgue un premier Règlement (UE) 2019/2088 du parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers qui vise une plus grande

[1737] SAUVE Jean-Marc « Que change la loi "Grenelle 2" ? », Discours du Vice-président du Conseil d'Etat du 1 octobre 2010. En ligne https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/que-change-la-loi-grenelle-2.
[1738] CRIFO, Patricia et REBERIOUX Antoine, « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? », Revue d'économie financière, vol. 117, n° 1, 2015, p. 206.
[1739] LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législation Investissement Socialement Responsable (ISR) ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p.107.
[1740] MOULIN Jean-Marc, « Commission européenne — Finance durable — Propositions législatives », Revue de Droit bancaire et financier, n° 4, 2018, parr.111. Voir aussi l'1article L. 523-22-1Code monétaire et financier.
[1741] Décret n° 2015-1850, 29 déc. 2015 : JO, 31 déc. 2015.
[1742] Article D. 533-16-1.-I. Partie réglementaire. Code monétaire et financier.
[1743] Commission européenne, Plan d'action : financer la croissance durable, 2018. En ligne https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN.

transparence des acteurs financiers envers les investisseurs afin d'éviter le *greenwashing* et d'harmoniser les règles et ainsi « *vise à réduire l'asymétrie de l'information dans le cadre de la relation entre mandants et mandataires pour ce qui est de l'intégration des risques en matière de durabilité* »[1744]. Le règlement exige l'évaluation permanente de risques durables dans les produits et leur demande de préciser quelles sont leurs politiques et les publier[1745]. En 2020, le Règlement (UE) 2020/852 du parlement européen et du conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le Règlement (UE) 2019/2088 a créé une classification des activités durables pour l'Union européenne[1746]. C'est ainsi que son premier article signale que le Règlement cherche à établir « *les critères permettant de déterminer si une activité économique est considérée comme durable sur le plan environnemental, aux fins de la détermination du degré de durabilité environnementale d'un investissement* »[1747]. À la différence du règlement du 27 novembre 2019, celui-ci pose les critères de durabilité environnementale des activités économiques. Ainsi pour considérer que l'activité d'une entreprise est en accord avec les critères établis elle doit adapter son activité ; elle doit protéger et utiliser d'une façon durable les ressources aquatiques et marines ; l'activité de l'entreprise doit assurer la transition vers une économie circulaire ; l'entreprise doit s'engager dans la prévention et la réduction de la pollution et la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes[1748].

1025. Le réglementa été fortement critiqué, car il n'est pas purement technique, comme l'auraient souhaité les ONGs environnementales, c'est-à-dire qu'il ne prend en compte dans sa taxonomie que les activités exclusivement vertes ne comportant pas de risques ENG ou

[1744]Considérant 10 du Règlement (UE) 2019/2088 du parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers et FRANÇOIS Bénédicte, « Finance durable et enjeux européens », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p.371.

[1745] LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législation Investissement Socialement Responsable (ISR) ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p.108 et FRANÇOIS Bénédicte, *op. cit.*, p.372 et MERCIER Virginie, « Quelle régulation pour les instruments de la finance durable ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p. 396.

[1746] CORNUT ST-PIERRE Pascale, « L'innovation financière au secours de l'environnement ? Perspectives juridiques sur les obligations vertes », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS éditions, 2020, p. 17.

[1747] Article 1.1 du Règlement (UE) 2020/852 du parlement européen et du conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le Règlement (UE) 2019/2088.

[1748] Article 9 du Règlement (UE) 2020/852 du parlement européen et du conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le Règlement (UE) 2019/2088.

d'émissions de carbone. Mais il a aussi une composante politique, car il s'agit d'un règlement qui négocie avec l'industrie et les pays concernés. Dans ce sens il cherche à créer une transition vers une économie verte et circulaire. Les pays nordiques, par exemple, ont pu inclure les énergies produites par le bois qui comportent un grand risque de déforestation. Les pays de l'Est de l'Europe ont pu faire la même chose avec le gaz naturel[1749].

1026. La France a aussi été pionnière dans la création de labels d'État dans le domaine de la finance durable[1750], mais la plupart des labels sont des labels privés utilisant des critères différents. C'est ainsi qu'à une fin d'harmonisation et surtout pour offrir une garantie plus forte, le ministère de l'Économie et des Finances a créé en 2016 le label ISR qui propose aux investisseurs de différencier les fonds d'investissement mettant en œuvre une méthodologie performante d'investissement socialement responsable (ISR)[1751]. Le ministère de la Transition écologique et solidaire a mis en place en 2019 le label Greenfin qui a la particularité d'exclure les fonds qui investissent dans des entreprises opérant dans le secteur nucléaire et les énergies fossiles[1752].

1027. L'AMF a fait de la finance durable un « axe structurant » de sa stratégie de supervision 2022 et elle a établi une feuille de route[1753]. C'est dans ce document qu'elle se positionne et définit son rôle face à la finance durable : protéger et accompagner les acteurs des marchés financiers en intégrant dans ses missions et activités des objectifs de la finance durable. En plus, elle doit réaliser une véritable surveillance de leurs activités pour s'assurer de leur concordance avec la finance durable. Aussi l'AMF assume un rôle de coopération face aux institutions européennes et autres régulateurs. Mais l'aspect le plus important de son rôle est la pédagogie vis-à-vis des épargnants[1754].

[1749] MOULIN Jean-Marc, « Premier acte délégué relatif à la taxinomie européenne des activités durables », Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, 2021, Comm. 86.
[1750] MERCIER Virginie, « Quelle régulation pour les instruments de la finance durable ? » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p. 393.
[1751] COUSTE Grégoire et MARCIER Virginie, « Le label porté par les pouvoirs publics donnerait un nouveau gage de crédibilité à l'ISR », Bulletin Joly Bourse, nº 09, p.430, LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législations Investissement Socialement Responsable (ISR) ?, in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p. 108. Voir aussi Label ISR, en ligne https://www.lelabelisr.fr/quest-ce-que-lisr/.
[1752] Ministère de la transition écologique, Le label Greenfin, 2022. En ligne https://www.ecologie.gouv.fr/label-greenfin.
[1753] AMF, « Finance durable : Quel Rôle pour Le Régulateur ? Feuille de Route AMF », 2018, p. 7.
[1754] *Ibidem*, p. 8.

1028. Pour cela, elle a créé une doctrine pour la divulgation des informations extra financières, car il existe une diversité des approches extra financières qui exercent une influence dans les discours commerciaux utilisés qui peuvent conduire à un *greenwashing*. En effet l'AMF a défini plusieurs principes généraux afin de préciser le caractère clair, exact et non trompeur de l'information communiquée[1755]. C'est ainsi qu'elle assume son rôle de protectrice de l'épargne en créant un équilibre entre la réalité et les informations données aux investisseurs.

1029. La loi PACTE a apporté son soutien à la finance durable en demandant aux assureurs et aux conseillers financiers de proposer un produit labellisé pour chaque produit d'assurance en unité de comptes[1756]. Elle a aussi réformé le Code civil pour que les entreprises prennent en compte les enjeux environnementaux et sociaux dans la gestion de leurs activités[1757].

1030. L'AMF, pour faire face aux challenges de la finance durable, a créé une Commission climat et finance durable. Cette commission joue un rôle d'aide envers l'AMF dans les sujets liées à la finance durable. Elle peut, entre autres, émettre des recommandations à l'AMF, réaliser des tables de travail.

1031. Le **Costa Rica**, pour sa part, a un engagement pour la protection de l'environnement qui date de 1973 avec la *Ley general de salud*, loi qui régule les émissions de carbone dans l'atmosphère[1758]. Le cadre normatif du Costa Rica a pris en compte de cette façon le changement climatique et il en a fait un de ses étendards le plus important. La Constitution politique du pays garantit aussi, depuis la réforme de 1994, le fait que toute

[1755] AMF, Position recommandation AMF — DOC-2020-03 - Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extra financières, 2020, p.10. En ligne chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fdoctrine%2FPosition%2FInformations%2520a%2520fournir%2520par%2520les%2520placements%2520collectifs%2520integrant%2520des%2520approches%2520extra-financieres.pdf&clen=476380&chunk=true

[1756] MERCIER Virginie, « Quelle régulation pour les instruments de la finance durable ? » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p. 394.

[1757] BINET Pierre-Alix, « Finance durable : l'impulsion française », Bulletin Joly Bourse, 2021, p. 45. Voir aussi l'article 169 Loi PACTE.

[1758] Article 293 et ss. Ley general de salud.

personne a le droit à un environnement sain et écologiquement équilibré[1759] et la *Ley orgánica del ambiente* de 1995 considère que l'environnement est un patrimoine commun à tous les habitants. Elle propose l'utilisation rationnelle de l'environnement et le principe de responsabilité environnementale[1760].

1032. Le pays a été nommé « *Champion de la Terre* » des Nations Unies en 2019[1761] pour son rôle de pionnier dans la lutte contre le changement climatique, car il a établi un plan visant à décarboner son économie. Conformément à l'Accord de Paris, 98% de l'énergie du pays est produite par des sources renouvelables et 25 % de son territoire sont des zones protégées. Au niveau national le pays a établi un *Plan de Descarbonización-Descarbonicemos Costa Rica, Compromiso País 2018-2050*[1762] pour l'exécution des objectifs du Programme de développement durable à l'horizon 2030 des Nations Unies et de l'Accord de Paris. Ce plan propose 8 stratégies pour le changement et la quatrième est la stratégie pour le financement et l'attractivité des investissements pour la transformation. Elle permet le financement, avec des fonds publics et privés, dans des entreprises de projets portant sur des sujets sociaux et environnementaux.

1033. La Bourse nationale de valeurs a établi les principes pour l'émission des obligations vertes et sociales en alignement avec les principes de *l'International Capital Market Association* (ICMA). La Bourse a aussi créé un guide pour la présentation des rapports de durabilité et pour la divulgation des informations extra financières[1763]. Mais elle a aussi promu une économie durable par l'adoption volontaire dans le Sommet de l'économie verte en 2018 des principes d'économie verte par 60 entreprises costariciennes. Ces principes sont : une économie à faibles émissions de carbone, la protection de l'environnement à travers

---

[1759] «*El Estado procurará el mayor bienestar a todos los habitantes del país, organizando y estimulando la producción y el más adecuado reparto de la riqueza. Toda persona tiene derecho a un ambiente sano y ecológicamente equilibrado. Por ello, está legitimada para denunciar los actos que infrinjan ese derecho y para reclamar la reparación del daño causado. El Estado garantizará, defenderá y preservará ese derecho. La ley determinará las responsabilidades y las sanciones correspondientes. Toda persona tiene el derecho humano, básico e irrenunciable de acceso al agua potable, como bien esencial para la vida. El agua es un bien de la nación, indispensable para proteger tal derecho humano. Su uso, protección, sostenibilidad, conservación y explotación se regirá por lo que establezca la ley que se creará para estos efectos y tendrá prioridad el abastecimiento de agua potable para consumo de las personas y las poblaciones»* Article 50 Constitución Política de la República de Costa Rica.

[1760] Article 2 Ley Orgánica del Ambiente.

[1761] UN, Costa Rica recibe máximo galardón ambiental de la ONU por su liderazgo en la lucha contra el cambio climático, Comunicado de prensa, 2019. En ligne https://www.unep.org/es/noticias-y-reportajes/comunicado-de-prensa/costa-rica-recibe-maximo-galardon-ambiental-de-la-onu.

[1762] Plan de Nacional de décarbonización. En ligne https://cambioclimatico.go.cr/plan-nacional-de-descarbonizacion/.

[1763] SUGEVAL, Emisiones temáticas. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/emisiones-temáticas/antecedentes-emisiones-temáticas.

des investissements durables et de bonnes pratiques de gouvernance, la transparence par la publication des rapports de durabilité, le partage de connaissances sur un développement durable[1764].

1034. Dans l'intérêt de la transparence et pour favoriser une bonne prise de décisions de la part des investisseurs, le CONASSIF[1765] a reformé en 2020 le *Reglamento de Oferta Pública de Valores*, le *Reglamento sobre Financiamiento de Proyectos de Infraestructura*, le *Reglamento sobre procesos de titularización* et le *Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión*[1766] . L'objectif est de rendre publiques pour les investisseurs les informations additionnelles sur les projets à financer avec des émissions dites vertes. En plus, il a établi un cadre commun de règles pour cette partie du marché pour éviter l'opposition de critères. C'est avec la modification des règlements que le CONASSIF donne sécurité juridique aux acteurs du marché sur les exigences et divulgations nécessaires pour les produits durables. C'est avec une méthodologie différente de celle de la France que le Costa Rica a rendu obligatoire la divulgation des informations extra financières, mais elle porte exclusivement sur les produits qui sont considérés comme durables ou verts.

1035. Le CONASSIF a opté pour la participation d'un tiers indépendant des émetteurs pour certifier que les produits proposés soient conformes avec les critères ESG et qu'ils puissent être qualifiés comme verts, durables ou sociaux. Le rapport indépendant est annexé au prospectus et publié dans le site web de l'émetteur[1767]. C'est la SUGEVAL qui est chargée de vérifier les informations avant l'inscription des émissions. Elle reconnait les standards durables de *l'International Capital Market Association* (ICMA), du *Climate Bonds Initiative*, les SDGs, et les 25 actions suggérées par l'OECD[1768].

1036. Au Costa Rica les obligations vertes sont en croissance. En 2016, le conglomérat de la Banque Nationale a lancé la première émission des obligations. La Bourse nationale de valeurs a établi un label vert et les fonds rassemblés doivent financer des projets verts

[1764] Bolsa Nacional de Valores, Convenio de Cooperación con la Asociación Costa Rica por Siempre. En ligne https://www.bolsacr.com/empresas/alianzas.
[1765] Le CONASSIF a le pouvoir réglementaire et la SUGEVAL a un pouvoir de proposition.
[1766] Reforma Reglamento de Oferta Pública de Valores, Reglamento sobre Financiamiento de Proyectos de Infraestructura, Reglamento sobre procesos de titularización y Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
[1767] Article 17 et 18 du Reglamento de Oferta Pública de Valores.
[1768] SUGEVAL, Información adicional emisiones temáticas. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/emisiones-temáticas/información-adicional.

(énergies renouvelables, efficience énergétique, transports verts, prévention de la pollution, gestion durable de ressources naturelles, conservation et gestion durable de l'eau)[1769].

1037. Les trois régulateurs analysés ont des méthodologies différentes pour affronter les risques climatiques. Les États-Unis, bien qu'étant le berceau de l'investissement socialement responsable, n'ont pas établi la divulgation obligatoire des informations extra financières. La France et le Costa Rica ont mis en place une divulgation obligatoire, mais à différents degrés, la France pour toutes les émissions et le Costa Rica pour les émissions qui veulent être qualifiées de vertes.

1038. Les défis de la régulation des informations financières se heurtent aux critiques concernant la disparité des informations. Comme nous l'avons signalé, il existe plusieurs critères ESG et ces critères varient d'un créateur de standards à un autre. Cela représente un challenge pour les investisseurs au moment de prendre une décision d'investissement. Mais il s'agit aussi d'un problème pour les régulateurs, surtout ceux qui n'ont pas établi de critères propres, comme la SEC ou la SUGEVAL. Pour l'AMF, une avance signifiante s'est achevée avec le règlement de taxonomie européen. Il s'agit maintenant de requérir une harmonisation et une définition communes.

1039. Un autre challenge pour les régulateurs est la quantité et la qualité des informations traitées avec les mêmes ressources, ainsi que la possibilité de mesurer et de comparer l'information que les investisseurs reçoivent de la part des émetteurs. C'est-à-dire que les régulateurs doivent assurer le cadre réglementaire, la compliance et les sanctions si les émetteurs ne remplissent pas leurs devoirs par rapport à la divulgation des informations extra financières[1770]. Le pouvoir de mesurer les critères extra financiers est un obstacle, car il existe encore des métriques et notions très diverses[1771].

[1769] Bolsa Nacional de Valores, Bonos Verdes. En ligne https://www.bolsacr.com/empresas/bonos-verdes-0.
[1770] ROSE Amanda M., «A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure», Washington University Law Review, 2021, p. 29. En ligne https://ssrn.com/abstract=3805814
[1771] COLLETTE Matthieu, « Finance durable et collectivités locales : du développement des obligations labellisées à la prise en compte des critères ESG dans l'analyse crédit », Revue française de finances publiques, n° 148, 2019, p. 245.

1040. Le défi pour le régulateur dans la régulation de la finance durable est d'harmoniser dans la transparence[1772] pour protéger les investisseurs, mais aussi de prendre en compte les particularités de chaque industrie pour que leurs affaires continuent à être viables. C'est le régulateur européen qui a pris les devants dans cette entreprise. Puisqu'il s'agit d'un champ nouveau dans le domaine de la régulation des marchés financiers le rôle du régulateur sera de remplir les lacunes, mais surtout d'éduquer dans un premier temps dans un but de transparence.

Conclusion du Chapitre I

1041. La multiplication de solutions est apparue quand les autorités de régulation ont fait face aux obstacles révélés par la crise de 2007/2008. Mais d'autres impératifs ont également joué : un besoin accru de protection des investisseurs et une prévention réelle des risques. La confiance des investisseurs est indispensable pour le bon fonctionnement des marchés financiers, pour cela leur protection est recherchée et les investisseurs demandent des garanties de protection.

1042. Les pays étudiés ont des options différentes. Les États-Unis ont cherché à assurer cette protection avec la création de nouvelles institutions, comme le CFPB, l'OIA et l'IAC qui défendent les intérêts des investisseurs auprès des régulateurs, opérateurs et pouvoirs publics. La France et le Costa Rica ont utilisé une autre stratégie : connaitre l'investisseur, ainsi les opérateurs sont obligés de proposer un conseil et des produits adaptés au niveau de connaissance du marché de l'investisseur.

1043. Mais les solutions que les autorités de régulation apportent sont aussi destinées à répondre aux défis climatiques, sociaux et de gouvernance qui ont pris une place importante dans la société en raison des effets nocifs que ces défis ont sur la planète. En conséquence, l'urgence climatique s'est invitée dans les marchés financiers, car aujourd'hui le profit économique pour le profit économique n'est plus suffisant et les investisseurs veulent de plus en plus investir dans des entreprises et des produits qui sont en accord avec leurs principes de

[1772] FRANÇOIS Bénédicte, « Finance durable et enjeux européens », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine, *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS Éditions, 2020, p.356 et MERCIER Virginie, « Quelle régulation pour les instruments de la finance durable ? » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées,* IRJS Éditions, 2020, p. 398.

protection de la planète. Les critères ESG sont presque aussi importants que les critères de la santé financière d'une entreprise et que les rendements d'un produit. Ainsi la divulgation obligatoire des critères ESG est une solution à l'exigence d'une finance durable.

CHAPITRE II : LE MODÈLE DE RÉGULATION : DE LA SIMPLIFICATION A L'ADAPTATION

1044. Le modèle de régulation doit s'adapter pour suivre les tendances et la vitesse de changement des marchés financiers. Les opérateurs sont en constante évolution. Ils développent des nouvelles techniques et innovent pour éviter la régulation, pour cela les autorités régulation doivent s'ajuster et simplifier leur technique pour faire face à ces nouveaux défis. La simplification et l'adaptation sont des instruments qui aident les autorités de régulation à faire face aux changements.

1045. Les autorités de régulation cherchent à simplifier leurs stratégies de régulation en s'appuyant sur de nouveaux instruments et outils qui sont mis à leur disposition (Section 1). Nous proposons aussi un modèle de régulation plus adapté pour les autorités de régulation pour qu'elles puissent réaliser d'une forme efficace la régulation des marchés financiers (Section 2).

Section 1. Une simplification des stratégies de régulation

1046. La simplification de la régulation n'est pas une activité aisée. Les entraves juridiques que les régulateurs affrontent ainsi que le manque de ressources compliquent leurs tâches. Malgré cela, de nouvelles stratégies apparaissent dans les marchés financiers et elles sont la clé d'une simplification de la régulation.

1047. Celle-ci doit être comprise non pas comme la simple diminution de règles ou lois, mais comme l'idée de rendre la fonction de régulation plus efficace. À cette fin, les régulateurs utilisent les outils et techniques comme l'intelligence artificielle (sous-section 1) et de nouvelles techniques, comme la compliance (sous-section 2).

Sous-section 1. L'intelligence artificielle au service du régulateur

1048. Les innovations technologiques ont fait massivement irruption dans les marchés financiers en permettant l'automatisation de la finance. Ils ont ainsi augmenté les capacités des opérateurs par rapport aux techniques traditionnelles d'investissement. Les innovations ont aussi minimisé les coûts des services et des produits, comme nous l'avons vu avec la négociation à haute fréquence[1773].

1049. L'intelligence artificielle est une notion utilisée depuis 1956 par John McCarthy qui l'a définie comme le fait qu'un ordinateur réussisse des opérations impliquant l'intelligence humaine telles que le raisonnement, l'apprentissage, l'auto-amélioration[1774]. Elle a des applications dans plusieurs domaines comme dans le droit avec les *legal tech*, ou, par exemple, dans des systèmes experts qui peuvent être appliqués dans la gestion de contrats[1775].

[1773] CASTANET Claire et PLANES Camille « Finance et intelligence artificielle : une révolution en marche », Enjeux numériques Annales des Mines, 2018, p. 15. Voir supra section 1 L'encadrement de la négociation automatisée à haute fréquence.

[1774] MARTY Frédéric, « Algorithmes de prix, intelligence artificielle et équilibres collusifs », RIDE, 2017, p 97, PRADHAN Prajakta, « Towards Intelligent Regulation of AI », University of San Francisco Law Review Forum, 55, 2021, p. 1. FINRA, « Artificial Intelligence (AI) in the Securities Industry», Report, 2020, p. 2. En ligne https://www.finra.org/sites/default/files/2020-06/ai-report-061020.pdf.

[1775] BARTHE Emmanuel, *«* L'intelligence artificielle et *le droit »,* I2D – Information, données & documents, vol. 54, n° 2, 2017, p. 23 et 24.

1050. L'intelligence artificielle et ses applications telles que le *maching learning*, « *une technique d'apprentissage automatique* »[1776] ou les *big data* qui est une technologie « *dédiée à l'analyse de très grands volumes de données informatiques* »[1777]. Ce sont des innovations qui ont été adoptées dans le monde de la finance et dans tous ses métiers. Les banques, les opérateurs, les investisseurs spécialisés et les régulateurs ont recours à ces technologies pour améliorer leurs performances. Ces techniques ont été « *utiles en matière de connaissance client, d'allocation d'actifs, de détection de blanchiment et de transactions illégales, de gestion des risques, ou d'amélioration des processus internes* »[1778]. Comme l'a signalé Tom C. W. Lin nous ne sommes qu'au début de l'ère de l'intelligence artificielle[1779].

1051. Grâce à une approche algorithmique des besoins, l'intelligence artificielle, les *big data* et *robo advisors*[1780] ont entrainé une baisse des coûts et un gain de temps dans la collecte des informations par les opérateurs financiers. Ces derniers ont également progressé dans leurs activités de conseil, car les algorithmes ont permis que les investissements proposés soient plus adaptés aux clients[1781]. Ils ont su profiter des multiples applications de l'intelligence artificielle dans la finance pour améliorer leurs techniques et leurs profits. L'intelligence artificielle ne repose pas sur la rapidité comme la négociation automatisée à haute fréquence, mais sur la mise en évidence de détails plus subtils extraits d'une masse de données complexes et dans leur analyse afin de permettre les prises de décisions les plus pertinentes[1782].

1052. L'encadrement national et international de ces technologies est nouveau et les pays s'interrogent sur la meilleure manière de les réguler. En effet, il existe des craintes par rapport à l'utilisation de l'intelligence artificielle, son impact sur les droits fondamentaux, la

---

[1776] VIAUT Laura, « Responsabilité et intelligence artificielle », Petites affiches, n°16, 2021, p. 9 et RICARD Louis-Nicolas, « Rapport des autorités européennes de supervision sur le Big Data », Revue de Droit bancaire et financier n° 3, 2018, alerte 62.

[1777] Dictionnaire Larousse, Big Data. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/big_data/10911026#:~:text=Domaine%20technologique%20dédié%20à%20l,%20ces%20grands%20volumes%20de%20données.

[1778] HURLIN Christophe et PERIGNON Christophe, « Machine learning et nouvelles sources de données pour le scoring de crédit », Revue d'économie financière, vol. 135, n° 3, 2019, p. 21.

[1779] LIN, Tom C. W., « Artificial Intelligence, Finance, and the Law», Fordham Law Review, vol. 88, n° 2, 2019, p. 532.

[1780] Robot conseillers sont des plateformes de conseil en investissement automatisées.

[1781] CAELAINN Carney, «Robo-Advisers and the Suitability Requirement: How They Fit in the Regulatory Framework », Columbia Business Law Review, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 614.

[1782] RASPILLER Sébastien et ROGNETTA Jean, « Intelligence artificielle et finance : les nouveaux enjeux réglementaires » in Intelligence artificielle : jusqu'où les machines peuvent-elles assister les financiers ?, Banque & Stratégie, n° 36, 2017. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/intelligence-artificielle-finance-les-nouveaux-enj.

cyber sécurité, l'utilisation éthique de cette technologie et la responsabilité en cas de problèmes.

1053. Les principes d'Asilomar ont été développés en 2017 par des experts qui s'inquiètent des dérives possibles dans l'utilisation de l'intelligence artificielle et qui cherchent une intelligence artificielle bienveillante[1783]. Il s'agit de 23 principes qui visent à guider le développement des algorithmes et de l'intelligence artificielle en général. Ils sont divisés en plusieurs sections : recherche, valeurs, éthique et questions à long terme. Les principes de la recherche tentent de développer une intelligence artificielle bénéfique qui soit plus sûre et transparente. Les valeurs et principes éthiques visent la sûreté des systèmes, la responsabilité des créateurs. L'intelligence artificielle doit être conçue pour être alignée avec les valeurs et comportements humains dans son fonctionnement. En cas d'échec il est nécessaire d'en connaître les causes. L'intelligence artificielle doit être compatible avec la dignité, les libertés fondamentales et la diversité culturelle. L'intelligence artificielle doit être aussi un instrument de partage de bénéfices et de prospérité. Son utilisation comme une arme létale autonome doit être évitée. Ces inquiétudes sont l'objet de questions à long terme qui cherchent à anticiper les risques qui découlent des capacités de l'intelligence artificielle afin de faire de la prévention et de limiter ses risques[1784].

1054. Les régulateurs cherchent généralement à atteindre une neutralité technologique en permettant ainsi aux acteurs des marchés financiers de choisir la technologie la plus adaptée à leurs besoins. Ils ont donc établi des règles pour protéger les investisseurs.

1055. Aux **États-Unis**, la SEC ne régule pas des innovations financières, mais l'utilisation des nouvelles technologies dans les marchés financiers. En 2017, elle a proposé un guide pour les *robo advisors* afin de les orienter dans leur obligation fiduciaire en tant que conseillers d'investissement financier en raison de l'*Investment Advisers Act*. Les *robo advisors* doivent divulguer à leurs clients tous les faits nécessaires pour réaliser l'investissement, comme les limitations d'un algorithme. Ils doivent aussi créer une procédure

[1783] Les principes de l'intelligence artificielle d'Asilomar ont été inventés lors d'une conférence qui s'est tenue à l'Asilomar Conference Ground à Pacific Grove, en Californie, en janvier 2017, au même endroit où un ensemble de valeurs analogue a été accepté en février 1975 en référence à la biotechnologie, par un groupe de scientifiques menés par Paul Berg prix Nobel de chimie en 1980. La conférence de 2017 était organisée par le Future of Life Institute qui est une organisation à but non lucratif fondée en 2014. Voir aussi FORBES Kelly, « Opening the path to ethics in artificial intelligence», *AI Ethics* 1, 2021, p. 297. En ligne https://doi.org/10.1007/s43681-020-00031- et FLORIDI Luciano et COWLS Josh, « Unified Framework of Five Principles for AI in Society», Harvard Data Science Review, 2019, parr 3. En ligne https://hdsr.mitpress.mit.edu/pub/l0jsh9d1.
[1784]The Future of Life Institute, Asilomar AI Principles. En ligne https://futureoflife.org/ai-principles/.

pour ne pas les tromper. Ils ont également l'obligation de recueillir des informations de leurs clients pour prodiguer des conseils plus adaptés. Finalement, les *robo advisors* doivent avoir un système de compliance pour s'assurer du bon fonctionnement des algorithmes[1785].

1056. La SEC a réformé son Règlement S-K[1786], sur la divulgation de risques en 2019 pour demander aux entreprises de communiquer des informations sur les risques matériels. Cela permet aux entreprises qui utilisent l'intelligence artificielle de communiquer des informations plus précises qui aident les investisseurs en montrant des champs qui ont besoin de plus de surveillance[1787].

1057. La SEC ne régule pas seulement l'utilisation des nouvelles technologies par les opérateurs des marchés financiers, mais elle les utilise aussi. Depuis longtemps la SEC a conçu des systèmes de *big data* pour appuyer son action. C'est ainsi qu'en 2009 la SEC a créé la *Division of Economic and Risk Analysis* DERA[1788], en 2010 elle a créé *l'Office of Market Intelligence* OMI qui va collecter et analyser les informations sur de possibles violations transférées par les organisations d'autorégulation[1789]. La SEC a aussi mis en place le *Consolidated Audit Trail* (CAT) en raison du *flash crash* expérimenté en 2010 avec la négociation à haute fréquence. Le CAT fonctionne en surveillant les ordres donnés et en surveillant le courtier qui les a gérés[1790]. Elle a établi en 2012 la règle 613 qui ordonne aux bourses et SROs[1791] de créer un programme pour une surveillance consolidée des marchés financiers, mais sa mise en place a été compromise en raison du manque de moyens[1792].

1058. Autre système mis en place par la SEC, le *Market Information Data Analytics System* (MIDAS) qui cherche la transparence dans l'analyse des tendances et des crashes. Le système collecte tous les jours une grande quantité d'informations. Normalement seuls les

---

[1785] SEC, SEC Staff Issues Guidance Update and Investor Bulletin on Robo-Advisers, Press Release, 2017. En ligne https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-52.html.
[1786] Un ensemble de règles qui définissent les exigences de divulgation détaillées (autres que les états financiers) applicables aux déclarations d'enregistrement, aux rapports périodiques, aux procurations et aux autres documents déposés en raison de la Securities Act et de l'Exchange Act. Les formulaires SEC eux-mêmes (par exemple, le formulaire S-1 ou le formulaire 10-K) font référence à des éléments spécifiques du Règlement S-K.
[1787] SEC, Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105, 2019. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/33-10668.pdf.
[1788] The Division of Economic and Risk Analysis. En ligne https://www.sec.gov/dera.
[1789] COHEN Robert A. et GUO Angela W., « The Sec and Finra's use of Big Data in investigations. . . and the implications for defense counsel», The Review of Banking & Financial Services, vol. 53, n°. 1, 2020, p. 126.
[1790] CRABB John, «PRIMER: The Consolidated Audit Trail International» Financial Law Review, 2019. En ligne http://search-ebscohost.com.gorgone.univ-toulouse.fr/login.aspx?direct=true&db=bsu&AN=135990331&site=ehost-live.
[1791] Rule 613 (Consolidated Audit Trail).
[1792] CLAYTON Jay, « Consolidated Audit Trail: Focus on Effective Implementation Puts CAT on Track », 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-consolidated-audit-trail-2020-12-16.

participants les plus sophistiqués du marché ont accès à toute l'information et ont la possibilité de la traiter. Cependant, MIDAS dispose d'un site web qui aide les acteurs les moins expérimentés à parcourir les tendances et les éléments clés du marché. La SEC a mis en place plusieurs systèmes et mécanismes pour se servir de l'intelligence artificielle, *maching learning* et le big data pour l'évaluation du risque[1793]. De cette façon elle se sert des technologies pour améliorer sa performance et l'efficacité de sa régulation. Mais les systèmes développés sont mis aussi au service des investisseurs pour optimiser leur compression du marché[1794].

1059. Le *Strategic Hub for Innovation and Financial Technology* (FinHub) a été créé en 2018[1795]. Il s'agit d'un portail avec les activités développées par les divisions de la SEC qui joue un rôle de coordonnateur de la surveillance. C'est une réponse de la SEC aux technologies émergentes (crypto assets, *distributes ledger technology*, *robo advisors*, *intelligence artificielle, maching learning*, etc.)[1796]. En 2020, le FinHub est devenu un bureau dans la SEC pour faciliter la surveillance, le contrôle et la mise en place des nouvelles technologies pour l'amélioration des marchés financiers[1797].

1060. Les applications de l'intelligence artificielle, comme les analyses de données ont permis à la SEC de devenir proactive dans la sanction de conduites irrégulières. L'analyse de données par l'intelligence artificielle lui a permis avec peu de personnel de trouver des tendances d'actions frauduleuses. Par exemple le *Corporate Issuer Risk Assessment*, CIRA, a identifié des dissimulations dans les informations divulguées par les entreprises. C'est ainsi que cette méthode s'avère plus prolifique que le renvoi de cas par les lanceurs d'alerte, autres départements de la SEC ou les SROs[1798].

[1793] BAUGUESS Scott W., «The Role of Big Data, Machine Learning, and AI in Assessing Risks: A Regulatory Perspective », 2017. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/bauguess-big-data-ai.

[1794] Le système permet d'analyser les données d'une forme segmentée en bénéficiant de sa compression. SEC, Market Activity Report Methodology. En ligne https://www.sec.gov/marketstructure/market-activity-report-methodology.

[1795] SEC, « SEC Launches New Strategic Hub for Innovation and Financial Technology », SEC Press Rel. n° 2018-240, 2018. En ligne https://www.sec.gov/news/pressrelease/2018-240.

[1796] BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas, VEIDT Robin et ZETZSCHE Dirk, «Building Fintech Ecosystems: Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and beyond », Washington University Journal of Law & Policy, vol. 61, 2020, p. 75.

[1797]SEC, «SEC Announces Office Focused on Innovation and Financial Technology FinHub Specialized Unit to Become Stand-Alone Office», », SEC Press Release n° 2020-303, 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2020-303.

[1798] GRAY Elizabeth P. et FATA Catherine E., « The SEC's use of Big Data in the next decade: Where are we now?», Dimensions, nº1, 2020, p. 3.

1061. Les bénéfices de l'utilisation de l'intelligence artificielle dans les marchés financiers sont évidents, mais elle a aussi des inconvénients sur l'utilisation discriminatoire, frauduleuse, injuste et immorale de l'intelligence artificielle comme l'a signalé la FINRA dans son rapport de 2020[1799]. Cependant, les lois des marchés financiers n'ont pas été réformées pour la régulation directe de l'intelligence artificielle et malgré cela la SEC a su s'adapter en utilisant les règles déjà établies pour assurer la protection des investisseurs. Par exemple, la SEC a sanctionné BlueCrest en appliquant l'*Investment Advisers Act* en raison de l'utilisation des informations par l'intelligence artificielle ou d'un algorithme sans en avoir informé les investisseurs à l'avance, car cela aurait permis l'identification des conflits d'intérêts[1800].

1062. En **France,** l'intelligence artificielle est régulée, mais pas d'une façon explicite. La section sur la négociation automatisée à haute fréquence nous a permis d'expliquer que les entreprises ont une obligation légale de gouvernance des algorithmes utilisés. Quant aux *robo advisors* ils sont assujettis aux règles correspondant aux conseillers financiers. C'est ainsi que pour le législateur édicter une loi sur l'intelligence artificielle en soi n'était pas une nécessité[1801].

1063. L'AMF a, comme la SEC, une division dédiée aux innovations technologiques. En 2016, la division Fintech, innovation et compétitivité (FIC) a été créée pour identifier des nouveaux sujets importants dans ces champs et analyser les risques pour les investisseurs et le régulateur. Elle peut conseiller un changement de réglementation, un positionnement de l'AMF ou l'adaptation de la doctrine[1802]. Elle a aussi une mission pédagogique non seulement envers les investisseurs, mais aussi envers les nouveaux opérateurs qui veulent se lancer dans un projet de financement participatif, une levée de fonds ou autre dans les Fintech[1803].

[1799] FINRA, «Artificial Intelligence (AI) in the Securities Industry », Rapport, 2020, p. 11. En ligne https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/fintech/report/artificial-intelligence-in-the-securities-industry

[1800] SEC, Order Release n° 10896, 2020. En ligne https://www.sec.gov/litigation/admin/2020/33-10896.pdf

[1801] MARTIAL-BRAZ Nathalie, « L'intelligence artificielle bientôt régulée. L'incidence du AI Act dans le secteur financier », Revue de droit bancaire et financier, n° 3, 2021, comm. 81.

[1802] AMF, L'AMF annonce la création d'une division Fintech, innovation et compétitivité et la nomination de Franck Guiader à sa tête, 2016. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-annonce-la-creation-dune-division-fintech-innovation-et-competitivite-et-la-nomination-de.

[1803] BRANELLEC Gurvan et LEE Ji-Yong, « Le choix du modèle de régulation des Fintech : entre sandbox et soundbox », Revue d'économie financière, vol. 136, n° 4, 2019, p. 402.

1064. En 2020, la Commission européenne a lancé un livre blanc pour l'intelligence artificielle[1804] qui est la base du règlement proposé en avril 2021 pour réguler l'intelligence artificielle[1805]. Le règlement a comme objectif de remédier aux difficultés posées par « *l'opacité, la complexité, les biais, le degré relatif d'imprévisibilité et le comportement partiellement autonome de certains systèmes d'IA* »[1806]. Il s'agit d'un Règlement général dont « *le principe est de prévoir des mesures différenciées suivant le niveau de risque* »[1807]. Le règlement n'a pas pour objectif d'ajouter des obligations quand il existe un cadre juridique obligatoire[1808], il cherche à le complémenter entre autres par l'exigence de codes de conduite et d'une gouvernance des algorithmes. Pour l'instant il s'agit d'une proposition législative qui peut être modifiée.

1065. Pour sa part, l'AMF a adopté comme la SEC l'utilisation du *big data* dans son fonctionnement. L'intelligence artificielle est pour l'AMF un instrument qui lui permet d'être efficace dans la détection de la fraude ou des mauvaises conduites. Depuis 2017, l'AMF a développé une plateforme basée sur le Big Data, ICY (prononcez « I see why... »)[1809] qui permet au personnel de l'AMF d'analyser le grand volume d'informations générées par les opérateurs financiers dans leurs rapports[1810]. La plateforme donne aussi la possibilité d'appliquer le *maching learning pour* alerter l'AMF en cas d'abus du marché[1811]. L'AMF a intégré en 2020 à la plateforme ICY les données obtenues du *reporting* ordonné par le règlement européen sur les opérations de financement sur titres (SFTR)[1812].

[1804] Commission européenne, « Livre blanc. Intelligence artificielle : Une approche européenne axée sur l'excellence et la confiance », 2020. En ligne https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/commission-white-paper-artificial-intelligence-feb2020_fr.pdf.

[1805] Commission européenne « Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles harmonisées concernant l'intelligence artificielle (législation sur l'intelligence artificielle) et modifiant certains actes législatifs de l'Union ». En ligne https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0206&from=EN.

[1806] Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles harmonisées concernant l'intelligence artificielle (législation sur l'intelligence artificielle) et modifiant certains actes législatifs de l'union.

[1807] ARCHAMBAULT Laurent et MURRAY Daphné, « Vers une intelligence artificielle "éthique" : objectifs et enjeux de la stratégie européenne en préparation », Gazette du Palais, n° 21,2021, p.10.

[1808] MARTIAL-BRAZ Nathalie, « L'intelligence artificielle bientôt régulée. L'incidence du AI Act dans le secteur financier », Revue de droit bancaire et financier, n° 3, 2021, comm. 81

[1809] AMF, L'AMF modernise son outil de surveillance pour des marchés sûrs et transparents, 2017. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-modernise-son-outil-de-surveillance-pour-des-marches-surs-et-transparents.

[1810] AMF, « Intelligence artificielle et Big Data, une réalité à l'AMF », 2020. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/intelligence-artificielle-et-big-data-une-realite-lamf.

[1811] *Ibidem.*

[1812] AMF, « L'Autorité des marchés financiers dévoile ses priorités pour 2020 », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 3, 2020, act. 37.

1066. Au **Costa Rica**, la taille du marché financier ne permet pas que la régulation de l'intelligence artificielle puisse être d'actualité. La mise en place de cette technologie dans l'exploitation du marché et la prestation de services serait avantageuse pour le pays, car elle permettrait un plus grand accès à ces services à un autre type d'investisseurs. La SUGEVAL a un plan de transformation digital pour 2021 dans lequel elle veut introduire dans son fonctionnement l'intelligence artificielle sous la forme du *maching learning* pour l'analyse de données[1813].

1067. L'intelligence artificielle est une source d'avantages pour les participants du marché et un challenge pour le régulateur. Il doit gérer les aspects éthiques, les risques et la responsabilité qui émanent de son utilisation. L'intelligence artificielle en soi ne peut pas être régulée, mais il est possible de réguler ses applications. Pour ce faire, la transparence dans la création et la compréhension des algorithmes est fondamentale. Les régulateurs doivent s'assurer qu'une véritable gouvernance des algorithmes est mise en place par les opérateurs financiers afin de protéger les investisseurs. C'est ainsi que l'adoption de ces nouvelles technologies par les régulateurs allège leur charge de travail et elle compense le manque de moyens des régulateurs face aux opérateurs financiers. Ces technologies impliquent également un renouvellement des régulateurs. Elles rendent nécessaire de nouveaux recrutements, qui ne sont pas les habituels juristes et économistes, plutôt des ingénieurs en informatique, mathématiciens ou autres. Cela entraine un changement de la vision du régulateur pour mieux comprendre et surveiller les marchés financiers.

1068. La transparence est fondamentale pour maintenir la confiance des investisseurs. Elle doit être présente non seulement dans la création, dans l'utilisation et dans le paramétrage des algorithmes, mais aussi dans l'utilisation de l'information qui alimente les algorithmes. La protection de l'information personnelle et de l'information sensible et confidentielle des entreprises est fondamentale. Les pays étudiés ont mis en place des lois ou règles de protection des informations personnelles qui sont appliquées à tous ceux qui utilisent l'intelligence artificielle. La transparence dans l'utilisation de ces informations devient un élément clé de la régulation. Par exemple, dans l'Union européenne en 2018 est entré en

[1813]SUGEVAL, Memoria institucional 2020, p.47. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202020.pdf.

vigueur le Règlement général sur la protection des données (RGPD)[1814]. Il établit que les données personnelles doivent être « *traitées de manière licite, loyale et transparente au regard de la personne concernée* »[1815], en formulant les principes de licéité, loyauté, transparence, ainsi qu'une gouvernance du traitement des données et la responsabilité du responsable du traitement[1816].

1069. Les États-Unis et la France ont une approche similaire à la régulation de l'intelligence artificielle. Ils n'ont pas établi de nouvelles normes pour réguler l'intelligence artificielle en soi, mais la régulation existante régit les applications de l'intelligence artificielle par les acteurs du marché. Quant au Costa Rica, il n'a pas encore appliqué ou établi une régulation, car l'utilisation de l'intelligence artificielle par les opérateurs est inexistante. Toutefois, les trois régulateurs se retrouvent dans l'application de l'intelligence artificielle dans les missions de surveillance et d'analyse des données. Cela aide les régulateurs à pallier le retard qu'ils ont souvent par rapport aux opérateurs du marché. Ainsi, l'intelligence artificielle est un allié pour le régulateur financier dans la réalisation de ses activités et en simplifiant la fonction de régulation et en la rendant efficace.

Sous-section 2. La compliance au service des opérateurs ainsi que du régulateur

1070. La notion de compliance est difficile à définir et souvent, la définition ne fait pas consensus[1817]. Elle est conçue comme une organisation, un processus[1818], des techniques ou

[1814] Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016, relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (Règlement général sur la protection des données) dit RGPD.
[1815] Article 5 alinéa 1.a Règlement général sur la protection des données.
[1816] Article 24 Règlement général sur la protection des données.
[1817] GAUDEMET Antoine, « Qu'est-ce que la compliance ? », Revue commentaire, n° 165, 2019, p. 109 et FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Compliance (conformité) », Dictionnaire bilingue du Droit de la Régulation et de la Compliance. En ligne https://mafr.fr/fr/article/compliance-conformite/.
[1818] «*The contemporary compliance function is the means by which firms adapt their behavior to these constraints. More concretely, compliance is the set of internal processes used by firms to adapt behavior to applicable norms»,* GRIFFITH Sean J., *« Corporate Governance in an Era of Compliance* », William & Mary Law Review, vol. 57, n° 6, 2016, p. 2082.

un nouveau droit[1819]. Cette notion trouve ses origines aux États-Unis, en raison des scandales entourant des entreprises depuis la crise financière de 1929[1820]. Nous ne pouvons pas la traduire comme conformité, car la notion de compliance va au-delà de cette seule signification, mais nous trouvons souvent que compliance et conformité ont été assimilées. La compliance représente une double responsabilité de la part des entreprises : d'un côté, nous trouvons le devoir d'obéir à la loi et de l'autre le devoir de mettre en place les mécanismes nécessaires pour ne pas la violer.

1071. Pour certains la compliance « *est un ensemble de principes, de règles, d'institutions et de décisions générales ou individuelles, corpus dont l'effectivité est le souci premier, dans l'espace et dans le temps afin [que] des buts d'intérêt général visés par ces techniques rassemblées soient concrétisés* »[1821]. Pour d'autres la compliance « *implique une conception systémique du droit fondée sur la notion d'effectivité et de régulation via des normes émises par l'entreprise dans des domaines porteurs d'un risque systémique potentiel* »[1822]. De plus, certains auteurs considèrent que la « *compliance, ou conformité réglementaire, impose aux entreprises de se soumettre à l'ensemble des exigences légales, réglementaires et à toute norme émanant d'un organisme doté d'un pouvoir réglementaire ou de tutelle sous peine de sanction par un juge ou une autorité de tutelle* »[1823]. De plus, la compliance n'implique pas que des règles, mais « *un ensemble de techniques, juridiques et de gestion, dont la mise en œuvre est imposée aux entreprises de taille significative dans le but de contrôler l'application effective des règles juridiques et éthiques qui leur sont applicables et de diminuer le risque d'infraction à ces règles* »[1824].

1072. La compliance établit des mécanismes internes pour prévenir des violations de la loi. Les mécanismes peuvent être la mise en place de programmes de compliance, de bonnes

[1819] « *The law of compliance, however, includes the legislation, caselaw and administrative regulations that govern what the firm may or may not do, the mechanics of enforcement and prosecution and the penalties that may apply in the event of a violation* », OROZCO David, « A Systems Theory of Compliance Law », University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 22, n° 2, 2020, p. 257 et FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Compliance (conformité) », Dictionnaire bilingue du Droit de la régulation et de la Compliance. En ligne https://mafr.fr/fr/article/compliance-conformite/.

[1820] FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Compliance : avant, maintenant, après », in BORGA Nicolas, MARIN Jean-Claude, RODA Jean-Christophe (dirs.), *Compliance : l'entreprise, le régulateur et le juge*, Dalloz, 2018, p. 28 et BOURSIER Marie-Emma, « Qu'est-ce que la *compliance* ? Essai de définition », Recueil Dalloz, 2020, p. 1419.

[1821] FRISON-ROCHE Marie-Anne « Compliance (conformité) », *op. cit*.

[1822] BOURSIER Marie-Emma, « La mondialisation du droit pénal économique. Le droit pénal au défi de la compliance », Revue de science criminelle et de droit pénal comparé, n° 3, 2017, p. 466.

[1823] *Ibidem.*

[1824] GAUDEMET Antoine, « Qu'est-ce que la compliance ? », Revue commentaire, n° 165, 2019, p. 113

pratiques de gouvernance d'entreprise[1825], de nouvelles formes d'organisation, de procédures de signalement ou dénonciation internes[1826]. La compliance englobe aussi différents programmes tels que les *whistleblowers*, et la divulgation des critères ESG. Puis, si l'entreprise utilise de nouvelles technologies, comme l'intelligence artificielle, la négociation automatisée à haute fréquence ou le DLT[1827], la compliance inclut la mise en place des processus de surveillance et de contrôle de ces technologies. La compliance a pris une place importante dans les dernières décennies où une forte allocation de ressources lui a été réservée dans le budget des grandes entreprises cotées en bourse.

1073. Certains ont un regard critique envers la compliance, car elle n'est pas née au sein de l'entreprise, c'est-à-dire d'une négociation entre les actionnaires et les directeurs. Ils considèrent qu'elle est imposée par le gouvernement qui dicte comment les entreprises doivent se conformer et cela change la façon dont les entreprises gèrent leurs affaires[1828].

1074. La compliance est « *une internalisation de la contrainte, par des acteurs qui doivent se soumettre à des corpus normatifs nationaux et étrangers* »[1829] et elle peut être aussi considérée comme une solution ex ante aux problèmes ou illégalités que l'entreprise peut rencontrer. Si, au travers de la compliance, l'entreprise a une démarche de transparence, les régulateurs peuvent être plus cléments au moment de prononcer des sanctions[1830]. La compliance a aussi pour but d'éviter les crises systémiques[1831], ainsi que de diminuer le blanchiment d'argent, la corruption et la fraude[1832].

1075. Il est important de clarifier que, si la compliance a été assimilée à d'autres notions comme l'éthique, la morale et la responsabilité sociale des entreprises, elle en est différente. La compliance peut inclure des valeurs, des objectifs ou des principes propres à ces

---

[1825] PACELLA Jennifer M., «Facilitating the Compliance Function», Rutgers University Law Review, vol. 71, n° 2, 2019, p. 579.
[1826] *Ibidem*, p. 588.
[1827] *Distributed ledger technologie* ou technologie des registres distribués (DLT). La technologie utilisée par la *blockchain*.
[1828] GRIFFITH Sean J, « Corporate Governance in an Era of Compliance », William & Mary Law Review, vol. 57, n° 6, 2016, p. 2078, MAYMONT Antony, « Le droit de la compliance au secours de la stabilité financière », Revue Banque, n° 845, 2020 p. 50 et « *La compliance est l'expression de la volonté des pouvoirs publics d'imposer des règles dont ils n'ont pas la force d'assurer l'effectivité* » TELLER Marina, « La régulation des marchés financiers entre pouvoirs privés économiques et ordre public économique », RIDE, vol. 33, nº 1, 2019, p. 97.
[1829] TELLER Marina, *op. cit.*, p. 97.
[1830] MAYMOT Antony *op. cit.*, p.52 et ARMOUR John, GARRETT Brandon, JEFFREY Gordon et MIN Geeyoung, « Board Compliance », Minnesota Law Review, vol. 104, n° 3, 2020, p. 1205.
[1831] BOURSIER Marie-Emma, « Qu'est-ce que la *compliance* ? Essai de définition », Recueil Dalloz, 2020, p. 1419.
[1832] *Ibidem.*

notions, mais elle les dépasse[1833]. Aussi existe-t-il un chevauchement entre compliance et gouvernance d'entreprise, car les deux imposent des mécanismes internes de contrôle, mais ils ne sont pas identiques[1834].

1076. Aux **États-Unis**, la compliance a trouvé ses origines après la crise financière de 1929. La législation et la réglementation de la SEC ont évolué en raison des scandales de corruption dans les années 1970. Ces scandales ont attiré l'attention de la SEC qui a demandé aux entreprises d'inclure dans leurs livres de comptes les pots-de-vin pour lesquels elle a créé un programme d'amnistie. Le législateur a établi la *Foreign Corrupt Practices Act*. Dans les années 1980, en raison des scandales de fraude de la part d'entreprises d'investissement et de courtiers, le Congrès a mis en place l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* de 1988[1835]. Mais les scandales n'ont pas cessé comme Enron en 2001, General Motors en 2014 et Wells Fargo en 2016. C'est la raison pour laquelle les régulateurs et le législateur sont toujours en train d'introduire des méthodes de compliance au sein des entreprises, par exemple les programmes de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002[1836] et les programmes des lanceurs d'alerte de la *Dodd-Frank Act*[1837].

1077. Les entreprises aux États-Unis sont soumises à plusieurs règles et régimes relatifs à la compliance[1838]. La SEC a ainsi mis en place l'obligation pour les entreprises d'investissement et les conseillers d'investissement d'établir des procédures et des pratiques écrites pour prévenir la violation de la loi et des règlements associés. Ces pratiques et procédures doivent être révisées annuellement pour s'assurer de leur adéquation et de leur efficacité. De même, la SEC a établi l'obligation pour les entreprises et conseillers d'investissement d'avoir un chef de la compliance qui est le garant de ces pratiques et procédures[1839]. Aux États-Unis, les règles de compliance pour les entreprises sont nombreuses et elles ne comprennent pas seulement les programmes de compliance, mais aussi des règles

[1833] BOURSIER Marie-Emma, « Qu'est-ce que la *compliance* ? Essai de définition », Recueil Dalloz, 2020, p. 1419.
[1834] GRIFFITH Sean J., « Corporate Governance in an Era of Compliance », William & Mary Law Review, vol. 57, n° 6, 2016, p. 2107.
[1835] MCGREAL Paul E., «Caremark in the Arc of Compliance History», Temple Law Review, vol. 90, n° 4, 2018, p. 650.
[1836] MARTINEZ Veronica Root, «Complex Compliance Investigations», Columbia Law Review, vol. 120, n° 2, 2020, p. 260.
[1837] BOLES Jeffrey R, EISENSTADT Leora et PACELLA Jennifer M, « Whistleblowing in the Compliance Era », Georgia Law Review, vol. 55, n° 1, 2020, p. 147. Voir aussi supra la sous-section 2 de la section 2 du chapitre II du titre II de la première partie.
[1838] BAER Miriam Hechlerm, « Governing Corporate Compliance», Boston College Law Review, vol. 50, n° 4, 2009, p. 951.
[1839] 17 CFR § 270 et § 275.

de divulgation, comme la *Regulation Systems Compliance and Integrity* ("Regulation SCI")[1840].

1078. L'idée de la SEC est de mettre en place une culture de la compliance dans les entreprises. Pour cela elle a renforcé la relation avec le chef de la compliance. Elle a insisté sur une conduite de coopération au sein de l'entreprise et la divulgation des informations à temps. L'objectif est que les programmes de compliance soient aussi efficaces dans la détection des violations au sein des entreprises et que ces programmes ne soient pas vus comme une exigence de plus, mais comme un outil pour éviter des sanctions[1841].

1079. Il est important d'indiquer que la SEC réalise la compliance, non seulement par la création des règles, mais également avec les procédures de sanction[1842] à l'aide du *Department of Justice* (DOJ). C'est dans les procédures de sanction qu'elles proposent des *Deferred prosecutions agreements* qui sont une forme de transaction où l'opérateur accusé obtient une sorte d'amnistie en échange de la mise en place de certaines conditions[1843]. Ces conditions ont été établies par l'*Organizational Sentencing Guidelines*[1844] et elles fonctionnent comme des « *remèdes aux fautes des accusés* ». Les conditions qui peuvent être mises en place sont des programmes de compliance et d'éthique efficaces[1845]. De ce fait, la compliance est effectuée par une *adjudication* informelle[1846] pour éviter des sanctions pénales. La compliance dans les marchés financiers et le droit pénal aux États-Unis sont ainsi très liés.

1080. Le rôle du *Chief Compliance Officer* ou chef de la compliance a été renforcé par la *Dodd-Frank Act,* avec des nouveaux standards de conduite pour les courtiers de *security-based swap* et les plus grands participants de *security-based swap*[1847]. Il joue un rôle très

[1840] SEC Regulation Systems Compliance and Integrity, Release n° 34-69077, 2013. En ligne http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-69077.pdf.
[1841] MORTON Jeffrey C., « The development of a compliance culture», Journal of Investment Compliance, Vol. 6, n° 4, 2005, p. 60.
[1842] GRIFFITH Sean J., « Corporate Governance in an Era of Compliance », William & Mary Law Review, vol. 57, n° 6, 2016, p. 2117.
[1843] HAMANN Serena, « Effective Corporate Compliance: A Holistic Approach for the SEC and the DOJ», Washington Law Review, vol. 94, n° 2, 2019, p. 859.
[1844] United States Sentencing Commission, Guidelines Manual, §3E1.1 (Nov. 2018) §8B2.1. Effective Compliance and Ethics Program.
[1845] HAMANN Serena, *op. cit.*, p. 861.
[1846] BAER Miriam Hechlerm, « Governing Corporate Compliance», Boston College Law Review, vol. 50, n° 4, 2009, p. 952.
[1847] The SEC rule for Business Conduct Standards for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants (Release n° 34-77617; File n° S7-25-11 En ligne https://www.sec.gov/rules/final/2016/34-77617.pdf.

important pour l'intégrité dans les marchés financiers, surtout auprès des opérateurs, car sa responsabilité est d'assurer la conformité aux règles dans l'exercice des activités de l'entreprise[1848]. Les réglementations de la SEC[1849] et le mémorandum du DOJ, connu comme *Yates Memo*[1850], ont établi les bases pour une responsabilité personnelle des dirigeants des entreprises. En conséquence, les chefs de la compliance sont devenus la cible des procédures de sanction de la SEC et du DOJ[1851]. Ce fut notamment le cas du chef de la compliance de BlackRock Advisors, LLC qui a été visé par une procédure de *cease-and-desist*[1852]. Cette situation est devenue difficile pour les entreprises, car la création d'un poste de chef de la compliance est obligatoire, mais le remplir est très compliqué en raison de la responsabilité que font peser la SEC et le DOJ sur ce poste.

1081. Pour le chef de l'*Office of Compliance Inspections and Examinations* de la SEC, les chefs de la compliance doivent avoir les compétences, la responsabilité et l'autorité de créer et appliquer les procédures et les politiques de compliance de l'entreprise. De plus, ils ne doivent pas seulement obliger le personnel et les dirigeants à adhérer à ces politiques et procédures, mais mettre en place une collaboration avec les dirigeants de l'entreprise, car la responsabilité de la compliance n'est pas un travail qui doit peser uniquement sur le chef de la compliance[1853]. Finalement, les chefs de la conformité et les régulateurs jouent un rôle similaire : s'assurer que les opérateurs appliquent les réglementations et les lois des marchés financiers.

1082. En **France**, la loi Sapin introduit « *la notion de compliance comme jamais auparavant en droit français* »[1854]. En effet, elle impose l'obligation pour les entreprises de se doter d'un plan anticorruption et d'un programme de compliance[1855]. Les entreprises

---

[1848] AGUILAR Luis A., « The Role of Chief Compliance Officers Must be Supported », U.S. Securities and Exchange Commission, 2015. En ligne https://www.sec.gov/news/statement/supporting-role-of-chief-compliance-officers.html.

[1849] Release n° IA-2204, Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers 2003 et Rule 38a-1 under the Investment Company Act.

[1850] Office of the Deputy Attorney General, Individual Accountability for Corporate Wrongdoing, Memorandum, 2015. En ligne https://www.justice.gov/archives/dag/file/769036/download.

[1851] FOSTER Alexandra, « Where the CCO Fits in the C-Suite: A Corporation's Moral Compass», American University Business Law Review, vol. 6, n° 2, 2017, p. 176. Voir aussi TEMKIN Barry R. et ATLAS Michelle, « CCOs in the Cross-Hairs: Recent Developments in the Regulation of Financial Industry Chief Compliance Officers », Securities Regulation Law Journal, 2017, p. 128.

[1852] BlackRock Advisors, SEC, April 20, 2015, number 3-16501. En ligne https://www.sec.gov/litigation/admin/2015/ia-4065.pdf.

[1853] DRISCOLL Peter, « The Role of the CCO – Empowered, Senior and With Authority», 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/driscoll-role-cco-2020-11-19.

[1854] GAUDEMET Antoine, « Qu'est-ce que la compliance ? », Revue commentaire, n° 165, 2019, p. 110.

[1855] Article 17 Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

condamnées pour corruption sont susceptibles d'avoir une peine complémentaire de mise en conformité, c'est-à-dire l'obligation de mettre en place un programme de conformité. La loi a créé l'Agence française anticorruption[1856] et elle a apporté l'innovation de l'extraterritorialité des poursuites pour toute personne qui réside en France ou y exerce toute ou partie de son activité.

1083. L'AMF joue un rôle central dans la compliance du secteur financier, elle « *contribue, en effet, à définir les règles et principes de compliance* »[1857]. L'AMF utilise son Règlement général, sa doctrine et son pouvoir de sanction pour assurer la compliance des acteurs financiers.

1084. La loi établit des « *règles d'organisation* » pour les prestataires des services d'investissement (PSI)[1858]. Pour les sociétés de gestion de portefeuille il s'agit, entre autres, de mettre en place « *des règles et procédures permettant de garantir le respect des dispositions qui leur sont applicables* »[1859], ainsi que « *des règles et procédures permettant de garantir le respect par les personnes placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte* »[1860], ainsi que la prise de « *toutes les mesures raisonnables pour empêcher les conflits d'intérêts de porter atteinte aux intérêts de leurs clients* »[1861]. Pour les PSI autres que les sociétés de gestion de portefeuille, l'article reprend sensiblement les mêmes formules[1862]. L'AMF crée, avec son règlement général pour les PSI, l'obligation de mettre en place un dispositif de conformité[1863], en raison du Règlement (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016[1864] complétant la Directive MIFID 2 en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement. C'est ainsi que l'AMF exige dans son règlement la mise en place d'un responsable de la

[1856] Article 1 Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.
[1857] BOULON Olivier, « Compliance et régulation financière rôle de l'Autorité des marchés financiers », in BORGA Nicolas, MARIN Jean-Claude, RODA Jean-Christophe (dirs.), *Compliance : l'entreprise, le régulateur et le juge*, Dalloz, 2018, p. 168.
[1858] Article L. 533-10 Code monétaire et financier.
[1859] Article L. 533-10 -I-1 Code monétaire et financier.
[1860] Article L. 533-10- I- 2 Code monétaire et financier.
[1861] Article L. 533-10- I- 3 Code monétaire et financier.
[1862] Article L. 533-10- II Code monétaire et financier.
[1863] Article 312-1 Règlement général de l'AMF.
[1864] Article 22 Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

conformité[1865] et le respect par les PSI de toutes les obligations professionnelles par la création d'un dispositif de conformité[1866].

1085. L'AMF n'a pas seulement recours à son pouvoir réglementaire : elle utilise également la *soft law.* À travers sa doctrine et ses recommandations, elle établit des guides et interprétations par rapport à la compliance. Par exemple, elle a établi le Cadre de référence sur les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne en raison de l'exigence de présenter une déclaration sur le gouvernement d'entreprise, dans son rapport de gestion[1867].

1086. La France a transposé les textes européens, comme la directive MIF II, qui jouent un rôle très important dans la mise en place de la compliance. Par exemple, elle demande aux États membres d'imposer aux entreprises des exigences organisationnelles dans lesquels les sociétés de gestion doivent mettre en place « *la vérification de la conformité* »[1868]. L'AMF est devenue le garant de l'effectivité des programmes de compliance des entreprises.

1087. La directive MIFID II et le règlement délégué MIFID II[1869] ont établi des obligations organisationnelles pour les entreprises et l'Autorité européenne des marchés financiers a émis des *Orientations concernant certains aspects du règlement MIFID II*, relatifs aux exigences de la fonction de vérification de la conformité[1870]. C'est ainsi que dans sa position sur les *Exigences relatives à la fonction de conformité* de 2021[1871], l'AMF a exprimé que les « *PSI doivent s'assurer que la fonction de conformité adopte une approche fondée sur le risque, afin de garantir une allocation efficace des ressources de cette*

[1865] Article 312-2 Règlement général de l'AMF.
[1866] *Ibidem.*
[1867] AMF, Cadre de référence sur les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne, 2010, p. 4. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapports_groupes_travail/Cadre%20de%20reference%20sur%20les%20dispositifs%20de%20gestion%20des%20risques%20et%20de%20controle%20interne.pdf.
[1868] BOULON Olivier, « Compliance et régulation financière rôle de l'Autorité des marchés financiers », in BORGA Nicolas, MARIN Jean-Claude, RODA Jean-Christophe (dirs.), *Compliance : l'entreprise, le régulateur et le juge*, Dalloz, 2018, p.175.
[1869] Article 16, paragraphe 2, Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE et de l'article 22 du Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
[1870] ESMA, Orientations concernant certains aspects de MiFID II relatifs aux exigences de la fonction de vérification de la conformité (ESMA35-36-1952), 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-.06/guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_compliance_function_requirements_fr-1_0.pdf.
[1871] AMF, Position DOC- 2021-04, Exigences relatives à la fonction de conformité, 2021.

fonction »[1872]. Pareillement, l'AMF a éclairci les responsabilités « *de la fonction de vérification de la conformité* »[1873].

1088. Le pouvoir de sanction de l'AMF joue un rôle important dans la compliance. Comme aux États-Unis, l'AMF peut adapter les mesures prises pour augmenter l'efficacité des outils. Dans la procédure de sanction ouverte contre Jefferies international Ltd l'AMF est arrivée à un accord de composition administrative le 29 octobre 2020. Alors, l'entreprise a mis en place une équipe de compliance et l'AMF a « *ordonné aux traders concernés qu'ils cessent la saisie de tels ordres, … également* [a] *mis en place des actions correctives afin d'empêcher la répétition de séquences suivant le même schéma ou un schéma similaire et pouvant potentiellement être conçues comme constitutives d'une manipulation de cours* »[1874].

1089. De même, la Commission des sanctions de l'AMF a reproché à plusieurs opérateurs Société Générale, Amber Fund (Cayman) Limited, Christian Schricke et Joseph Oughourlian une « *faute déontologique à 300 000 € d'amende pour ne pas avoir organisé les fameuses « murailles de Chine » préconisées par les règlements boursiers* » [1875] c'est-à-dire elle n'a pas effectué « *la mise en place de procédures internes destinées à empêcher la circulation d'informations confidentielles entre des agents ou des unités* »[1876] d'une même entreprise ou groupe, afin d'éviter la transmission des informations privilégiées ou la création de conflits d'intérêts.

1090. Au **Costa Rica** depuis quelques années la compliance fait partie de l'ordre juridique costaricien et elle est une pratique juridique. La *Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo* régule et sanctionne les activités financières afin d'éviter le blanchiment d'argent[1877] et les acteurs du marché financier régulés par la

[1872] AMF, Position 2012-17, 2017, p. 3. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/fr/Position/DOC-2012-.17/2.1/Exigences%20relatives%20a%20la%20fonction%20de%20conformite.pdf.

[1873] AMF, Position AMF DOC- 2021-04, p.1. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-06/doc-2021-04_vf1.pdf.

[1874] AMF, Accord de composition administrative conclu avec Jefferies International Ltd le 29 octobre 2020, p.4. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-07/accord-de-composition-conclu-avec-jefferies.pdf.

[1875] DUCOULOUX-FAVARD Claude, « Un exemple de gouvernement d'entreprise non transparent », Petites affiches, n° 116, 2008, p. 13.

[1876] La finance pour tous, Muraille de Chine, 2017. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/outils/dictionnaire/muraille-de-chine/.

[1877] Article 1 Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo.

SUGEVAL sont soumis à cette loi[1878]. Un règlement d'application de la loi[1879] a créé un registre pour éviter la fraude fiscale. Ainsi, depuis 2018, les opérateurs enregistrés auprès de la SUGEVAL doivent donner les informations requises par le *Reglamento del registro de transparencia y beneficiarios finales*[1880].

1091. En 2019, comme aux États-Unis, en raison des scandales de corruption des entreprises, le législateur costaricien a approuvé la loi n° 9699, *Ley de responsabilidad de la personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno trasnacional y otros delitos*. Elle établit la responsabilité pénale des personnes morales, quand celles-ci sont à l'origine d'une fraude, d'un pot-de-vin ou d'un autre délit. Le point le plus important de cette loi est qu'elle exige des entreprises qu'elles mettent en place des mécanismes pour éviter les mauvaises pratiques[1881].

1092. De manière facultative, les entreprises peuvent adopter un modèle d'organisation pour la prévention, l'adoption de programmes de transparence, d'éthique et de mécanismes de contrôle interne et anticorruption[1882]. La loi exige aussi d'avoir une personne en charge de ces programmes : un chef de la compliance[1883]. Bien que les programmes de compliance soient présentés comme facultatifs, les entreprises qui ne le mettent pas en place s'exposent à des conséquences économiques et pénales[1884].

1093. Parmi les prérequis des programmes de compliance, il faut entre autres réaliser une évaluation du risque de l'activité de l'entreprise, mettre en place un code de conduite et des contrôles et registres financiers appropriés, établir un modèle disciplinaire et un processus spécifique anticorruption dans la participation des marchés publics[1885].

[1878] Article 14 Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo.
[1879] Au Costa Rica, la Constitution établi dans son article 148 alinéa 18 que le Pouvoir exécutif peut édicter des règlements autonomes pour son organisation, règlements d'application de loi ou des règlements délégués qui substituent la loi dans certains domaines.
[1880] Reglamento del registro de transparencia y beneficiarios finales.
[1881] Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.
[1882] Article 6 Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.
[1883] Article 7 Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.
[1884] Article 11 Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.
[1885] Article 8 Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.

1094. Le Reglamento al título II de la Ley n° 9699 *Responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos denominados "Modelo facultativo de organización, prevención de delitos, gestión y control* met en place un système interne pour dénoncer les mauvaises pratiques et un programme de protection des lanceurs d'alerte. La divulgation et la coopération des entreprises sont aussi des conditions pour atteindre la compliance. Les entreprises doivent mettre en place des sanctions pour leurs salariés qui ont violé la loi et les normes internes de l'entreprise[1886].

1095. Les chefs de la compliance dans les entreprises jouent un rôle très important de liaison entre le régulateur et l'entreprise. Tous les pays ont adopté cette figure qui est devenue incontournable dans la mondialisation de la finance, mais aussi dans les tendances vers une régulation efficace. La communication entre les chefs de compliance et les régulateurs est fondamentale pour une bonne compliance.

1096. La compliance dans les trois pays étudiés est étroitement liée aux droits pénaux. Les sanctions que les entreprises peuvent subir en raison des manquements dans leur compliance sont aussi de nature pénale. Les accords avec le DOJ aux États-Unis se font dans le cadre d'une procédure pénale ; en France, la loi Sapin 2 a introduit de nouveaux outils de lutte contre la corruption et le trafic d'influence, mais aussi une sanction pénale complémentaire de mise en conformité et enfin la convention judiciaire d'intérêt public[1887]. Et le Costa Rica a adopté de nouvelles sanctions dans la *Ley de responsabilidad de la personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno trasnacional y otros delitos* qui ont une nature pénale.

1097. La loi Sapin et la *Ley de responsabilidad de la personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno trasnacional y otros delitos* ont mis en place la responsabilité des entreprises dans le cas de manquements qui auraient pu être évités par la création d'outils de la compliance, comme les programmes de conformité ou les procédures de dénonciation et de protection des lanceurs d'alerte.

1098. La mondialisation peut aussi apporter des avantages à la pratique de la compliance. Les régulateurs peuvent se mettre d'accord pour éviter d'accroitre la charge de compliance des opérateurs qui ont une présence internationale. Par exemple, la SEC a

[1886] Article 17 Reglamento al título II de la Ley n° 9699 Responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos denominados "Modelo facultativo de organización, prevención de delitos, gestión y control".
[1887] Article 41-1-2 Code de procédure pénale.

déterminé que les grands opérateurs français de *security-based swaps* et ses courtiers peuvent être exemptés de certaines règles de compliance aux États-Unis, car ils respectent déjà les obligations imposées par la loi française[1888].

1099. La compliance est fondamentale pour les régulateurs financiers dans leurs missions de surveillance et contrôle des marchés financiers, mais aussi pour les opérateurs pour maintenir la transparence vis-à-vis des investisseurs et du régulateur. De plus, par la compliance et ses outils, les régulateurs financiers ont un allègement de leurs tâches, car la compliance au sein des entreprises fonctionne comme une régulation à priori. La compliance est marquée par une complexité croissante dans sa recherche d'une meilleure transparence. En conséquence, les innovations technologiques comme l'intelligence artificielle sont des outils qui permettent une meilleure compliance pour les opérateurs et un contrôle accru pour les autorités de régulation. L'incorporation de ces technologies à la compliance permet aux régulateurs de rester sur un pied d'égalité avec les opérateurs dans l'allocation de ressources financières, humaines et techniques.

1100. La régulation et la compliance sont liées. Elles fonctionnent en équipe, la compliance et ses outils sont mis au sein de l'entreprise, une forme de prévention et la régulation se réalise quand les outils mis en place dans l'entreprise n'ont pas marché.

Section 2. L'évolution vers un modèle de régulation plus adapté

1101. Les théories que sous-tendent les modèles de régulation sont à un moment donné dépassées par la réalité. C'est ainsi que les modèles cherchent à s'adapter à cette réalité. Après la crise plusieurs pays ont adopté de nouvelles lois, créée de nouvelles institutions et ils ont aussi abandonné leur ancien modèle de régulation (comme le Royaume-Uni). Donc, ils s'adaptent, car leur réalité ne correspond plus à ce modèle.

1102. Les pays étudiés ont reformulé leur structure institutionnelle, particulièrement la France et les États-Unis, avec de nouvelles institutions et ils ont cherché à combler les lacunes que la crise de 2007/2008 a révélé. Nous allons proposer des solutions aux critiques sur les autorités de régulation. Dans un premier temps pour pallier le manque de légitimation

[1888] SEC, Substituted Compliance Determination for France, Release n° 2021-138, 2021. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2021-138.

démocratique (sous-section 1) et dans un deuxième temps sur la façon dont le modèle détermine l'efficacité de la régulation (sous-section 2).

Sous-section 1. Légitimation par l'élection

1103. La démocratie est un terme polysémique[1889], elle revêt ainsi plusieurs significations et plusieurs formes. Entre autres, nous pouvons parler de démocratie participative, de démocratie directe, de démocratie représentative, de démocratie continue. Elle peut être définie comme « *un régime politique doué de valeur, et à la différence d'autres régimes, elle garantit aux personnes* [que sur] *le pouvoir politique s'exerce un certain contrôle sur les fins que ce pouvoir poursuit et sur la manière dont il le fait* »[1890]. Traditionnellement, l'une de ses caractéristiques est la légitimation[1891] de ses représentants, laquelle est donnée par le Peuple ou la Nation[1892] par l'élection[1893].

1104. De cette façon l'élection « *apparaît comme un outil privilégié de mise en œuvre de l'exigence de légitimité du pouvoir démocratique »*[1894]. Comme l'a exprimé Jacques CHEVALLIER, dans « *la conception démocratique classique, délibération et représentation sont indissociables* »[1895] et « *sont ainsi mêlés dans l'élection démocratique un principe de justification et une technique de décision »*[1896] : l'élection. Ainsi dans cette ligne de pensée, la légitimité est assimilée à la « *technique* »[1897] ou procédure de l'élection, car dans un régime

---

[1889] CHOLLET Antoine, « Les temps de la démocratie », Dalloz, 2011, p. 61.
[1890] ROUSSIN Juliette, « Juger la démocratie à ses résultats ? », in DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent (dirs.), *Les transformation de la légitimé démocratique. Idéaux, revendications et perceptions,* Academia, 2021, p. 31.
[1891] « *Si la nécessité d'une démocratisation de l'Administration peut être discutée, son besoin de légitimité quant à lui est indéniable* » DEMEESTER Loïc, « Les relations entre le public et l'Administration : Comparaison France, Espagne, Union européenne », Thèse de doctorat, Université Toulouse 1 Capitole, 2021, p. 96.
[1892] « *Le sujet souverain, véritable titulaire de la souveraineté, en délègue l'exercice, et non l'essence, à des gouvernants* » DUBITON Stéphanie, La *protection des libertés publiques par les autorités administratives indépendantes, une solution démocratique ?*, LGDJ, 2016, p.132.
[1893] ROSANVALLON Pierre, *La légitimité démocratique. Impartialité, réflexivité, proximité*, Seuil, 2008, p. 9, DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent, « Introduction. Fondements, difficultés et actualité du concept de légitimité » *in* DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent (dir.), *Les transformations de la légitimée démocratiques. Idéaux, revendications et perceptions,* Academia, 2021, p.14 et LAQUIEZE Alain, « Élection des gouvernants et légitimité démocratique », Cités, n° 76, 2018, p. 131 et TESTARD Christophe, Pouvoir de décision unilatérale de l'administration et démocratie administrative, LGDJ, 2018, p.172.
[1894] LAQUIEZE Alain, « Élection des gouvernants et légitimité démocratique », Cités, n° 76, 2018, p. 132.
[1895]CHEVALLIER Jacques, « La démocratie délibérative : mythe et réalité », *in* GRAS Alain et MUSSO Pierre, *Politiques, communication et technologies. Mélanges en hommage à Lucien Sfez*, PUF, p. 75.
[1896] ROSANVALLON Pierre, *op. cit*, p. 10.
[1897]DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent, « Introduction. Fondements, difficultés et actualité du concept de légitimité » in DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent (dir.), *Les transformations de la légitimée démocratiques. Idéaux, revendications et perceptions*, Academia, 2021, p.14.

démocratique il existe une attente de correspondance entre « *la volonté exprimée par les représentants et l'opinion des représentés [et] l'élection apparaît comme un outil privilégié de mise en œuvre de l'exigence de légitimité du pouvoir démocratique* »[1898]. Mais la démocratie représentative se voit de nos jours dépassée par une démocratie participative et une démocratie continue[1899] où les citoyens cherchent à prendre part aux décisions publiques.

1105. Or, la légitimité peut être définie « *comme la confiance entre individus, une « institution invisible ». Elle permet à la relation des gouvernés et des gouvernants de s'établir solidement… sa variante démocratique a pour fonction plus exigeante de tisser des liens constructifs entre le pouvoir et la société »*[1900]. Nous pouvons aussi trouver plusieurs types de légitimité : « *légitimité procédurale, une légitimité substantielle, une légitimité d'exercice* »[1901], une légitimité politique et une légitimité juridique ou technique[1902].

1106. Les autorités de régulation sont coupées « *du suffrage universel direct, ces instances font naître la crainte d'une dérive vers un gouvernement de type aristocratique* »[1903],car elles échappent ainsi à toute autorité hiérarchique. Ces craintes naissent d'« *une défiance à l'égard de l'État traditionnel* »[1904], la légitimité n'étant pas une légitimité élective, mais une légitimation par la « *délégation de pouvoir consentie par les institutions, et ne saurait suffire à garantir leur inscription dans la démocratie politique* »[1905] . Elles disposent également d'une légitimité qui leur est conférée par leur expertise sur un

---

[1898] LAQUIEZE Alain, « Élection des gouvernants et légitimité démocratique », PUF, Revue Cités, n° 76, 2018, p. 132 et TESTARD, Christophe, *Pouvoir de décision unilatérale de l'administration et démocratie administrative*, LGDJ, 2018, p.172.

[1899] ROUSSEAU Dominique « Radicaliser la démocratie. Proposition pour une refondation », Seuil, 2015, p. 22 et DUBITON Stéphanie, *La protection des libertés publiques par les autorités administratives indépendantes, une solution démocratique ?* , LGDJ, 2016, p.129

[1900]ROSANVALLON Pierre, *La légitimité démocratique : impartialité, réflexivité, proximité*, Seuil, 2010, p. 21.

[1901]ROSANVALLON Pierre, « La question de la légitimité démocratique : l'exemple de la justice », Après-demain, vol. 30, nf, n° 2, 2014, p.

[1902] « *Les Autorités administratives indépendantes construisent chaque jour leur légitimité sur leur* expertise », FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Étude dressant un bilan des autorités administratives indépendantes » in GELARD Patrice, *Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié,* rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, Assemble National et Sénat 2 juin 2006, Tome II, Annexes, p.90, CHAMBON Maxence, « Rationaliser la rationalisation ? Retour sur les lois du 20 janvier 2017 relatives aux autorités administratives indépendantes », Revue de la Compliance et de l'Éthique des affaires, supplément de La Semaine juridique entreprise et affaires, n° 40, 2017, p. 16, et TESTARD Christophe, *Pouvoir de décision unilatérale de l'administration et démocratie administrative,* LGDJ, 2018, p. 382.

[1903] DUBITON Stéphanie, *La protection des libertés publiques par les autorités administratives indépendantes, une solution démocratique ?,* LGDJ, 2016, p. 127.

[1904] FRISON-ROCHE Marie-Anne, *op. cit.,* p. 24 et RAMBAUD Romain, *L'institution juridique de régulation. Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, L'Harmattan, 2012, p. 586.

[1905] LOMBARD Martine, « Institutions de régulation économique et démocratie politique », AJDA, 14 mars 2005, p. 530 et GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemble National et Sénat 2 juin 2006, Tome I, p. 132.

domaine déterminé[1906] et aussi d'une légitimité par le gage d'impartialité qu'elles offrent qui permet de « *préserver certains domaines de toute influence politique* »[1907]. Selon Pierre ROSANVALLON la *« légitimité des autorités indépendantes [dérive] de leur capacité à manifester leur qualité d'impartialité, celle-ci ne peut être que précaire. Continuellement remise en jeu, elle ne peut jamais être revendiquée comme un attribut* »[1908]. C'est cette légitimation qui est toujours au centre du débat et des critiques des autorités de régulation.

1107. Ainsi, les autorités de régulation sont l'objet de critiques en raison de ce manque de légitimité élective, et par l'idée qu'elles portent atteinte au principe de séparation des pouvoirs, car elles cumulent des pouvoirs normatif, contentieux et exécutif[1909]. Elles sont aussi critiquées pour leur indépendance vis-à-vis de la tutelle ou de la direction du gouvernement et pour leur manque de participation citoyenne dans leurs décisions[1910]. Comme l'a exprimé Jean-Bernard AUBY, les autorités administratives indépendantes « *sont une offense aux schémas ordinaires de la démocratie représentative. Leur position institutionnelle les place à l'écart des circuits habituels de la responsabilité devant les assemblées et le peuple alors qu'elles sont dotées de réels pouvoirs de puissance publique, notamment parfois d'un pouvoir règlementaire et/ou d'un pouvoir de sanction* »[1911].

1108. Malgré cela, elles n'échappent pas « *à de rigoureuses exigences procédurales, leur efficacité est surveillée à la fois par ceux qu'elles ont remplacés et par les segments économiques et sociaux à qui elles dédient leur activité. Elles sont soumises à des contrôles, y compris juridictionnels* »[1912] pour assurer leur légitimité. Pareillement, leur légitimité peut être fondée dans le « *principe d'efficacité… [qui] résulte du fait qu'elles remplissent*

[1906] Les autorités de régulation « *interviennent en des domaines nécessitant des compétences très poussées de nature tant juridique que technique* » OKI Jean-Louis, « Les travaux parlementaires : les paradoxes », RFDA, 2017, p. 425, et DECOOPMAN Nicole, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », Juris-ClasseurPériodique, La SemaineJuridique, fasc. 3303.
[1907] OKI Jean-Louis, « Les travaux parlementaires : les paradoxes », RFDA, 2017, p. 425.
[1908] ROSANVALLON Pierre, *La légitimité démocratique : impartialité, réflexivité, proximité*, Seuil, 2010, p.155.
[1909] CE, Les Autorités administratives indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001, p. 387, DELVOLVÉ Pierre, « Le pouvoir de sanction et le contrôle du juge », Petites Affiches, 2001, n° 185, p. 18, LOMBARD Martine, *op. cit.*, p. 530 et COLLET Martin, « De la consécration à la légitimation. Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation » in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité,* Dalloz, 2004, p. 53.
[1910] Voir supra A - La participation des citoyens.
[1911] AUBY Jean-Bernard, « La façon de comprendre les AAI », La semaine juridique, n° 51, 2010, p. 2371.
[1912] AUBY Jean-Bernard, « La façon de comprendre les AAI », La semaine juridique, n° 51, 2010, p. 2371.

efficacement leur mission »[1913]. Ainsi les autorités de régulation sont légitimes non pas par l'élection de leurs membres, mais par leur « *détachement du pouvoir politique et de leur immersion dans le secteur qu'elles entendent régir* »[1914].

1109. Pourtant malgré les contrôles auxquels elles sont soumises[1915], la validation par les juges de leur respect du principe de séparation des pouvoirs[1916] et un contrôle assuré par le Parlement[1917], les autorités de régulation sont toujours critiquées pour le manque de cet élément de légitimité électorale[1918]. Parmi les pays étudiés, les critiques peuvent être plus ou moins fortes à cet égard, mais il est clair qu'aucun des membres des autorités de régulation ne fait l'objet d'une élection, ils sont tous nommés[1919].

1110. Nous proposons d'introduire l'élection de deux membres dans les autorités de régulation étudiées[1920] : pour la SEC et la SUGEVAL nous proposons d'augmenter le nombre de membres et pour l'AMF d'élire deux des seize membres. Cette proposition ne cherche pas à nier les autres types de légitimation que les autorités de régulation détiennent et qui, comme nous l'avons exprimé auparavant, ont introduit des mécanismes de participation citoyenne dans leurs prises de décisions[1921]. L'idée n'implique pas la création d'« *un quatrième pouvoir qui porterait une atteinte encore plus marquée aux prérogatives du Parlement* »[1922], sinon de pallier les discussions sur leur légitimité démocratique et d'assurer un fonctionnement équilibré de ces autorités fondamentales pour la vie économique de chaque pays.

1111. L'objectif est de donner à ces autorités une partie de légitimité fondée sur l'élection politique et cela peut enlever les doutes sur la légitimation démocratique qui pèse

[1913] SEBAN, Alain, « Les formes institutionnelles impliquées par le droit de la régulation », Petites Affiches, n° 110, 2002, p. 63. Voir aussi LOMBARD Martine, « Institutions de régulation économique et démocratie politique », AJDA, 2005, p. 530 et FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Conclusion du volume. Réversibilité entre légitimité et efficacité dans les systèmes de régulation » in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.) *Les régulations économiques : légitimité et efficacité,* Dalloz, 2004, p. 197.
[1914] CHAMBON Maxence, « Rationaliser la rationalisation ? Retour sur les lois du 20 janvier 2017 relatives aux autorités administratives indépendantes », Revue internationale de la compliance et de l'éthique des affaires, supplément de La Semaine juridique entreprise et affaires, n° 40, 2017, p. 16.
[1915] La « *Constitution, en particulier à son article 20, qui rattache les autorités administratives à la responsabilité politique du gouvernement* », EPRON Quentin, « Le statut des autorités de régulation et la séparation des pouvoirs », RFDA, 2011, p. 1007.
[1916] Décision n° 89-260 DC du 28 juillet, Loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, Considérant no 6 et *Humphrey's Executor v. United States*, 295 U.S. 602 (1935).
[1917] Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
[1918] OKI Jean-Louis, « Les travaux parlementaires : les paradoxes », RFDA, 2017, p. 425.
[1919] Voir la Sous-section 2. Une composition comme garantie de transparence et démocratie.
[1920] Dans les cas de la SUGEVAL comme nous allons indiquer infra sa structure unipersonnelle doit évoluer vers un conseil collégial.
[1921]Voir supra A - La participation des citoyens.
[1922]OKI Jean-Louis, *op. cit.*, p. 425.

sur ces autorités. De ce fait, la proposition prend comme modèle l'élection de juges et surtout de procureurs[1923] de chaque état aux États-Unis[1924]. Les juges fédéraux et les *justices* de la Cour suprême sont nommés, quant aux procureurs ils sont élus dans 30 états[1925]. Pour eux, il s'agit d'élections dans des districts électoraux, mais dans notre cas l'élection ne peut pas se réaliser localement, car nous sommes devant des autorités nationales et l'élection des membres doit être une élection nationale.

1112. Ainsi nous proposons une élection, à l'échelle nationale, réalisée par un suffrage direct et universel. La durée du mandat des membres des autorités sera de 6 ans[1926] différenciée de celle des membres non élus. Leur mandat sera non renouvelable et ils devront être membres à temps plein. L'élection des membres se réalisera pendant les élections nationales déjà prévues dans le calendrier électoral de chaque pays[1927].

1113. La commission de la SEC est composée de cinq membres et c'est insuffisant pour réaliser une élection. En conséquence, nous proposons d'augmenter le nombre de membres de la SEC à sept, deux nouveaux membres vont donc être élus. Pour rester dans une logique non partisane pour l'autorité, il ne faut pas que plus de cinq membres de la commission appartiennent au même parti politique[1928]. Les conditions pour devenir *commissionner* ne sont pas explicites dans la *Securities and Exchange Act*[1929], mais nous sommes persuadés qu'il est nécessaire de demander des conditions d'expérience et d'expertise dans les matières que la SEC traite, car nous sommes devant une autorité très technique qui a besoin non seulement d'un personnel qualifié, mais également de dirigeants compétents dans la matière. Ainsi, une expérience minimale de dix ans dans des postes financiers doit être requise, comme c'est le cas de l'AMF.

1114. Pour l'élection de ces deux membres de la SEC nous proposons qu'elle corresponde avec celle des Sénateurs qui ont également un mandat de six ans. Leur élection est nationale et elle se déroule tous les deux ans pour renouveler ainsi un tiers du Sénat. De cette façon un premier membre pourra être élu lors de la prochaine élection qui se déroulera

[1923] Prosecutors : les procureurs publics et locaux comme les *district attorneys*, les *state's attorneys*, les *prosecuting attorneys* ou les *county attorneys*.
[1924]Dans le pays les juges et les procureurs peuvent être élus dans une élection ou nommés.
[1925]ELLIS Michael J., « The Origins of the Elected Prosecutor», Yale Law Journal, vol. 121, n° 6, 2012, p. 1569.
[1926]Les membres de l'AMF, de la SEC et de la SUGEVAL ont un mandat de cinq ans.
[1927] L'élection des membres se déroulera pendant l'élection nationale qui peut élire des représentants locaux mais avec un bulletin de vote spécifique.
[1928] 15 U.S. Code § 78d (a).
[1929] *Ibidem.*

en 2022 et la deuxième en 2024, ainsi leur mandat sera échelonné comme celui des autres membres.

1115. Un autre aspect important pour préserver la transparence et l'honnêteté du processus est leur financement de campagne. La *Federal Election Campaign Act*[1930] établit des limitations aux contributions pour les candidats fédéraux et un système pour la révélation volontaire des financements. Pour réguler les financements, la loi a créé la *Federal Election Commission* (FEC) qui a à sa charge l'application de la loi et une mission de transparence du financement[1931]. C'est ainsi que le candidat à la SEC doit respecter les limites de contributions établies pour la campagne [1932] et il doit aussi réaliser le rapport de chaque dépense et la destination des fonds[1933]. Nous considérons que les candidats à la SEC doivent être éligibles au *public funding program* qui permet l'utilisation des fonds publics pour la campagne[1934].

1116. En revanche le collège de l'AMF est composé de 16 membres et dans ce cas nous proposons que les membres qui feront objet d'une élection soient deux des six membres désignés par l'alinéa 8 ° de l'article L.621-2 du Code monétaire et financier[1935]. Ces deux membres qui sont élus doivent aussi remplir les conditions de « *compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers* »[1936]. En plus de ces conditions, il faudrait que ces membres, comme le président de l'AMF, soient soumis aux critères d'incompatibilité prévus pour les emplois publics, en plus des autres incompatibilités du poste[1937]. Les membres soumis à une élection n'auront pas leur mandat renouvelé et contrairement aux autres membres leur mandat sera à temps plein. La logique non partisane n'est pas applicable à la France, car ce type de pensée n'est pas propre à la culture administrative française et l'idée d'indépendance est proposée en premier lieu pour éloigner les autorités régulation d'une capture politique.

[1930] 52 U.S. Code § 30101.
[1931]52 U.S. Code § 30106.
[1932] 52 U.S. Code § 30116.
[1933] 52 U.S. Code § 30104.
[1934] 11 CFR 9001-9007, 9012.
[1935] Article L. 621-2 II alinéa 8, Code monétaire et financier.
[1936] *Ibidem.*
[1937]Article L.621-4 I alinéa 11, Code monétaire et financier et article 2.1.2 Règlement intérieur de l'Autorité des marchés financiers. - Organisation, fonctionnement et déontologie.

1117. Nous proposons que pour l'AMF, l'élection d'un de ses membres coïncide avec les élections municipales et le deuxième membre peut être élu pendant les élections régionales, car le mandat des conseillers municipaux et régionaux a aussi une durée de 6 ans. Ainsi, le premier membre peut être élu pendant la prochaine élection municipale en 2026 et le deuxième pendant les élections régionales de 2028, ainsi leur mandat sera échelonné.

1118. En France, le financement des campagnes électorales est organisé par les principes suivants : l'intervention financière de l'État, la limitation des dépenses, le plafonnement des dons et le contrôle des comptes et des sanctions[1938]. Comme aux États-Unis il existe une participation économique de l'État, une limitation, un plafonnement de dons, ainsi qu'un contrôle des comptes et des dépenses. Le code électoral établit les modalités de financement ainsi que les limitations imposées aux candidats[1939]. Les candidats peuvent faire un apport personnel, recevoir dons et contributions des partis politiques[1940]. Or, cette modalité nous semble inappropriée dans le cas des candidats à l'AMF, car l'idée de membres partisans dans une autorité administrative indépendante est une contradiction dans le droit administratif français. Les dons et les contributions sont faits par une personne physique et française ou résidente en France[1941]. La France s'est dotée aussi d'une commission qui approuve les comptes de campagne : Commission nationale des comptes de campagne et des financements politiques[1942].

1119. Dans le cas de la SUGEVAL, l'idée est de passer d'un organe unipersonnel à un collège[1943]. C'est ainsi que deux des membres du collège peuvent être élus, comme dans les autres pays étudiés, les membres doivent être soumis à des conditions pour pouvoir intégrer l'autorité de régulation. En premier lieu une expérience avérée dans le domaine des marchés financiers, bancaires et de l'administration[1944] doit être demandée ainsi que d'autres conditions que la loi établit comme conditions pour devenir surintendant[1945]. De plus il nous semble convenable que les candidats n'aient aucune affiliation partisane.

[1938] GRAND D'ESNON Jérôme et BLANCHETIER Philippe, « Campagnes électorales. Financement et communication », Éditions le Moniteur, 2007, p. 9.
[1939] Articles L52-3-1 à L52-17) Code électoral.
[1940] Article L.52-8 et ss. Code électoral.
[1941] *Ibidem.*
[1942] Article L.52-15 Code électoral.
[1943] Voir infra Sous-section 1. Légitimation par l'élection.
[1944] Article 172 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
[1945] Article 18- 24 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica et article 172 Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica

1120. La situation au Costa Rica est plus compliquée, car nous sommes dans une dynamique de financement de partis politiques et non de candidats. Donc la proposition nous amène à une réforme du Code électoral pour ouvrir aux candidats à la SUGEVAL la possibilité de recevoir des fonds. Le financement des partis politiques au Costa Rica est un modèle mixte comme pour les deux autres pays analysés, car il existe un financement public et un privé[1946]. Comme c'est le cas en France les dons des étrangers et des entreprises sont interdits[1947], en revanche le Code électoral costaricien ne met pas de limitations aux dons ou contributions[1948]. Comme dans les deux autres pays étudiés, les comptes de campagne sont soumis au contrôle périodique[1949]. Le Costa Rica a un quatrième pouvoir : le *Tribunal Supremo de Elecciones* qui a la charge de façon exclusive et indépendante de l'organisation, de la direction et de la surveillance de toutes les actions qui ont un rapport avec le suffrage[1950].

1121. Au travers de cette proposition, nous cherchons à éliminer la critique du manque de légitimation en donnant une légitimation par l'élection. Bien sûr cette affirmation peut nous amener à nous poser la question d'une capture politique de l'autorité en raison de ces membres élus par le peuple. Mais nous pouvons aussi nous questionner de la même manière sur les autres membres qui ont été nommés par les pouvoirs exécutif et législatif. Ainsi les règles sur les conflits d'intérêts, l'inéligibilité et les incompatibilités apparaissent comme indispensables pour assurer une indépendance dans l'exercice de la fonction des membres de l'autorité de régulation, mais aussi de l'indépendance de l'autorité en soi[1951].

1122. Avec cette ouverture nous proposons que les autorités de régulation étudiées disposent non seulement de la légitimation par leur impartialité et leur technicité, mais aussi une légitimation élective qui n'implique pas une partialité de ces membres élus, car leur régime déontologique et les incompatibilités les placeront au-dessus des conflits d'intérêts potentiels.

[1946] Article 96 Constitución Política de la Républica de Costa Rica, article 89 Código Electoral et PICADO LEON Hugo et CHACÓN BADILLA Ronald, «El financiamiento de los partidos políticos en Costa Rica», Tribunal Supremo de Elecciones. Instituto de Formación y Estudios en Democracia, 2019, p.3. En lignehttps://www.tse.go.cr/pdf/publicaciones/financiamiento-partidos-politicos.pdf

[1947] Article128 Código Electoral.

[1948] Article 135 Código Electoral et PICADO LEON Hugo et CHACÓN BADILLA Ronald, *op. cit.*, p.13. En lignehttps://www.tse.go.cr/pdf/publicaciones/financiamiento-partidos-politicos.pdf

[1949]Articles 103 et 127 Código Electoral.

[1950]Article 9 Constitución Política de la Républica de Costa Rica.

[1951] Voir Section 2 Vers des moyens financiers et humains adéquats.

Sous-section 2. Un modèle efficace de régulation

1123. La crise de 2007/2008 a perturbé le modèle de régulation comme l'indique France DRUMMOND. Elle a fait ressurgir les faiblesses d'« *approche microéconomique et domestique, l'insuffisance des mécanismes de concertation et de coopération, la disparité des politiques de sanction et le laxisme de certaines autorités* »[1952]. Ainsi un renouveau de la régulation s'imposait pour pallier ces déficiences.

1124. Les autorités de régulation étudiées disposent chacune d'un modèle différent de régulation qui s'adapte au contexte et aux caractéristiques du marché de chaque pays ainsi qu'à leur culture juridique. Ils ont adapté leur modèle, les uns plus que les autres, aux exigences de l'après crise mais aussi de la révolution technologique qui est en train de bouleverser les marchés. Pour faire face, ils ont adopté les réformes qu'ils ont considéré pertinentes pour leur situation en cherchant toujours une certaine efficacité.

1125. L'efficacité est le « [c]*aractère de ce qui est efficace* » et efficace c'est ce qui « *produit, dans de bonnes conditions et sans autre aide, l'effet attendu* »[1953] ou ce « qui produit l'effet que l'on attend »[1954]. Également, Julien BETAILLE a signalé que l'« *efficacité implique donc une correspondance entre les effets de la norme et son objectif* »[1955]. C'est ainsi que l'efficacité des autorités de régulation correspond aux missions que le législateur leur assigne, mais comme l'indique Jacqueline MORAND-DEVILLER, il faut faire attention « *sur l'efficacité de modes de régulation mis au service d'intérêts particuliers* »[1956],car cela peut porter atteinte à l'intérêt général. Pour arriver à une telle efficacité, « *l'environnement institutionnel a une importance fondamentale, … où l'efficacité d'une institution ne peut s'apprécier qu'au regard du contexte dans laquelle elle se situe* »[1957]. Ainsi certains facteurs organisationnels sont importants pour déterminer si une autorité de régulation a rempli les missions attendues.

[1952] DRUMMOND France, « Régulation judiciaire et/ou administrative de la finance ? », Revue d'économie financière, vol. 129, n° 1, 2018, p. 167.
[1953] Centre National de Resources Textuelles et Lexicales, définition d'efficace. En ligne https://www.cnrtl.fr/definition/efficace.
[1954] Le Petit Robert de la langue française 2021. En ligne https://dictionnaire.lerobert.com/definition/efficace
[1955] BETAILLE Julien, *Les conditions juridiques de l'effectivité de la norme en droit public interne, illustrations en droit de l'urbanisme et en droit de l'environnement*, Thèse de doctorat, Université de Limoges, 2012, p. 19.
[1956] MORAND-DEVILLER Jacqueline, « Avant-propos », in BOSKOVIC Olivera (dir.), *L'efficacité du droit de L'environnement. Mise en oeuvre et sanctions*, Dalloz, 2010, p. 4.
[1957] RAMBAUD Romain, *L'institution juridique de régulation. Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, L'Harmattan, 2012, p. 562.

1126. La SEC a pour mission de protéger les investisseurs, d'assurer la justice, l'ordre et l'efficience des marchés financiers et de faciliter la formation du capital. Pour sa part l'AMF a pour mission la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur les instruments financiers et dans tout autre placement offert au public ; à l'information des investisseurs ; au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers[1958]. Quant à la SUGEVAL, elle a pour mission la transparence des marchés financiers, la bonne formation de prix, la protection des investisseurs et la diffusion de toutes les informations nécessaires pour arriver à ses fins[1959]. Alors, pour que les autorités de régulation puissent avoir une régulation efficace, elles doivent avoir une structure et des moyens qui leur permettent de réaliser leurs missions.

1127. Pour cela le modèle de régulation doit prendre en compte que le système financier est complexe et interconnecté. L'interconnectivité vient de la mondialisation de la finance. Celle-ci permet la formation de conglomérats, de nouveaux produits et nouvelles technologies. De ce fait, le système financier n'est plus fragmenté, les structures traditionnelles ne répondent pas tout à fait aux besoins des opérateurs et des investisseurs[1960].

1128. Or, après la crise de 2007/2008, les réformes ont été entreprises, car la crise a souligné l'inefficacité de la régulation. Il est important de comprendre qu'un modèle parfait de régulation n'existe pas[1961]. Le modèle doit d'abord s'adapter aux particularités de chaque pays et au contexte mondial de l'époque, car un modèle statique ne correspond pas à notre réalité sociale et aux marchés financiers. Malgré cela, nous considérons que certains standards de haut niveau doivent être respectés pour avoir un modèle efficace de régulation. Ils sont déjà présents dans la plupart des autorités de régulation étudiées et parfois ils ont été renforcés par les réformes effectuées.

1129. Afin que les autorités de régulation puissent accomplir leurs missions de manière efficace, elles doivent remplir certaines conditions. Ainsi, nous considérons indispensables

[1958] Article L.621-1Code monétaire et financier.
[1959] Article 3 Ley Reguladora del Mercado de Valores.
[1960] HUANG Robin Hui, «Financial regulatory structure in China » in HUANG Robin Hui et SCHOENMAKER Dirk (dirs.), *Institutional Structure of Financial Regulation Theories and International Experiences,* Routledge, 2016, p. 253.
[1961] BUTTIGIEG Christopher P., « The Institutional Models for Financial Supervision: An Analysis», The Accountant, 2013, p. 12.

dans la structure d'un régulateur des marchés financiers les exigences d'indépendance, de transparence et de coopération[1962].

1130. L'***indépendance***[1963] permet aux autorités de régulation une prise de décisions dans un domaine technique sans les pressions externes. Il s'agit d'une indépendance assurée vis-à-vis des pouvoirs politiques[1964], ayant des règles déontologiques et de conflit d'intérêts qui permettent d'écarter les autorités de régulation de l'influence des opérateurs financiers[1965]. Certes, arriver à une indépendance absolue n'est pas possible, car il y a toujours des moyens de pression ou d'influence de la part de tous les secteurs, mais les facteurs indiqués sont indispensables pour garantir un fonctionnement indépendant des régulateurs.

1131. L'indépendance passe aussi par des pouvoirs suffisants pour la réalisation de ses missions, des ressources adéquates, comme un personnel bien formé et capable techniquement. Comme nous l'avons signalé[1966], l'indépendance n'implique pas que les décisions de l'autorité de régulation ne sont pas révisables par le juge ni un manque de reddition de comptes des autorités de régulation envers le législateur. L'indépendance n'écarte pas non plus une participation citoyenne, par exemple dans l'élaboration de normes.

1132. La ***transparence*** dans leur action suppose que leurs fonctions et leurs objectifs soient bien définis. Les membres et le personnel de l'autorité de régulation doivent suivre les codes de conduite établis et les règles de déontologie pour éviter la mise en cause de leur action. L'information est un des éléments fondamentaux dans la régulation des marchés financiers. Elle doit aussi être transparente, un vrai reflet de l'activité des entreprises, des opérateurs et des régulateurs. C'est le législateur qui doit s'assurer qu'elle respecte cette condition. La transparence doit aussi être présente dans les processus de régulation, comme dans l'élaboration des normes et dans la prise de décisions[1967].

[1962] Ils peuvent coïncider avec quelques des principes prévus pour l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais : International Organisation for Securities Commissions). IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010, p. 4. En ligne https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf.

[1963] Voir supra Sous-section 2. Vers une autorité indépendante ou autonome.

[1964] MASCIANDARO Donato et QUINTYN Marc, « Helping hand or grabbing hand? Supervisory architecture, financial structure and market view», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 85.

[1965] MASCIANDARO Donato et QUINTYN Marc, *op. cit.*, p. 85.

[1966] Sous-section 2. Vers une autorité indépendante ou autonome.

[1967] MASCIANDARO Donato et QUINTYN Marc, « Helping hand or grabbing hand? Supervisory architecture, financial structure and market view», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 85.

1133. La ***coopération*** dans un système financier mondialisé et interconnecté est fondamentale. Les autorités de régulation ne sont pas seules et isolées à réaliser leur fonction de régulation. Pour que la régulation fonctionne de façon efficace, il faut une coopération avec les opérateurs, car cette dernière permet une meilleure acceptation de la régulation. La coopération avec les pouvoirs publics est aussi importante pour mettre en place les politiques adéquates et la coopération avec les autres régulateurs du pays, les régulateurs nationaux et les régulateurs internationaux est indispensable.

1134. En prenant en compte dans leur structure les 3 conditions énoncées ci-devant, le fonctionnement des autorités de régulation peut être juste, équitable et impartial. Nous considérons qu'assurer ces qualités aide à garantir les intérêts des grandes entreprises et conglomérats financiers, mais, plus important encore, les intérêts des investisseurs qui sont davantage fragiles, car la plupart ne sont pas initiés au monde de la finance.

1135. Aux **États-Unis**, le système financier est complexe. La *Dodd-Frank Act* a introduit des nouveaux acteurs dans le schéma de régulation financière dans la sphère publique. Mais la situation n'est pas différente dans la sphère privée avec la fusion des grands conglomérats et la concentration des institutions financières qui rend très difficile leur régulation[1968].

1136. La *Dodd-Frank Act* a créé le *Financial Stability Oversight Council (FSOC)*[1969] qui a pour mission d'améliorer l'approche et la prévention des risques systémiques. Elle le fait à travers la surveillance des S*ystemically Important Financial Institutions* (SIFIs), c'est-à-dire les institutions trop grandes ou interconnectées pour faire faillite[1970]. Le FSOC peut demander des informations, mais il peut diviser des institutions pour réduire le risque pour l'économie. La loi a aussi créé le *Consumer Financial Protection Bureau*[1971]. Normalement il devait prévenir les mauvaises hypothèques par le contrôle des produits, services et marchés mis à disposition pour les consommateurs, mais il s'est confronté à des obstacles comme la déclaration d'inconstitutionnalité de sa structure, car il s'agit d'un organe unipersonnel[1972]. La *Dodd-Frank Act* n'a pas changé réellement le modèle ou la structure de la régulation des

[1968] BORN Brooksley, «Financial Reform and the Causes of the Financial Crisis», American University Business Law Review, vol. 1, n° 1, 2011-2012, p. 5.
[1969] 12 U.S. Code § 5321.
[1970] Too big to fail.
[1971] 12 U.S. Code § 5491.
[1972] Seila Law L.L.C. v. Consumer Financial Protection Bureau, 2020 WL 3492641 (U.S. June 29, 2020).

marchés financiers, mais les institutions introduites ont aidé à faire progresser la régulation[1973].

1137. Une des attentes des divers secteurs avec la *Dodd-Frank Act* était la consolidation de la régulation des instruments financiers dans une seule institution, c'est-à-dire l'unification de la SEC et la CFTC pour une harmonisation des politiques. Au lieu de créer une institution, la loi a chargé les deux autorités de régulation de la création conjointe d'une réglementation plus poussée, mais cela a produit une augmentation des lacunes et des incohérences[1974]. Depuis la création de la *Dodd-Frank Act* la structure de régulation est plus complexe qu'avant la crise, pourtant les réformes permettent un fonctionnement plus efficace avec un renforcement des missions et des pouvoirs des autorités de régulation et une nouvelle autorité focalisée sur la protection des consommateurs financiers[1975].

1138. De son côté, la **France** a vu son modèle changer avec la création d'une nouvelle autorité de contrôle prudentiel en 2010[1976]. L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution est le résultat de la fusion du Comité des entreprises d'assurance, CEA, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, CECEI et de la Commission bancaire et Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, ACAM. C'est ainsi que la création de cette autorité initie une régulation par objectifs[1977].

1139. L'AMF a ouvert, pour faire face aux défis de l'époque et aux nouvelles innovations, certains départements et divisions[1978]. Elle a également poursuivi le renforcement de ses pouvoirs, comme l'introduction dans son arsenal d'outils du pouvoir de transaction[1979]. La loi du 26 juillet 2013 renforce les pouvoirs de l'AMF en lui permettant d'utiliser de nouveaux moyens d'enquête, comme l'utilisation d'une identité d'emprunt dans les enquêtes,

---

[1973] GAO, High-Risk Series: Dedicated Leadership Needed to Address Limited Progress in Most High-Risk Areas, GAO-21-119SP, 2021, p. 73.
[1974] BARR Michael S., « The Financial Crisis and the Path of Reform», Yale Journal on Regulation, vol. 29, n° 1, 2012, p. 109.
[1975] OMAROVA Saule T., « One step forward, two steps back ? The institutional structure of US financial services regulation after the crisis of 2008», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dirs.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 153.
[1976] Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.
[1977] MARINI Philippe, « Rapport d'information fait au nom du groupe de travail (1) de la commission des finances (2) sur la crise financière et la régulation des marchés », Rapport d'information n° 59, 2009, p. 61.
[1978] Division Fintech. AMF, L'AMF annonce la création d'une division Fintech, innovation et compétitivité et la nomination de Franck Guiader à sa tête, 2016. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-annonce-la-creation-dune-division-fintech-innovation-et-competitivite-et-la-nomination-de.
[1979] Article L. 621-14-1 Code monétaire et financier.

l'extension du champ d'application des saisies et visites à domicile ainsi que les auditions sur place pour étendre son champ d'intervention[1980]. La loi n° 2019-486 du 22 mai 2019, dite loi Pacte, donne à l'AMF un nouvel objet de régulation : les actifs numériques[1981]. L'AMF a la faculté de s'adapter aux mutations des règles et pratiques, car elle peut se fixer ses propres objectifs, par exemple dans ses plans stratégiques[1982], ce qui l'aide à faire face aux changements constants de l'industrie.

1140. Concernant la structure institutionnelle, les changements se sont produits aussi à un niveau supranational. De nouvelles autorités de régulation européennes se sont créées et elles jouent un rôle de coordination des autorités nationales et elles disposent de réels pouvoirs contraignants pour harmoniser la supervision et les règles qui s'appliquent aux acteurs, aux structures et aux produits[1983].

1141. Au **Costa Rica** le modèle de régulation a été remis en question plusieurs fois. Par exemple en 2017 a été présenté le projet de loi nº 20215 appelé *F.U.S.I.O.N.A.R. (Fundir y Unificar Super-Intendencias, Ordenando la Normativa, para Ahorrar Recursos)*[1984] qui proposait un seul régulateur rattaché à la Banque centrale. Le projet de loi a été archivé en 2020, car il n'a pas été mis dans l'ordre du jour de l'Assemble législative. Malgré les propositions ou les analyses réalisées par le CONASSIF pour simplifier et adapter le modèle costaricien de régulation[1985], aucun changement n'a été fait.

[1980] Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, MILLERAND Arthur, « La vigilance s'impose face au nouveau renforcement des pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers (AMF) », Droit des sociétés, n° 12, Décembre 2013, alerte 67, et VABRES Régis, « Le pouvoir d'enquête de l'AMF face à la protection des droits fondamentaux », Revue de Droit bancaire et financier, n° 6, 2018, dossier 42.

[1981] Article L.552-1 Code monétaire et financier.

[1982] ELIET Guillaume et D'HOIR Jennifer, « Les moyens de la régulation des objectifs de la régulation : l'exemple de l'Autorité des marchés financiers » in ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe, *Les objectifs de la régulation économique et financière,* L'Harmattan, 2017, p. 214 et 219.

[1983] « *Toute l'architecture des régulateurs européens a été modifiée depuis le 1er janvier 2011. Cette architecture, mise en place le 7 septembre 2010, a prévu la création de : – un Comité européen du risque systémique (CERS) chargé de détecter les risques macroéconomiques pesant sur la stabilité financière et de faire des recommandations sur la façon d'y remédier ; – et de trois autorités européennes de supervision financière (AES en français et sous l'acronyme anglais EAS) qui remplacent les anciens comités européens de superviseurs nationaux dans les secteurs bancaire, assurantiel et des valeurs mobilières* » MERVILLE Anne-Dominique, « Autorités européennes de supervision financière », Répertoire des sociétés, 2012 et ELIET Guillaume et D'HOIR Jennifer, « Les moyens de la régulation des objectifs de la régulation : l'exemple de l'Autorité des marchés financiers » in ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe, *Les objectifs de la régulation économique et financière,* L'Harmattan, 2017, p. 217.

[1984] Fusionner les superintendances pour économiser ressources.

[1985] RUIZ Gerardo, Plan para restructurar supreintendencias podría esquivar su fusión, CRhoy, 2020. En ligne https://www.crhoy.com/economia/plan-para-reestructurar-superintendencias-podria-esquivar-su-fusion/

1142. Nous préconisons que le Costa Rica se dote d'un modèle avec un seul régulateur financier. Un régulateur, des régulateurs ou un méta régulateur pour le secteur de la finance costaricien comme l'exprimait Jean-Marc Sauvé, Vice-président du Conseil d'État par rapport aux autorités de régulation : « *L'essor des instances de régulation a en tout cas fait naître un évident besoin de « régulation des régulateurs » et il a ainsi fait émerger un « méta-régulateur »* »[1986]. Nous proposons la création au Costa Rica d'une autorité de régulation indépendante ou plutôt de donner au CONASSIF le statut d'autorité indépendante, une première pour l'administration costaricienne. Elle regrouperait les surintendances de régulation financière existantes (SUGEVAL, SUGEF, SUGESE et SUPEN), non seulement comme supérieur hiérarchique, mais aussi comme une véritable institution unifiée. Le CONASSIF a sept membres, desquels cinq sont nommés par le conseil d'administration de la Banque centrale, le ministre de l'Économie et le président de la Banque centrale. De ses sept membres nous proposons d'en élire deux parmi les membres normalement nommés par le conseil d'administration de la Banque centrale. Selon Michael W. TAYLOR, ce modèle est approprié quand certaines circonstances sont réunies : un système financier petit qui doit rester efficient avec peu de ressources[1987] : le système financier costaricien les réunit.

1143. Le modèle de régulation des autorités est important, car il maximise les ressources et favorise l'efficacité de la régulation. Les modèles de régulation sont toujours en constante évolution, comme après la crise ils se sont focalisés sur un contrôle prudentiel pour éviter le risque systémique, mais aussi sur la supervision de la compliance dans la régulation des marchés financiers[1988].Cela favorise un modèle de régulation par objectifs. Mais la structure est un allié dans la régulation des activités financières qui sont de plus en plus sophistiquées : de nouvelles institutions, de nouveaux opérateurs, de nouveaux produits, ainsi que de nouvelles technologies[1989].

1144. Pourtant, l'efficacité des autorités de régulation dépend des moyens qui sont à leur disposition pour atteindre leurs buts, mais aussi de la structuration de ces ressources. Pour

---

[1986] SAUVE Jean-Marc, « Intervention lors des Entretiens du contentieux le 20 novembre 2017 », Entretiens du contentieux : La régulation Conseil d'État -Lundi 20 novembre 2017 https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/la-regulation.

[1987] TAYLOR Michael W., «Regulatory reform after the financial crisis. Twin peaks revisited», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 27.

[1988] DRUMMOND France, « Régulation judiciaire et/ou administrative de la finance ? », Revue d'économie financière, vol. 129, n° 1, 2018, p.171 et FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Du droit de la régulation au droit de la compliance », in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.), *Régulation, Supervision, Compliance*, Dalloz, 2017, p. 11.

[1989] VINTIMILLA SALDAÑA Jaime, «Futuro del derecho del mercado financiero: regulación, desregulación, neo-regulación y soft law», Iuris dictio, vol. 17, 2015, p. 43.

cela la structure du système permet de disposer de certains pouvoirs et de certains outils. La crise de 2007/2008 a mis en avant les défaillances de la régulation financière, mais aussi des modèles, ce qui a conduit à une remise en cause des régulateurs. Comme réponse à cette situation, les autorités de régulation étudiées ont eu leurs pouvoirs renforcés tout comme les politiques de transparence et de déontologie.

1145. En raison de cela il existe un besoin de solidité et de sécurité dans les marchés avec des régulateurs indépendants qui assurent la confiance des investisseurs à travers un marché transparent et un équilibre d'intérêts entre ceux des opérateurs et ceux des régulateurs qui ont une mission de protection des investisseurs, du marché et de l'épargne[1990]. Un équilibre entre les objectifs des autorités de régulation et les intérêts particuliers d'une part, entre des opérateurs et des investisseurs d'autre part, est nécessaire. L'équilibre peut se trouver avec de nouveaux mécanismes comme l'intelligence artificielle, la *soft law* ou les outils propres à la compliance, afin d'atteindre une régulation efficace pour tous[1991].

Conclusion du Chapitre II

1146. La finance est mondialisée et complexe et pour faire face aux défis actuels et passés, les régulateurs doivent trouver des moyens pour simplifier leur tâche. C'est dans ce contexte que les autorités de régulation ont eu besoin d'adapter leur action et pour cela elles ont employé de nouveaux outils.

1147. Les instruments qu'elles utilisent pour adapter et simplifier la réalisation de leurs missions peuvent venir de développements technologiques comme l'intelligence artificielle. Celle-ci, quand elle devient un instrument au service des autorités de régulation, aide à accélérer les processus de régulation et elle permet une meilleure allocation de ressources humaines et financières qui sont rares au sein de ses autorités. De plus, l'intelligence artificielle concède aux régulateurs la possibilité de ne pas être en retard par rapport aux opérateurs, équilibrant un peu leurs relations. Comme nous l'avons signalé dans cette étude, l'information est un élément essentiel pour le bon fonctionnement des marchés et pour la

[1990] *Ibidem.*
[1991] CALVO Daniel, CRISANTO Juan Carlos, HOHL Stefan et GUTIÉRREZ Oscar Pascual, « Financial supervisory architecture: what has changed after the crisis? », Financial Stability Institute, 2018, p. 1.

protection des investisseurs donc l'intelligence artificielle facilite aussi l'obtention et le traitement de l'information.

1148. Un autre mécanisme qui est devenu incontournable pour les régulateurs est la compliance. Cette notion, que plusieurs auteurs traduisent comme conformité, a une place primordiale au sein des entreprises. Ses outils, comme les codes de conduites, les chefs de la compliance, les programmes des lanceurs d'alerte sont devenus la première ligne de prévention des débordements et mauvaises pratiques dans les entreprises qui peuvent nuire aux marchés financiers. Comme on exige des entreprises qu'elles remplissent les obligations de la compliance quand ce n'est pas le cas les régulateurs peuvent les sanctionner pour non-respect. Ainsi les autorités de régulation constatent l'infraction et cela simplifie leur tâche.

CONCLUSION DU TITRE II

1149. La quête d'un modèle de régulation efficace pour faire face à la multiplication des défis est effectuée grâce à une multitude de solutions, mais aussi avec une simplification et une adaptation des outils de régulation.

1150. La protection des investisseurs est un challenge important, car leur argent et leur confiance dans les marchés font marcher l'économie. Leur protection est donc un élément fondamental pour rendre la régulation plus efficace. À cela s'ajoutent la prévention et la surveillance du risque. Marchés financiers et notion de risque sont indissociables. Le risque doit être géré et maintenu en équilibre pour qu'il ne devienne pas l'élément déclencheur des crises financières comme cela a été le cas dans le passé avec la crise de 2007/2008.

1151. Le modèle de régulation évolue avec le temps et les nouveaux défis environnementaux, sociaux et de gouvernance établissent de nouveaux besoins de la part des investisseurs qui veulent faire des investissements en accord avec leurs valeurs. Les investisseurs ne sont pas seulement en train de faire des placements pour le bénéfice économique, mais ils s'orientent de plus en plus vers des entreprises qui ont une conscience sociale et environnementale. C'est ainsi que les autorités de régulation s'adaptent, non seulement dans un but de protection des investisseurs, mais aussi de protection de la planète et elles exigent les critères ESG dans la divulgation des informations par les entreprises, pour que les investisseurs aient la possibilité de prendre des décisions en toute connaissance de cause.

1152. Un modèle efficace est un modèle simple qui utilise les outils mis à sa disposition pour arriver à ses buts. En conséquence, les autorités de régulation se sont servies des outils comme l'intelligence artificielle et la compliance pour faciliter leur tâche. Ce sont des éléments qui rendent la régulation plus simple pour les régulateurs. Dans le cas de l'intelligence artificielle, elle est devenue un allié indispensable pour le traitement de l'information donné par les entreprises pour la rendre plus accessible et compréhensible pour les investisseurs non initiés. Pour sa part la compliance et ses outils opèrent *ex ante* pour assurer de bonnes conduites au sein des entreprises. Elle permet de repérer et d'éviter les mauvaises pratiques et que la même entreprise puisse mettre en place des procédures

correctives. La compliance donne aux autorités de régulation la possibilité de répartir ses ressources limitées d'une manière plus efficace.

1153. Mais la recherche continuelle d'un modèle plus performant passe aussi par l'adaptation des modèles de régulation existants. Pour cela nous proposons des changements structurels afin de répondre aux questionnements concernant la légitimité démocratique des autorités de régulation en introduisant l'élection de certains de ses membres. De plus, l'efficacité du modèle de régulation financière peut être achevée par la consolidation de leurs caractéristiques communes qui rendent le modèle plus efficace comme l'indépendance, la transparence et la coopération.

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE

1154. Les réformes, les nouvelles technologies et les multiples challenges auxquels s'adaptent les autorités de régulation ont provoqué un renouvellement du modèle de régulation financière. Car tous les changements ont obligé les régulateurs à s'adapter et à revoir leurs techniques de régulation. Les nouvelles technologies ont supposé un grand défi, la régulation de la négociation automatisée à haute fréquence et les crypto actifs ont entrainé une allocation de ressources pour des technologies qui dépassent un peu les capacités des régulateurs. Pour cela les autorités de régulation ont adapté leurs stratégies de régulation et même le recrutement de personnel pour introduire une pluridisciplinarité avec des mathématiciens et ingénieurs en informatique dans un monde où il n'y avait que des juristes et économistes.

1155. L'intelligence artificielle et la compliance ont également contribué au renouvellement des pratiques des régulateurs face à des opérateurs toujours innovants. Ces outils permettent aux autorités de régulation de faire une utilisation des ressources plus adaptée.

1156. Les relations des régulateurs des marchés financiers avec les pouvoirs étatiques sont la plupart du temps des relations de contrôle et de surveillance, mais elles peuvent être aussi des relations de coopération et de collaboration pour éviter les chevauchements des régulations et ainsi la dépense inutile de ressources. La coopération se fait aussi avec d'autres régulateurs nationaux et des organisations internationales afin d'arriver à une harmonisation des normes et tendances de régulation. Cette standardisation permet de mieux identifier les abus de marchés dans toutes les juridictions, évitant une fuite des opérateurs dans des pays où la régulation est moins rigoureuse. En raison de la globalisation de la finance, les autorités de régulation doivent se rapprocher des autorités nationales d'autres pays pour une meilleure efficacité de la régulation.

1157. La globalisation financière et l'évolution de la conscience sociale ont fait de la finance durable un outil incontournable pour faire face aux défis climatiques, sociaux et de gouvernance. La finance durable aide les investisseurs à faire des investissements plus responsables, adaptés à leurs convictions et aux besoins de la planète.

1158. La régulation des marchés financiers doit en premier lieu s'adapter et laisser les anciennes discussions sur la légitimité des autorités de régulation de côté. Nous proposons à ce sujet, comme indiqué supra, l'élection de certains de ses membres pour ainsi clore le débat sur leur légitimité démocratique. En second lieu, l'évolution des modèles de régulation financière et l'accroissement de leur efficacité passent par des autorités de régulation qui partagent des caractéristiques qui sont fondamentales : transparence, indépendances et coopération.

CONCLUSION

1159. La régulation financière est régie par le droit économique qui comme l'exprime Pierre DELVOLVE regroupe « *un droit public économique et un droit privé économique* »[1992]et elle est aussi régie par le droit financier. Mais en ce qui concerne les autorités de régulation, elles sont gouvernées par le droit administratif de chaque pays avec certaines interventions du droit privé comme nous l'avons constaté en France par exemple dans l'intervention du juge judiciaire[1993] pour « *les recours contre les autres décisions de la commission des sanctions, et notamment les décisions de sanctions visant d'autres personnes que les professionnels de la bourse visés à l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier, ressortissent à la compétence du juge judiciaire* »[1994]. Cela fait de la régulation financière un domaine perméable aux droit public et droit privé. Cependant, elle est également obligée de prendre en compte des aspects sociaux, politiques, ainsi qu'économiques, sans négliger les évènements d'actualité comme l'a démontré la Covid-19, pour réussir son objectif de bon fonctionnement des marchés financiers et la protection des investisseurs.

1160. À l'issue de la comparaison réalisée, nous avons estimé que les États ne participent pas directement à la régulation des marchés financiers et leur intervention après la crise a été exceptionnelle afin de stabiliser l'économie, ainsi que pour restaurer la crédibilité des entités financières[1995]. Dans notre étude, nous avons mis en évidence que l'existence des autorités de régulation est justifiée par une défiance vis-à-vis de l'État et que l'intervention de l'État doit être limitée pour éviter des conflits d'intérêts[1996]. Mais l'intervention de l'État dans l'économie, et surtout en période de crise, est toujours nécessaire.

1161. La comparaison entre la SEC, l'AMF et la SUGEVAL nous a éclairci sur le rôle que doivent jouer les autorités de régulation dans la régulation. Selon nous, elles sont toujours

[1992] DELVOLVE Pierre, *Droit public de l'économie*, Dalloz, 2021, p. 1.
[1993] Article L. 621-30 Code monétaire et financier.
[1994] DEZEUZE Eric, « Une compétence concurrente du juge judiciaire et du juge administratif en matière de manquements boursiers », Bulletin Joly Bourse, n°02, 2017, p. 142.
[1995] JACKSON Howell E. et SCHWARCZ Steven L., « Protecting Financial Stability: Lessons from the COVID-19 Pandemic», Harvard Business Law Review, vol. 11, n° 2, 2021, p. 196.
[1996] CHEVALLIER Jacques, « Le statut des autorités administratives indépendantes : harmonisation ou diversification ? », RFDA, 2010 p. 896 et DEGOFFE Michel, « Constitution et compétences normatives économiques des "autorités de régulation" », Petites affiches, n°16, 2009, p. 18.

légitimes pour réaliser la tâche que le législateur leur a donné. Elles ont une place privilégiée entre les opérateurs et les investisseurs de négociation, de coopération et de coordination, en plus de leur statut d'expert auprès des marchés financiers. De plus, la transparence et l'information envers les investisseurs prennent une place très importante dans les marchés[1997]. Le questionnement sur leur légitimité démocratique a été tranchée par le juge, mais aussi par le législateur qui a introduit des mécanismes qui font que les autorités de régulation ont un fonctionnement démocratique[1998]. Toutefois, dans le but de renforcer la démocratie et soustraire les autorités de toute spéculation, nous avons proposé dans notre étude l'élection de certains membres des autorités de régulation.

1162. L'analyse effectuée nous a démontré la pluralité de modèles de régulation financière en raison de la globalisation financière. Nous observons une convergence de modèles vers des éléments communs, créant ainsi des modèles efficace de régulation et non pas un seul modèle de régulation. Des caractéristiques indispensables rapprochent les régulateurs et rendent la régulation plus complète. Ces éléments qui mènent à un modèle plus performant sont l'indépendance, la transparence et la coopération. Elles permettent que leur action soit fondée sur leur technique et leur expertise, avec une allocation plus adaptée de ressources et une coordination appropriée entre les participants du marché financier.

1163. Les marchés financiers jouent un rôle fondamental dans le financement de l'économie et leur régulation est indispensable pour le bon fonctionnement des marchés. C'est ainsi que l'intervention étatique est nécessaire, mais d'une forme indirecte et objective par l'intervention des autorités de régulation. Ces autorités, celles des États-Unis, de la France et du Costa Rica ont suivi des réformes pour élargir et renforcer leurs missions et leurs pouvoirs afin de prévenir une nouvelle crise financière, comme celle de 2007/2008 qui a bouleversé l'économie mondiale. La structure juridique des autorités de régulation est fondamentale pour prévenir des évènements nocifs pour la finance. Les pays étudiés ont des modèles de

[1997] DUHAMEL Jean-Christophe, FASTERLING Bjorn et REFAIT-ALEXANDRE Catherine, « La transparence : outil de conciliation de la finance et du management », Revue française de gestion, vol. 198-199, nº 8-9, 2009, p. 63.

[1998] AUBY Jean-Bernard. « Remarques préliminaires sur la démocratie administrative », Revue française d'administration publique, vol. 137-138, n° 1-2, 2011, p. 14, et DAUGERON Bruno, « La démocratie administrative : retour sur la naissance d'un concept » in *La démocratie administrative : Des administrés aux citoyens*, RFAP, 2011, n° 137-138, p. 24., AUBY Jean-Bernard, « Droit administratif et démocratie », Droit Administratif n° 2, 2006, étude 3, parr. 6 et DELAUNAY Bénédicte, « *Les réformes tendant à améliorer les relations des citoyens avec les administrations* », AJDA, 2011, p. 1188.

régulation différents : *twin peaks*[1999] pour la France, une forme complexe pour les États-Unis ou un modèle fonctionnel pour le Costa Rica, mais nous retrouvons des éléments communs entre les trois systèmes de régulation. L'indépendance constitue un prérequis pour une régulation efficace soustraite aux influences des gouvernements et des opérateurs. La SEC et l'AMF ont été dotées par le législateur d'une indépendance qui les détache de l'administration traditionnelle. La SUGEVAL, elle, est autonome et soumise à la direction du gouvernement, situation qui doit changer pour satisfaire les besoins de transparence et le degré d'impartialité que les autres autorités ont déjà achevé. Pour arriver à une véritable indépendance des autorités de régulation, l'impartialité vis-à-vis des participants du marché, mais aussi du pouvoir politique, est devenue la norme. Les nominations et la composition des autorités de régulation doivent suivre ce modèle. L'organisation des autorités de régulation doit être et paraître intègre, incorruptible et irréprochable. Nous pouvons constater que l'organisation des régulateurs doit être démocratique. Elle se justifie par la participation citoyenne dans la formation des normes, mais également dans la composition des autorités avec une pluralité politique et une inclusion des minorités. La transparence est un autre élément commun et fondamental dans l'organisation des autorités de régulation. Elle est garantie par l'accès aux informations claires, transparentes et exactes des entreprises et de leurs états financiers. L'organisation que le législateur décide pour les autorités a une influence sur la qualité de la régulation et surtout sur son efficacité.

1164. Les missions et pouvoirs des autorités de régulation ont été consolidés en raison de la crise. Les législateurs ont amélioré la protection des investisseurs, ils ont aussi pris des mesures pour la prévention des crises, mais surtout leurs missions ont été élargies par la régulation des produits non régulés pour permettre aux autorités de régulation d'agir face aux opérateurs ou aux produits dangereux pour la stabilité des marchés financiers. Cependant, les pouvoirs des autorités de régulation ont été aussi renforcés, augmentant la possibilité de flexibilité pour les autorités dans des marchés en constante évolution, par une reconnaissance accrue des techniques comme la *soft law.* L'introduction de nouveaux pouvoirs, comme les pouvoirs de transaction et la protection de lanceurs d'alerte, ont pour but un renforcement des processus de sanction essentiel pour la dissuasion des mauvaises conduites. Il ne faut pas oublier que les pouvoirs des autorités de régulation doivent être en constante révision, car les

[1999] Il « *consiste à distinguer la surveillance des marchés de la surveillance prudentielle des établissements* » DRUMMOND France, *Droit financier,* Economica, 2020, p.40.

participants du marché sont continuellement en train de créer et d'innover et les autorités de régulation ont aussi besoin d'être à la hauteur.

1165. La régulation est une fonction partagée. Il ne faut pas oublier que l'indépendance ne signifie pas déconnexion. Les régulateurs sont en relation avec les opérateurs, les investisseurs, mais aussi avec les pouvoirs publics et autres régulateurs nationaux et internationaux, et il faut pour cela une grande coopération et coordination. Les relations avec les pouvoirs publics sont importantes, car elles constituent un dialogue, un contrôle ou un contrepoids qui permet un renforcement de l'exercice de régulation. Dans un marché financier globalisé où la régulation financière est effectuée par les autorités de régulation nationales, elle ne peut pas être réalisée sans coordination et coopération entre les régulateurs nationaux ou sans l'intervention des institutions internationales. Dans le passé, les marchés financiers mondiaux ont été marqués par les influences américaines[2000], mais de nos jours, l'Union européenne a de plus en plus d'influence avec sa régulation, à tel point qu'elle est parfois plus rigoureuse que la régulation étasunienne. Les organisations internationales ont une place importante dans la régulation financière, car l'homogénéisation des modèles se fait aussi par la création de standards communs à respecter. Ces organisations sont le point de départ de cette standardisation de la régulation financière[2001]. Elle est importante, car sans elle, les pays qui ont des régulations plus faibles et permissives mettent en péril le système financier global qui est interconnecté.

1166. La SEC, l'AMF et la SUGEVAL, malgré le choix de modèles différents de régulation, font face aux mêmes défis, comme les innovations financières et les défis climatiques, sociaux et de gouvernance, en raison d'une finance globalisée et complexe, ainsi que des nouvelles exigences des investisseurs. Une multiplication de solutions s'est imposée après la crise de 2007/2008. De nouveaux outils ont alors été mis en place pour faciliter les fonctions des régulateurs comme l'intelligence artificielle et la compliance qui sont devenues incontournables. Ce sont des éléments qui rendent la régulation plus simple pour les régulateurs. Nous considérons que les réformes effectuées vont dans la bonne direction pour perfectionner des modèles de régulation qui veulent devenir plus performants pour faire face aux opérateurs. Mais les marchés financiers sont dynamiques et évolutifs, pour cela la régulation financière ne peut rester inamovible et doit s'adapter en permanence. Notre sujet

[2000] CONAC Pierre-Henri, La Régulation des Marchés Boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC), LGDJ, 2002, p. 490.
[2001] CHAVAGNEUX Christian, « Le G20 s'attaque à la régulation financière », Esprit, nº 11, 2009, p. 61.

n’est donc pas clos : il doit donner lieu à d’autres études afin de suivre l’évolution continue des marchés financiers.

BIBLIOGRAPHIE

Dictionnaires et encyclopédies

–CORNU Gérard, *Vocabulaire juridique*, mise à jour par Marie Cornu, Alain Ghozi et Marie Goré, PUF, 2020, pp.1091.

–BAZEX Michel, ECKERT Gabriel, LANNEAU Régis, LE BERRE Christophe, DU MARAIS Bertrand et SEE Arnaud, *Dictionnaire des régulations*, Lexisnexis, 2016, pp. 600.

–Dictionnaire de l'Académie française, neuvième édition. Version informatisée : http://atilf.atilf.fr/dendien/scripts/generic/cherche.exe?15;s=317562210;;

–Dictionnaire Larousse https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/peer-to-peer/10910428

–Dictionnaire Larousse, Big Data. En ligne https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/big_data/10911026#:~:text=Domaine%20technologique%20dédié%20à%20l,%20ces%20grands%20volumes%20de%20données

–Cambridge Dictionary, compliance. En ligne https://dictionary.cambridge.org/es/diccionario/ingles/compliance.

–Le Petit Robert de la langue française 2021. En ligne https://dictionnaire.lerobert.com/definition/efficace

Ouvrages généraux, ouvrages spécialisés, thèses, manuels et traités

A

–AMAN Alfred C. Jr., *Administrative law and process*, LexisNexis, 2014, pp. 1133.

–ARMOUR John, AWREY Dan, DAVIES Paul, ENRIQUES Luca, GORDON Jeffrey N., MAYER Colin et PAYNE Jennifer, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2016, pp. 682.

–AOUIJ MRAD Amel, *Droit public de l'économie*, Latrach, 2019, pp. 264.

–AUBY Jean-Bernard, *La globalisation, le droit et l'État*, LGDJ, 2020, pp.261.

–AVRIL Pierre, GICQUEL Jean-Eric et GICQUEL Jean, *Droit parlementaire*, Montchrestien, 2021, pp. 504.

–ASSOULY Judith, *Morale ou Finance ? La déontologie dans les pratiques financières*, Presses des Sciences Po., 2013, pp. 208.

B

–BALDWIN Robert, CAVE Martin et LODGE Martin, *The Oxford Handbook of Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2010, pp. 680.

–BASTIDON GILLES Cécile, BRASSEUL Jacques et GILLES Philippe, *Histoire de la globalisation financière. Essor, crises et perspectives des marchés financiers internationaux,* Armand Colin, 2010, pp.378

–BAZZI Israa, *La commercialisation des produits financiers et la protection de l'investisseur*, IRJS Éditions, 2014, pp.688.

–BEHAR-TOUCHAIS Martine (dir.), *La Blockchain saisie par le droit*, IRJS Éditions, 2019, pp. 348.

–BELL Emma, MEYER Alix, MEGE-REVIL Elisabeth et PULCE Marion, *Le pouvoir politique et sa représentation : Royaume-Uni, États-Unis*, Atlande, 2011, pp. 445.

–BETAILLE Julien, *Les conditions juridiques de l'effectivité de la norme en droit public interne, illustrations en droit de l'urbanisme et en droit de l'environnement*, Thèse de doctorat, Université de Limoges, 2012, pp. 767.

–BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale,* Bruylant, 2022, pp. 1152.

–BONNEAU Thierry, PAILLER Pauline, ROUAUD Anne-Claire, TEHRANI Adrien et VABRES Régis, *Droit financier*, LGDJ, 2021, pp. 1244.

–BRACONNIER Stéphane, *Droit public de l'économie*, PUF, 2021, pp. 526.

C

- CALANDRI Laurence, *Recherche sur la notion de régulation en droit administratif français*, LGDJ, 2008, pp. 733.
- CALVES Gwénaële, *La discrimination positive*, Que sais-je ? PUF, 2016, pp. 128.
- CARRE DE MALBERG Raymond, *Contribution à la Théorie générale de l`État,* Tome II, Dalloz, 2004, pp. 638.
- CASS Ronald A., DIVER Colin S., BEERMANN Jack M. et FREEMAN Jody, *Administrative law: cases and materials*, Wolters Kluwer Law & Businnes, 2011, pp. 1040.
- CHACORNAC Jérôme, *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, Dalloz, 2014, pp. 664.
- CHEVALLIER Jacques, *L'État post-moderne*, LGDJ, 2017, pp. 326.
- CHEVALLIER Jacques, *Science administrative*, PUF, 2019, pp. 613.
- CHUEN David et LOW Linda, *Inclusive FinTech: Blockchain, Cryptocurrency, and ICO*, World Scientific, 2018, pp. 548.
- COLIN Frédéric, *Droit public économique*, Gualino-Lextenso éditions, 2017, pp. 371.
- COLSON Jean-Philippe et IDOUX Pascale, *Droit Public Économique*, LGDJ, 2018, pp. 822.
- CONAC Pierre-Henri, *La Régulation des Marchés Boursiers par la Commission des Opérations de Bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, LGDJ, 2002, pp. 543.
- CORNUT ST-PIERRE Pascale, *La fabrique juridique des swaps. Quand le droit organise la financiarisation du monde*, Presses de Sciences Po, 2019, pp. 340.
- COURET Alain, LE NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PORACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud et ROBINE David, *Droit financier*, Dalloz, 2019, pp. 1633.
- COX James D., HILLMAN Robert W. et LANGEVOORT Donald C., *Securities Regulation: Cases and Materials*, Aspen Casebook, 2017, pp. 1159.
- CROUZATIER-DURAND, Florence, *La fin de l'acte administratif unilatéral*, L'Harmattan Paris, 2003, pp. 434.
- COMPIN Frédéric, *L'inefficience de l''information financière et l''hypothèse régulatoire. Traité juridique sur l'inefficience informationnelle des marchés financiers*, Éditions universitaires européennes, 2010, pp. 416.

D

- DE RAVEL D'ESCLAPON Marion, Étude comparée des systèmes de sanctions en droit des marchés financiers en France et au Canada, Thèse de doctorat, Université de Strasbourg, 2016, pp. 640.
- DE VAUPLANE Hubert et BORNET Jean-Pierre, *Droit des marchés financiers*, LexisNexis, 2001, pp. 1162.
- DELVOLVE Pierre, *Droit public de l'économie*, Dalloz, 2021, pp. 660.
- DELVOLVE Pierre, *Le droit administratif*, Dalloz, 2018, pp. 160.
- DU BOIS DE GAUDUSSON Jean, *L'usager du service public administratif*, LGDJ, 1974, pp. 318.
- DRUMMOND France, *Droit financier,* Economica, 2020, pp. 1080.
- DU MARAIS Bertrand, *Droit public de la régulation économique,* Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p. 602.

E

- EISENMANN Charles, *Cours de droit administratif* , Tome 1, LGDJ, 2013, pp. 790.
- ESNAULT Bernard, et DINASQUET Roger, *Comptabilité financière*, Que sais-je ?, PUF, 2008, pp. 128.

– EVANOFF Douglas D. et MOELLER William F., *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act: Purpose, Critique, Implementation Status Policy Issues*, World Scientific Publishing, 2014, pp. 306.

F

–FOX William F., *Understanding Administrative Law*, LexisNexis, 2012, pp. 522.

G

–GAUDEMET Yves, *Droit Administratif*, LGDJ, 2020, pp. 648.
–GAUDEMET Yves, *Traité de droit administratif*, Tome 1, LGDJ, 2001, pp. 918.
–GELLHORN Walter et BYSE Clark, *Administrative Law: Cases and Comments*, The Fundation Press Inc., 1974, pp. 1043.
–GIRARD Anne-Laure, *La formation historique de la théorie de l'acte administratif*, DALLOZ, 2013, pp. 620.
–GIRASA Rosario, *Regulation of Cryptocurrencies and Blockchain Technologies National and International Perspectives*, Palgrave Macmillan, 2018, pp. 274.
–GONOD Pascale, MELLERAY Fabrice et YOLKA Philippe,*Traité de droit administratif*, Tome I, Dalloz, 2011, pp. 842.
–GOURGUES Guillaume, *Les politiques de démocratie participative*, PUG, 2013, pp. 148.

H

–HEINZERLIN Lisa et TUSHNET Mark V., *The Regulatory and Administrative State: Materials, Cases, Comments*, Oxford University Press, 2006, pp. 872.

J

–JINESTA LOBO Ernesto, *Tratado de Derecho Administrativo*, Tomo I, Editorial Jurídica Continental, 2009, pp. 493.

K

–KELSEN Hans, *La démocratie. Sa nature – Sa valeur*, Dalloz et J.C.B. Mohr (Paul Sibeck), 1932, pp. 142.

L

–LAUVAUX Philippe et LE DIVELLEC Armel, *Les grandes démocraties contemporaines*, PUF, 2015, pp. 1072.
–LEE Ruben, *Running the world's markets: the governance of financial infrastructure*, Princeton University Press, 2011, pp. 450.
–LEGEAIS Dominique, *Blockchain et actifs numériques*, LexisNexis, 2019, pp. 232.
–LEGRAND Pierre, *Le droit comparé*, PUF,2015, pp. 126.
–LINOTTE Didier, PIETTE Dorian et ROMI Raphaël, *Droit public économique*, LGDJ, 2018, pp. 506.

M

–MAHMOUD Salim, *Contribution à l'étude des déterminants de la qualité des informations comptables produites par les entreprises libyennes*, Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I, 2012, pp. 403.
–MATOS Pedro, *ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review*, CFA Institute Research Foundation Literature Reviews, 2020, pp. 72.
–MURPHY Richard W, JORDAN William S. III, VIRELLI Louis J. III et HIGHBAUGH Leroy Sr, *Administrative law: cases and materials*, LexisNexis, 2015, pp. 1558.

N

– NICINSKI Sophie, *Droit public des affaires*, LGDJ, 2021, pp. 904.

P

–PALMA-AMALRIC Valérie, *L'autonomie financière des autorités indépendantes*, 2017, Paris, L'Harmattan, pp. 615.

–PERROUD Thomas, *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France*, Dalloz, 2013, pp. 1293.
–PETERSEN James C. et FARRELL Dan, *Whistleblowing : Ethical and Legal Issues in Expressing Dissent (Module series in applied ethics),* Kendall/Hunt Publishing Company, 1986, pp. 31.
–PLESSIX Benoît, *Droit administratif général*, LexisNexis, 2018, pp.936

R

- RAMBAUD Romain, *L'institution juridique de régulation. Recherches sur les rapports entre droit administratif et théorie économique*, L'Harmattan, 2012, pp. 930.
- RAMBAUD Thierry, *Introduction au droit comparé. Les grandes traditions juridiques dans le monde*, PUF, 2017, pp. 320.
- RODRÍGUEZ VEGA Eugenio, *Costa Rica en el siglo XX*, Editorial Universidad Estatal a Distancia, Tomo 3, 2004, pp. 427.
- ROJAS CHAVES Magda Inés, *El Poder Ejecutivo en Costa Rica,* Editorial Juricentro, 1997, p. 576.
- ROSANVALLON Pierre, *La légitimité démocratique : impartialité, réflexivité, proximité*, Seuil, 2010, pp. 367.

S

–SKOUSEN K. *Fred, An introduction to the SEC,* South-Western, 1991, pp.180.
–SEVE Margot, *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, Bruxelles, 2013, pp.1012.
–SORNETTE Didier, *Why Stock Markets Crash: Critical Events in Complex Financial Systems,* Princeton University Press, 2003, pp. 448.

T

–TAIBI Achour, *Le pouvoir répressif des autorités administratives indépendantes de régulation économique : Témoin de la consécration d'un ordre répressif administratif*, L'Harmattan, 2018, pp. 664.
–TIROLE Jean, *Économie du bien commun*, PUF, 2018, pp. 643.

V

–VALETTE Jean-Paul, *Régulation des marchés financiers*, Ellipses Editions, 2013, pp. 240.
–VARGAS VILLALOBOS Ismael, *Análisis Jurídico de la Regulación del Riesgo Cambiario en las Entidades Financieras*, Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica Facultad de Derecho, 2014, pp. 160.
–VEDEL Georges et DELVOLVE Pierre, *Droit administratif*, Tome 1, PUF, 1992, pp. 716.

Articles

A

–ADRIAN Tobias, ASHCRAFT Adam, BOESKY Hayley et POZSAR Zoltan, «Shadow Banking», Revue d'économie financière, n° 105, 2012, p. 157.
–AGLIETTA Michel, « Défaillances des marchés financiers et risque systémique », Revue d'économie financière, n° 37, 1996, p. 113.
–ALSEMGEEST Liezel « Arguments for and against financial literacy education: where to go from here? » International Journal of Consumer, 2015, p.155.
–ALT Éric, « De nouvelles protections pour les lanceurs d'alerte : À propos de la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 », La Semaine Juridique, n° 4, 2017, p. 159.
–AMAN Alfred C., « Informal Agency Actions and U.S. Administrative Law – Informal Procedure in a Global Era », Maurer Faculty, paper 578, 1994, p.665.

–AMF, « L'Autorité des marchés financiers dévoile ses priorités pour 2020 », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 3, 2020, act. 37.
–ANAND, Anita I., « Is Systemic Risk Relevant to Securities Regulation? », The University of Toronto Law Journal, vol. 60, n° 4, 2010, p. 941.
–ANDERSON Braeden, «Regulating the Future of Finance and Money: An Integrated Regulatory Approach to Maximizing the Value of Cryptocurrencies and Blockchain Systems», Asian Business Lawyer, 21, 2018, p. 115.
–ANDERSON John P. et KIDD Jeremy and MOCSARY George A.,« Social Media, Securities Markets, and the Phenomenon of Expressive Trading», Lewis & Clark Law Review, 2021. En ligne http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3834801
–ANTHONY Robert A., « Interpretive Rules, Policy Statements, Guidances, Manuals, and the Like—Should Federal Agencies Use Them to Bind the Public? », Duke Law Journal, vol. 41, 1992, p. 1311.
–ARANDA VASQUEZ Anthony « Une première application de la composition administrative en matière d'abus de marché par l'Autorité des marchés financiers », Petites affiches, n° 246, 2017, p.6.
–ARCHAMBAULT Laurent et MURRAY Daphné, « Vers une intelligence artificielle "éthique" : objectifs et enjeux de la stratégie européenne en préparation », Gazette du Palais, n° 21,2021, p.10.
–ARMOUR John, GARRETT Brandon, JEFFREY Gordon et MIN Geeyoung, « Board Compliance », Minnesota Law Review, vol. 104, n°3, 2020, p. 1191.
–ARNAUD Charlotte, « Le cumul des poursuites et des sanctions : divergences constitutionnelles et européennes », RFDA, 2015, p. 1019.
–ARQUIÉ Axelle et ARTUS Patrick, « Mesurer le système bancaire de l'ombre au sein de la zone euro : que sait la BCE ? », Revue d'économie financière, n° 109,2013, p. 33.
–ARTAVIA ARAYA Fernando, «Licitando lo ilícito : Reflexiones en torno al caso CCSS-Fischel e ICE-Alcatel », Revista de Ciencias Sociales, n° 123-124, 2009, p.27.
–ARUN Thankom et KAMATH Rajalaxmi, « Financial inclusion: Policies and practices», IIMB Management Review, 2015, p.267.
–ARUP Christopher, « The Global Financial Crisis: Learning from Regulatory and Governance Studies», Law & Policy, vol. 32, n° 3, 2010, p. 363.
–ASIMOW Michael, « Nonlegislative Rulemaking and Regulatory Reform», Duke Law Journal, 1985, p. 381.
–ASIMOW Michael, « Public Participation in the adoption of interpretive rules and policy statements», Michigan Law Review, vol. 75, n° 3, 1977, p. 520.
–AUBY Jean-Bernard, « Droit administratif et démocratie », Droit Administratif, n° 2, 2006, étude 3, p 10.
–AUBY Jean-Bernard. « Remarques préliminaires sur la démocratie administrative », RFAP, vol. 137-138, n° 1-2, 2011, p. 13.
–AUSTIN Janet, « The Power and Influence of IOSCO in Formulating and Enforcing Securities Regulations», Asper Review of International Business and Trade Law, vol.15, 2015, pp. 1-24.
–AUTIN Jean-Louis, « Le devenir des autorités administratives indépendantes », RFDA, 2010, p. 875.
–AUTIN Jean-Louis, « Réflexion sur l'usage de la régulation en droit public », in MIAILLE Michel, La régulation entre droit et politique, L'Harmattan, 1995, p. 43.
–AYRAULT Ludovic, «Blockchain et fraude fiscale », in BEHAR-TOUCHAIS Martine (dir.), *La Blockchain saisie par le droit*, IRJS Éditions, 2019, p. 123.
–AZGAD-TROMER Shlomit, «Crypto Securities: On the Risks of Investments in Blockchain-Based Assets and the Dilemmas of Securities Regulation, American University Law Review, vol. 68, n°1, 2018, p. 69.
–AZUELOS, Martine, « Introduction » in AZUELOS, Martine, *La déréglementation des économies anglo-saxonnes: Bilan et perspectives*, Presses Sorbonne Nouvelle, 1995, p.11.

B

–BADOUR Ana, «First Actions of the Consumer Financial Protection Bureau», Developments in Banking Law, 2014, p. 453.
–BAER Miriam Hechlerm, « Governing Corporate Compliance», Boston College Law Review, vol. 50, n° 4, 2009, p. 949.
–BALP Gaia et STRAMPELLI Giovanni, «Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era», University of Illinois Journal of Law, Technology &Policy, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 349.
–Banque de France, « L'émergence du bitcoin et autres crypto-actifs : enjeux, risques et perspectives» , Focus n° 16, 5 mars 2018, p. 1.

–Banque de France, « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles: l'exemple du bitcoin », Focus, n° 10, 2013, p. 1.
–BAO Jack, O'HARA Maureen et ZHOU Xing Alex, « The Volcker Rule and corporate bond market making in times of stress, Journal of Financial Economics, vol. 130, n° 1, 2018, p. 95.
–BARKOW Rachel E., « Insulating Agencies: Avoiding Capture Through Institutional Design», Texas Law Review, vol. 89, 2010, p. 15.
–BARNIER Michel, « Réguler le secteur financier pour assainir les bases de la croissance », Revue du marche commun et de l'Union Européenne, no 551, 2011, p. 491.
–BARR Michael S., « The Financial Crisis and the Path of Reform», Yale Journal on Regulation, vol. 29, n°. 1, 2012, p. 91.
–BARTH James R., CAPRIO Gerard Jr. et LEVINE Ross, « Misdiagnosis: Incomplete Cures of Financial Regulatory Failures » in BARTH James R., T*he first great financial crisis of the 21st Century: A Retrospective*, Word Scientific Publishing Co., vol. 9, 2016, p.489
–BARTHE Emmanuel, « L'intelligence artificielle et le droit », I2D – Information, données & documents, vol. 54, n° 2, 2017, p. 23.
–BARTOLUCCI Mattéo « René Chapus et la classification des actes administratifs », RFDA 2019, p. 378.
–BAY Charlotta, CATASÚS Bino, JOHED Gustav, « Situating financial literacy » in GLEADLE Pauline, HASLAM Colin, YIN Ya Ping (dirs.), *Critical Perspectives on Financialization*, Critical Perspectives on Accounting, vol. 25, n° 1, 2014, p. 36.
–BAYNES Leonard M., « Just Pucker and Blow: An Analysis of Corporate Whistleblowers, the Duty of Care, the Duty of Loyalty, and the Sarbanes-Oxley Act», St. John's Law Review, vol. 76, n° 4, 2002, p. 875.
–BAZEX Michel et DU MARAIS Bertrand, « Introduction », in BAZEX Michel, ECKERT Gabriel, LANNEAU Régis, LE BERRE Christophe, DU MARAIS Bertrand et SEE Arnaud, Dictionnaire des régulation notre conception, Lexisnexis, 2016, p. 1-3.
–BEERMANN, Jack M, « Seila Law: Is There a "There" There? », University of Chicago Law Review, 2020, p. 87.
–BELL Holly, «An Analysis of Global HFT Regulation: Motivations, Market Failures, and Alternative Outcomes», Mercatus Center Working Paper N° 14-11, SSRN Electronic Journal, 2014.En ligne https://ssrn.com/abstract=2689321
–BEN ZUR Nadav, « Differentiating Legislative from Non legislative Rules: An Empirical and Qualitative Analysis », Fordham Law Review, vol. 87, n° 5, 2019, p. 2125.
–BENASSY-QUERE Agnes, LAMOUREUX Dominique, et ÉSAMBERTBernard, « La crise comme symptôme, ses enjeux éthiques » in BENASSY-QUERE Agnes,*Éthique et crise financière*, L'Harmattan, 2009, p. 15.
–BENSTON George J., « Consumer Protection as Justification for Regulating Financial-Services Firms and Products », Journal of Financial Services Research, 2000, vol. 17, n° 3, p. 277.
–BERLIN Dominique,« Adaptation du Code monétaire et financier aux nécessités de la relance post-pandémie », La Semaine Juridique Edition Générale, n° 1, 2022, p. 49.
–BERNICK Evan D., «Is Judicial Deference to Agency Fact-Finding Unlawful? », Georgetown Journal of Law & Public Policy, Forthcoming, 2018, p. 27.
–BHUPATHI Tara, «Technology's Latest Market Manipulator. High Frequency Trading: The Strategies, Tools, Risks, and Responses», North Carolina Journal of Law& Technology, vol. 11, n° 2, 2010, p. 377.
–BIBBY John F., « Committee Characteristics and Legislative Oversight of Administration», Midwest Journal of Political Science, vol. 10, n° 1, 1966, p. 78.
–BINET Pierre-Alix, « Finance durable : l'impulsion française », Bulletin Joly Bourse, 2021, p. 44.
–BISHOP Garrett F. et COFFEE Michael A., « A Tale of Two Commissions: A Compendium of the Cost-Benefit Analysis Requirements Faced by the SEC& CFTC », Review of Banking and Financial Law, n° 2, 2013, p. 585.
–BISMUTH Yves, « Blockchain : les périls attendus pour les professionnels du droit », in MARMOZ Franck (dir.), *Blockchain et droit*, Dalloz, 2018, p.79.
–BLACK Barbara, « Punishing Bad Brokers: Self-Regulation and FINRA Sanctions», Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, vol. 8, 2013, p. 23.
–BLANDIN Apolline, CLOOTS Ann Sofie, HUSSAIN Hatim, RAUCHS Michel, SALEUDDIN Rasheed, ALLEN Jason G., ZHANG Bryan Zheng et CLOUD Katherine, «Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study», University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n°23, 2019, pp. 124.

–BOCCARA Valérie, « Définir la notion de conflit d'intérêts » entretien avec Joël Moret-Bailly, Petites affiches, 2014, n° 84, p. 4.
–BOITEAU Claudie et LOUVARIS Antoine, « La judiciarisation de la régulation économique »,AJDA, 2020, p.1521.
–BOLES Jeffrey R, EISENSTADT Leora et PACELLA Jennifer M, « Whistleblowing in the Compliance Era », Georgia Law Review, vol. 55, n°1, 2020, p. 147.
–BOMPOINT Dominique, « Les beaux cadeaux du 10e anniversaire de l'Autorité des marchés financiers », Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 607.
–BONNEAU Thierry, « La notion d'actifs numériques autres que les cryptomonnaies » Banque & Droit, n° 191, 2020, p.16.
–BONNEAU Thierry, « La réforme des marchés d'instruments financiers », La Semaine juridique, Entreprise et Affaires, n° 30-34, 2016, p. 1449.
–BONNEAU Thierry, « Manquement d'initié et compétence juridictionnelle : Cass. com., oct. 2011, no 10-27310 », Note, Bulletin Joly Bourse, n°12, 2011, p. 637.
–BORN Brooksley et DONALDSON William « Make regulators self-funding », Politico, 2013. En ligne http://www.politico.com/story/2013/03/self-funding-of-regulators-would-help-fiscal-mess-088666. William Donaldson et Brooksley Born sont anciens membres de la SEC et de la CFTC respectivement.
–BORN Brooksley, « Financial Reform and the Causes of the Financial Crisis», American University Business Law Review, vol. 1, n° 1, 2011-2012, p. 1.
–BOULON Olivier, « Compliance et régulation financière rôle de l'Autorité des marchés financiers », in BORGA Nicolas, MARIN Jean-Claude, RODA Jean-Christophe (dirs.), *Compliance : l'entreprise, le régulateur et le juge*, Dalloz, 2018, p.175, p. 167.
–BOURETZ Emmanuelle, « La défaillance de la régulation financière », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, 2009, dossier 26, p.1.
–BOURSIER Marie-Emma « L'irrésistible ascension du whistleblowing en droit financier s'étend aux abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n° 09, 2016, p. 382.
–BOURSIER Marie-Emma, « La mondialisation du droit pénal économique. Le droit pénal au défi de la compliance », RSC, n° 3, 2017, p. 465.
–BOURSIER Marie-Emma, « Qu'est-ce que la compliance ? Essai de définition », Recueil Dalloz, 2020, p. 1419.
–BOUTHINON-DUMAS Hugues, « Les agences de notation extra-financière et le droit » in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS éditions, 2020, p. 147.
–BRANELLEC Gurvan et LEE Ji-Yong, « Le choix du modèle de régulation des Fintech : entre sandbox et soundbox », Revue d'économie financière, vol. 136, n° 4, 2019, p. 387.
–BRATTON, William W, « Enron and the Dark Side of Shareholder Value » Tulane Law Review, vol. 76, 2002, p.1275.
–BRAUD Caroline, « La notion d'« agence » en France : Réalité juridique ou mode administrative ? », Petites affiches, nº 104, 1995, p.4.
–BREHIER Bertrand et MEKOUI Frida, « Réflexions sur la loi de séparation et de régulation des activités bancaires : quelles conséquences pour la structure des banques, l'organisation des marchés et la supervision ? », Bulletin Joly Bourse, n°9, 2013, p. 422.
–BRENDER Anton, « Faut-il renoncer à la globalisation financière ? », in COEURE Benoît (dir), *Le monde a-t-il encore besoin de la finance ?,*PUF, 2010, p. 67.
–BRIGANT Jean-Marie, « Régime des abus de marché. Pas de saisine d'office de la Commission des sanctions de l'AMF : Cass. com., 25 février 2014, n° 13-18.871, QPC », RSC, 2015, p. 360.
–BROWN Troy S., « Legal Political Moral Hazard: Does the Dodd Frank Act End Too Big to Fail? », Alabama Civil Rights & Civil Liberties Law Review, 2012, p. 1.
–BRUMMER Chris, «Disruptive Technology and Securities Regulation», Fordham Law Review, vol. 84, n° 3, 2015, p. 977.
–BRUMMER Chris, et YADAV Yesha, «Fintech and the Innovation Trilemma », Georgetown Law Journal, vol. 107, n° 2, 2019, p. 235.
–BUCKLEY Ross P., ARNER Douglas, VEIDT Robin et ZETZSCHE Dirk, «Building Fintech Ecosystems: Regulatory Sandboxes, Innovation Hubs and beyond », Washington University Journal of Law & Policy, vol. 61, 2020, pp. 38.
–BURNS James, BULLITT Georgia, KRAMER Howard , HABERT Jack , DOENCH James, «SEC adopts regulation systems compliance and integrity », Journal of Investment Compliance,vol.16,n° 3, 2015, p. 4.

–BUTTIGIEG Christopher P., « The Institutional Models for Financial Supervision: An Analysis», The Accountant, 2013, p. 12.
–BUZBEE William W., EASTMAN John, KERNER Henry, MASCOTT Jennifer et SYKES Diane S., « Independent Agencies: How Independent Is Too Independent », Regent University Law Review, vol. 32, n° 1, 2019-2020, p. 63.

C

–CADMUS, Eduard H., «An Altered Derivatives Marketplace: Clearing Swaps under Dodd-Frank», Fordham Journal of Corporate and Financial Law, vol. 17, n° 1, 2012, p. 189.
–CAELAINN Carney, «Robo-Advisers and the Suitability Requirement: How They Fit in the Regulatory Framework », Columbia Business Law Review, vol. 2018, n° 2, 2018, p. 586.
–CALLUPICA Nicolas et OUDIN Charles Joseph, « Le pouvoir de composition de l'Autorité des marchés financiers vers une contractualisation de la répression en matière boursière », in Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), *Responsabilité et régulations économiques*, Presse de Science Po et Dalloz, 2007, p.157.
–CALVO Daniel, CRISANTO Juan Carlo, HOHL Stefan et GUTIÉRREZ Oscar Pascual, « Financial Supervisory Architecture: What has changed after the crisis? », FSI Insights on Policy Implementation, nº 8, 2018, pp. 38.
–CAPDEVILLE Jérôme Lasserre, « Les pouvoirs d'enquête de l'AMF », AJ pénal, 2015, p. 67.
–CARIUS Manuel, « Les revolving doors au sein de la fonction publique », AJDA, 2020 p.1470.
–CASAS Didier et DONNAT Francis « Les dispositions impératives à caractère général d'une circulaire ou d'une instruction font grief » AJDA, 2003, p. 487.
–CASSOU Pierre-Henri, « Quel champ pour la régulation bancaire et financière ? », Revue d'économie financière, nº 101, mars 2011, p. 19.
–CASTANET Claire et PLANES Camille, « Finance et intelligence artificielle : une révolution en marche », Enjeux numériques Annales des Mines, 2018, p. 15.
–CAZENAVE Thomas et POUYET Jérôme, « Crise de régulation », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, Les risques de régulation, Presses de Science Po et Dalloz, 2005, p. 1.
–CHAGNY Muriel, « Risques, finance et droit », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, 2010, étude 29.
–CHAMBON Maxence, « Rationaliser la rationalisation ? Retour sur les lois du 20 janvier 2017 relatives aux autorités administratives indépendantes », Revue internationale de la compliance et de l'éthique des affaires, n° 40, 2017, p. 12.
–CHARLÉTYPatricia, « Les investisseurs financiers : des activistes efficaces face aux risques climatiques ? », Revue d'économie financière, vol. 138, n° 2, 2020, p. 139.
–CHARREIRE-PETIT Sandra et SURPLY Joëlle, « Du whistleblowing à l'américaine à l'alerte éthique à la française : enjeux et perspectives pour le gouvernement d'entreprise », M@n@gement, vol. 11, n° 2, 2008, p. 113.
–CHAVAGNEUX Christian, « Le G20 s'attaque à la régulation financière », Esprit, no. 11, 2009, p. 56.
–CHEVALLIER Jacques, « De quelques usages du concept de régulation », in MIAILLE Michel, La régulation entre droit et politique, L'Harmattan, 1995, p. 73.
–CHEVALLIER Jacques, « L'état régulateur », RFAP, vol. 111, no. 3, 2004, p. 473.
–CHEVALLIER Jacques, « Le statut des autorités administratives indépendantes : harmonisation ou diversification ? », RFDA, 2010, p. 896.
–CHOI Stephen J. et PRITCHARD A.C., « The SEC's Shift to Administrative Proceedings: An Empirical Assessment », Yale Journal of Regulation, 2017, pp. 32.
–Chronique législative, RSC, vol. 2, n° 2, 2011, p. 426.
–CHU Dennis, «Broker-Dealers for Virtual Currency: Regulating Cryptocurrency Wallets and Exchanges» Columbia Law Review, vol. 118, n° 8, 2018, p. 2323.
–COHEN Robert A. et GUO Angela W., « The Sec and Finra's use of Big Data in investigations. . . and the implications for defense counsel», The Review of Banking & Financial Services, vol. 53, n°. 1, 2020, p. 125.
–COLASSE Bernard et POCHET Christine, « De la nouvelle Autorité des normes comptables », in Regards sur la crise financière, Revue d'économie financière, n°97, 2010, p. 233.
–COLLARD Christophe, CHAMBOREDON Jean-David, GROLLEMUND Matthieu, DE FAY Serge et DE VAUPLANE Hubert, « Finance de l'innovation, innovation(s) dans la finance », La Semaine juridique Entreprise et Affaires, n° 37, 2016, p.1480.

–COLLET Martin, « De la consécration à la légitimation. Observations sur l'appréhension par le juge des autorités de régulation » in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité,* Dalloz, 2004, p. 41.
–COLLETTE Matthieu, « Finance durable et collectivités locales : du développement des obligations labellisées à la prise en compte des critères ESG dans l'analyse crédit », Revue française de finances publiques, n° 148, 2019, p. 245.
–COMBEAU Pascal, « Le CRPA et « l'infra-acte administratif ». Entre (timides) avancées et statu quo », in KOUBI Geneviève, CLUZEL-METAYER Lucie et TAMZINI Wafa, *Lectures critiques du Code des relations entre le public et l'administration,*2018, LGDJ, Lextenso éditions, pp. 240.
–CONAC Pierre-Henri, « L'Assemblée nationale envisage une amélioration des règles de transparence en matière d'activisme actionnarial », Revue des sociétés, 2020, p.63
–CONAC Pierre-Henri, « Étude et propositions de l'AMF sur le dialogue actionnarial » Revue des sociétés, 2020, p. 65.
–CONAC Pierre-Henri, « La loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n°07, 2016, p. 323.
–CONAC Pierre-Henri, « Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC) », Bulletin Joly Bourse, n° 02, 2005, p. 99.
–CONAC Pierre-Henri, « Modification du cadre juridique de la procédure de sanction de l'AMF par la « loi Pacte » du 22 mai 2019 », Revue des sociétés, 2019, p.640.
–CONAC Pierre-Henri, « Propositions de mesures par l'AMF pour mieux réglementer l'activisme actionnarial », Revue des sociétés, 2020, p. 448.
–CORNUTST-PIERRE Pascale, « L'innovation financière au secours de l'environnement ? Perpectives juridiques sur les obligations vertes », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, FRANÇOIS Bénédicte et MULLER Anne-Catherine (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS éditions, 2020, p. 13.
–CORRIGAN Patrick M., et REVESZ Richard L., « The Genesis of Independent Agencies», New York University Law Review, vol. 92, n° 3, 2017, p. 637.
–COUSTE Grégoire et MARCIER Virginie, « Le label porté par les pouvoirs publics donnerait un nouveau gage de crédibilité à l'ISR », Bulletin Joly Bourse, n° 9, p.430.
–CRABB John, «PRIMER: The Consolidated Audit Trail International», Financial Law Review, Apr. 2019. En ligne http://search-ebscohost.com.gorgone.univ-toulouse.fr/login.aspx?direct=true&db=bsu&AN=135990331&site=ehost-live
–CREMERS Thiebald, « Qualifications juridiques de valeurs numériques et titres inscrits en DEEP », Bulletin Joly Bourse, n°6, 2019, p. 57.
–CRIFO, Patricia et REBERIOUX Antoine, « Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises : nouvelle frontière de la finance durable ? », Revue d'économie financière, n°117, 2015, p. 206.
–CRUMP Lindsey C, «Regulating to Achieve Stability in the Domain of High-Frequency Trading», Telecommunications and Technology Law Review, vol. 22, n°1, 2015, p. 161.
–CUARESMA Jolina C., «The Gramm-Leach-Bliley Act», Berkeley Technology Law Journal, vol. 17, n°1, 2002, p. 497.
–CUSTOS Dominique, « Droits administratifs américain et français : sources et procédure », RIDC, vol. 59, n° 2, 2007, p 285.
–CUSTOS Dominique, « The Rulemaking Power of Independent Regulatory Agencies», The American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006, p. 615.

D

–DAIGRE Jean-Jacques « AMF : Contrôles et enquêtes, une distinction encore utile ? », Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 505
–DAIGRE, Jean-Jacques « La création de l'autorité des marchés financiers », Revue des sociétés, 2004, p. 823.
–DAINOW Joseph, « The Civil Law and the Common Law: Some Points of Comparison», American Journal of Comparative Law, vol. 15, n° 3, 1967, p. 419.
–DALY Conor, « Kokesh v SEC: The Supreme Court Redefines an Effective Securities Enforcement Tool », Maryland Law Review Endnotes, vol. 77, 2018, p. 51.
–DARBELLAY Aline et PARTNOY Frank,« Agences de notation et conflits d'intérêts », Revue d'économie financière, nº105, 2012, p. 309.
–DARROIS Jean-Michel et MENNESSON Nicolas, « L'extension de la composition administrative aux abus de marché », Bulletin Joly Bourse, n° 6, 2017, p. 380.

–DAUGERON Bruno, « La démocratie administrative : retour sur la naissance d'un concept » in La démocratie administrative : Des administrés aux citoyens, RFAP, 2011, n° 137-138, p. 21.
–DE BROUWER Frédéric « EMIR : un enjeu majeur pour les opérateurs de dérivés », Bulletin Joly Bourse, n° 05, 2013, p. 263.
–DE CALLATAY Etienne, « De la théorie de l'agence à la pratique des agences de notation » in COLMANT Bruno (dir.), *Les agences de notation financière : entre marchés et États,* Lancier, Bruxelles, 2013, p. 27.
–DE RAVEL D'ESCLAPON Thibault, « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macroprudentielle », Petites affiches, n° 194, 2013, p. 44.
–DE VAUPLANE Hubert, « Facebook Coin/Libra : Cryptomonnaie ou Crypto-Actif ? », Revue Banque, n° 834, 2019, p.46.
–DE VAUPLANE, Hubert, « Crypto-Assets, token, blockchain, ICO : un nouveau monde? » Revue Banque, n° 812, 2017, p. 17.
–DEBBICH Majdi et RAMEIX Gérard « Nouvelles technologies et protection des épargnants : l'action de l'AMF », Revue d'économie financière, vol. 120, n° 4, 2015, p.155.
–DECLERCK Fany et LESCOURRET Laurence « Dark Pools et Trading Haute Fréquence : une évolution utile ? », Revue d'économie financière, n° 120, 2015, p. 113.
–DECOOPMAN Nicole, « La nouvelle architecture des autorités financières. Le volet institutionnel de la loi de sécurité financière. Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 », La Semaine Juridique Edition Générale (JCP G), n° 42, 2003, doctr. 169
–DECOOPMAN Nicole, « Le pouvoir de sanction de l'AMF et le Conseil d'État : première jurisprudence », Bulletin Joly Bourse, n°0, 2005, p. 227.
–DEGOFFE Michel, « Les autorités publiques indépendantes », AJDA, 2008, p. 622.
–DELAUNAY Bénédicte, « Les réformes tendant à améliorer les relations des citoyens avec les administrations », AJDA, 2011. p. 1180.
–DELPECH Xavier, « Création de l'Autorité des normes comptables », Recueil Dalloz, 2009, p.221.
–DELPECH Xavier, « Une conception exigeante du prospectus en matière d'opération financière » Dalloz actualités, 2017.
–DELVOLVE Pierre, « La définition des actes administratifs », RFDA, 2016, p. 35.
–DELZANGLES Hubert, « L'indépendance des autorités de régulation économique et financière en Espagne : L'intérêt de la clarification du droit public », in ECKERT Gabriel (dir.)*, L'independence des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n°143, 2012, p.717.
–DEMINA Polina, « Broker-Dealers and Investment Advisers: A Behavioral-Economics Analysis of Competing Suggestions for Reform », Michigan Law Review, vol. 113, n°3, 2014, p. 429.
–DEROSIER Jean-Philipe, « Des techniques de participation issues d'un seul gène : la democratie » in DELCAMP Alain, LE POURHIET Anne-Marie, MATHIEU Bertrand et ROUSSEAU Dominique (dir.), *Nouvelles questions sur la démocratie*, Dalloz, 2010, p. 107.
–DESCHRYVER Pauline etDE MARIZ Frederic, « What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? », Journal of Risk and Financial Management, n° 3, pp. 26.
–DESTAIS Christophe, « Le rôle des institutions financières internationales dans la régulation du système financier »in le dossier *Les Institutions financières internationales réinventent leur rôle,* Banque & stratégie n° 295, 2011. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/role-des-institutions-financieres-internationales
–DEZEUZE Éric, « Le trading algorithmique : entre défis et défiance, Conclusion », Revue de Droit Bancaire et Financier, 2016, Dossier30.
–DEZEUZE Eric, « Une compétence concurrente du juge judiciaire et du juge administratif en matière de manquements boursiers », Bulletin Joly Bourse, n°02, 2017, p. 142.
–DOAT Mathieu, « Sur la définition de l'acte administratif unilatéral dans le Code (CRPA, art. L.200-1 » in KOUBI Geneviève, CLUZEL-METAYER Lucie et TAMZINI Wafa (dirs.), *Lectures critiques du Code des relations entre le public et l'administration,* LGDJ, Lextenso éditions, 2018.
–DODD Randall « The Structure of OTC Derivatives Markets » The Financier, vol. 9, 2002, pp. 5.
–DONNADIEU Véronique, « Rémunérations : les avancées en Europe et aux États-Unis», Revue Banque, 2010. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/remunerations-les-avancees-en-europe-aux-etats-uni
–DOUVRELEUR Olivier, « L'indépendance de l'Autorité des marchés financiers » in Gabriel Eckert (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée,* RFAP, nº 143, 2012, p. 747.

–DUHAMEL Jean-Christophe, FASTERLING Bjorn et REFAIT-ALEXANDRE Catherine, « La transparence : outil de conciliation de la finance et du management », Revue française de gestion, vol. 198-199, no. 8-9, 2009, p. 59.
–DRUMMOND France, « La décision de la CEDH du 4 mars 2014 et la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 et leurs conséquences » Bulletin Joly Bourse, n° 2, p. 162.
–DRUMMOND France, « Les superviseurs européens s'invitent dans la discussion de la loi PACTE sur les jetons et « actifs numériques » », Bulletin Joly Bourse, n°01, p. 1.
–DRUMMOND France, « Loi PACTE et actifs numériques », Bulletin Joly Bourse, n° 4, p. 60.
–DRUMMOND France, « Régulation judiciaire et/ou administrative de la finance ? », Revue d'économie financière, vol. 129, n° 1, 2018, p. 163.
–DUCOULOUX-FAVARD Claude, « Un exemple de gouvernement d'entreprise non transparent », Petites affiches, n° 116, 2008, p. 13.
–DUFOUR Olivia, « L'AMF estime qu'il faut renforcer les pouvoirs de l'ESMA», Petites affiches, n°142, 2017, p. 4.
–DUFOUR Olivia, « Le pouvoir de transaction de l'AMF ne fait pas vraiment recette », Petites affiches, n° 130, 2014 p. 4.
–DUFOUR Olivia, « La C.O.B. entend sécuriser la pratique dite de "data room" », Petites affiches, n°226, 2003, p. 3.
–DUFOUR Olivia, « Le médiateur de l'AMF met en garde contre les arnaques aux cryptoactifs », Petites affiches, n°10, 2019, p. 4.
–DURANA Gabrielle, « Trading à haute fréquence, une innovation de trop », Revue Esprit, 2013, p. 177.
–DWORKIN Terry M., « SOX and Whistleblowing », Michigan Law Review, vol. 105, n° 8, 2007, p. 1757.

E

–ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe, « Introduction », in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n° 143, 2012, p.621.
–EDWARDS Benjamin P., « The Dark Side of Self-Regulation», University of Cincinnati Law Review, vol. 85, n° 3, 2017, p. 573.
–ELIET Guillaume et D'HOIR Jennifer, « Les moyens de la régulation des objectifs de la régulation : l'exemple de l'Autorité des marchés financiers » in ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe (dirs.), *Les objectifs de la régulation économique et financière*, L'Harmattan, 2017, pp. 270.
–ELIET Guillaume et D'HOIR Jennifer, « Les moyens de la régulation des objectifs de la régulation : l'exemple de l'Autorité des marchés financiers » in ECKERT Gabriel et KOVAR Jean-Philippe (dirs.), *Les objectifs de la régulation économique et financière*, L'Harmattan, 2017, pp. 270
–EPRON Quentin, « Le statut des autorités de régulation et la séparation des pouvoirs », RFDA, 2011, p.1007.
–ESPOSITO Marie-Claude, « La véritable histoire de la crise financière 2008 – », Outre-Terre, vol. 37, n° 3, 2013, p. 127.

F

–FARHI Maryse et MACEDO CINTRA Marcos Antonio, « The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System », Revue de la regulation, n° 5, 2009. En ligne http://journals.openedition.org/regulation/7473
–FARINA Cynthia R. et METZGER Gillian E., «Introduction: The Place of Agencies in Polarized Government», Columbia Law Review, vol. 115, n° 7, 2015, p. 1683.
–FAURE Bertrand, « Le problème du pouvoir réglementaire des autorités administratives secondaires », Dossier : Loi et règlements, Cahiers du Conseil constitutionnel, n° 19, 2006. En ligne https://www.conseil-constitutionnel.fr/nouveaux-cahiers-du-conseil-constitutionnel/le-probleme-du-pouvoir-reglementaire-des-autorites-administratives-secondaires.
–FAY Serge et DE VAUPLANE Hubert, « Finance de l'innovation, innovation(s) dans la finance », La Semaine juridique Entreprise et Affaires, n° 37, 2016, p.1480.
–FERNÁNDEZ ROZAS José Carlos, «El Código de Napoleón y su influencia en América Latina: reflexiones a propósito del Segundo Centenario», in *El derecho internacional en tiempos de globalización: libro homenaje a Carlos Febres Pobeda*. Universidad de los Andes, Publicaciones del Vicerrectorado Académico, 2005, p. 151.

–FERRARA Ralph C., « SEC Division of Trading and Markets: Detection, Investigation and Enforcement of Selected Practices That Impair Investor Confidence in the Capital Markets », Howard Law Journal, vol. 16, n° 4, 1971, p. 950.
–FERRARA Ralph C., FERRIGNO Thomas A., et DARLAND David S., « Hardball! The SEC's New Arsenal of Enforcement Weapons », The Business Lawyer, n° 1, 1991, p. 43.
–FERRETTE Chelsea P., «The Myth of Investor Protection: The Dodd-Frank Act and the Office of the Investor Advocate», Journal of Business & Securities Law, vol. 12, n° 1, 2011, p. 61.
–FILLER Ronald H., and MARKHAM Jerry W., «Whistleblowers - A Case Study in the Regulatory Cycle for Financial Services», Brooklyn Journal of Corporate, Financial &Commercial Law, vol. 12, n° 2, 2018, p. 311.
–FIRESTONE Rick et GOYER K.C. « SEC Rulemaking and Implementation Under the Dodd-Frank Act », Wall Street Lawyer, 2010, vol. 14, n° 10, p. 6.
–FISCHER Derek, « Dodd-Frank's Failure to Address CFTC Oversight of Self-Regulatory Organization Rulemaking » Columbia Law Review 115, n° 1, 2015, p.69.
–FISHERBruceD., «The Whistleblower Protection Act of 1989: A False Hope for Whistleblowers », Rutgers Law Review, vol. 43, n° 2, 1991, p. 415.
–FLORIDI Luciano et COWLS Josh, « Unified Framework of Five Principles for AI in Society », Harvard Data Science Review, 2019. En lignehttps://hdsr.mitpress.mit.edu/pub/l0jsh9d.
–FORBES, Kelly, « Opening the path to ethics in artificial intelligence », AI Ethics 1, 2021. En ligne https://doi.org/10.1007/s43681-020-00031- et .
–FOSTER Alexandra, « Where the CCO Fits in the C-Suite: A Corporation's Moral Compass», American University Business Law Review, vol. 6, n°2, 2017, p. 175.
–FRASER, Thomas J., «Interpretive Rules: Can the Amount of Deference Accorded Them Offer Insight into the Procedural Inquiry», Boston University Law Review, vol. 90, 2010, p. 1303.
–FRAYSSE, Françoise, « Imitation, rationalisation, performance : les enjeux d'une modélisation », in FRAYSSE Françoise et HOURQUEBIE Fabrice (dirs.), *Les Commissions Parlementaires dans l'espace Francophone,* actes du colloque organisé les 1er et 2 Octobre 2010, à l'Assemblée Nationale et au Sénat, Montchrestien-Lextenso, 2011, pp. 5- 12.
–FRIBOULET Amadis, « Article 6 CEDH et sanctions infligées par les autorités de régulation, Commentaire sous les arrêts CE Sect., 27 octobre 2006 M. Parent n° 276069 n° 277198 et n° 277460 », Revue générale du droit on line, 2008, numéro 1908. En ligne www.revuegeneraledudroit.eu/?p=1908
–FRIEND Amy et KAPLAN Joshua, « Le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers », Revue d'économie financière, vol. 105, n° 1, 2012, p. 293.
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Comment fonder juridiquement le pouvoir des autorités de régulation ? » Revue d'Économie Financière, n. 60, 2000, p.85.
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Compliance : avant, maintenant, après », in BORGA Nicolas ; MARIN Jean-Claude ; RODA Jean-Christophe (dirs.), *Compliance : l'entreprise, le régulateur et le juge*, Série Régulations & Compliance, Dalloz, 2018, p. 23.
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Définition du droit de la régulation économique » in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p.7.
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Du droit de la régulation au droit de la compliance » in FRISON-ROCHE Marie-Anne (dir.), *Régulation, Supervision, Compliance*, Dalloz, 2017, pp. 1-14.
–FRISON-ROCHE, Marie-Anne, « Les autorités administratives indépendantes : distorsion ou réforme de l'État ? », in BETBEZE, Jean-Paul et COEURE, Benoît (dirs.), *Quelles réformes pour sauver l'État ?,* Les cahiers du Cercle des économistes, PUF/Descartes & Cie, 2011, p. 125.

G

–GALLAND Maxime, « Évolution des pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête et de contrôle », Bulletin Joly Bourse, 2013, p. 595.
–GAUDEMET Antoine, « Les obligations de négociation et de compensation », Revue de Droit bancaire et financier nº1, 2013, dossier 2.
–GAUDEMET Antoine, « Qu'est-ce que la compliance ? » Revue commentaire, n° 165, 2019, p. 109.
–GAUDEMET Yves, « Introduction », RFAP, n° 109, 2004, pp.13-16.
–GIDEON Mark, « SEC and CFTC Administrative Proceedings », University of Pennsylvania Journal of Constitutional Law, vol. 19, n° 1, 2016, p. 45.
–GINNANE Robert W., « Rule Making, Adjudication and Exemptions Under the Administrative Procedure Act », University of Pennsylvania Law Review, vol. 95, n° 5, 1947, p. 621.

–GIVRY Alexandra, « La régulation du trading haute fréquence : approche française et difficultés », Annales des Mines - Réalités industrielles, nº 1, 2015, p. 74.
–GOLLIER Christian, « Les entreprises et la finance face à leurs responsabilités climatiques », Revue d'économie financière, vol. 138, nº 2, 2020, p. 89.
–GOULD Alyse L., «Regulating High-Frequency Trading: Man v. Machine», Journal of High Technology Law, vol. 12, nº 1, 2011, pp. 273.
–GRAY Elizabeth P. et FATA Catherine E., « The SEC's use of Big Data in the next decade: Where are we now? », Dimensions, nº1, 2020, p. 2.
–GRIFFITH Sean J, « Corporate Governance in an Era of Compliance », William & Mary Law Review, vol. 57, nº. 6, 2016, p. 2075.
–GRIPPA Pierpaolo, SCHMITTMANN Jochen et SUNTHEIM Felix, «Cambio climático y riesgo financiero », Finanzas & Desarrollo, 2019, p. 26.

H

–HADJIEMMANUIL Christos, « Institutional Structure of Financial Regulation: A Trend towards Megaregulators », Yearbook of International Financial and Economic Law, 2000-2001, p. 127.
–HAMANN Serena, « Effective Corporate Compliance: A Holistic Approach for the SEC and the DOJ», Washington Law Review, vol. 94, nº 2, 2019, p. 851.
–HAN Miao, « Twin Peaks Regulation after the Global Financial Crisis: A Reform Model for China», Asian Journal of Law and Economics, vol. 8, n° 3, 2017, pp. 30.
–HAQUET Arnaud, « Le pouvoir réglementaire des autorités administratives indépendantes », RDP, n°2, 2008, p. 393.
–Harvard Law Review Association, « Independence, Congressional Weakness, and the Importance of Appointment: The Impact of Combining Budgetary Autonomy with Removal Protection», Harvard Law Review, vol. 125, n° 7, 2012, p. 1822.
–HAUT François, « Réflexion sur la méthode comparative appliquée au droit administratif », RIDC, vol. 41-4, 1989, p. 907.
–HAWLEY James P. « Dodd-Frank, sauvetage des institutions financières et crise financière : le problème du too interconnected to fail », Revue d'économie financière, n°105, 2012, p. 251.
–HAZEN Thomas L. « Administrative Enforcement: An Evaluation of the Securities and Exchange Commission's Use of Injuctions and Other Enforcement Methods », The Hastings Law Journal, vol. 31, 1979, p. 427.
–HELLEINER Eric, « What Role for the New Financial Stability Board? The Politics of International Standards after the Crisis», Global Policy, vol. 1, n° 3, 2010, p. 282.
–HELLEINER Eric, PAGLIARI Stefano et SPAGNA Irene, « Introduction. Governing the World's Biggest Market: The Politics of Derivatives Regulation After the 2008 Crisis», in HELLEINER Eric, PAGLIARI Stefano et SPAGNA Irene (dirs.), *Governing the World's Biggest Market: Regulation the Politics of Derivatives Regulation after the 2008 Crisis*, Oxford University Press, 2018, pp. 288.
–HEYMAN Susan B, «Digital Realty Trust v. Somers: Whistleblowers and Corporate Retaliation», Roger Williams University Law Review, vol. 24, n° 1,2019, p. 78.
–HOVIE Logan, «A Tragedy of Novelty: Is for-Cause Removal Protection for the Consumer Financial Protection Bureau's Single Director a Fatal Flaw», Boston College Law Review, vol. 60, 2019, pp. 101.
–HUANG Robin Hui, «Financial regulatory structure in China » in HUANG Robin Hui et SCHOENMAKER Dirk (dirs.), *Institutional Structure of Financial Regulation Theories and International Experiences,* Routledge, 2016, p.253.
–HUANG, Robin Hui, « Financial Regulatory Structure in China: Challenges and Transitioning to Twin Peaks», in GODWIN Andrew et SCHMULOW Andrew, *The Cambridge Handbook of Twin Peaks Financial Regulation*, Cambridge University Press, Cambridge, 2021, p. 253.
–HUBLET Alexandre, « Le paradigme d'un paradoxe : La délégation de compétences aux agences de notation par les État en l'absence d'un contrôle réglementaire », in COLMANT Bruno (dir.), *Les agences de notation financière : entre marchés et États*, Lancier, Bruxelles, 2013, p. 41.
–HUNNICUTT James, «Another Reason to Reform the Federal Regulatory System: Agencies' Treating Non legislative Rules as Binding Law», Boston College Law Review, vol. 41, n° 4, 2000, p. 153.
–HURLIN Christophe et PERIGNON Christophe, « Machine learning et nouvelles sources de données pour le scoring de crédit », Revue d'économie financière, vol. 135, n° 3, 2019, p. 21.

I

–IDOUX Pascale, « Régulateurs nationaux et régulateurs européens », RDP, n°2, 2014, p. 290.
–ISRAEL Didier, « L'indépendance de l'autorité de contrôle prudentiel » in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n° 143, 2012, p. 759.

J

–JACKSON Howell E. et SCHWARCZ Steven L., « Protecting Financial Stability: Lessons from the COVID-19 Pandemic», Harvard Business Law Review, vol. 11, n° 2, 2021, p. 193.
–JACQUILLAT Bertrand, ROCHET Jean-Charles, « Introduction », Revue d'économie financière, n° 109, 2013, p. 9.
–JALUZOT Béatrice, « Méthodologie du droit comparé : bilan et prospective », RIDC, vol. 57, n°1, 2005, p. 29.
–JAMROZ Michael P., «The Customer Protection Rule», The Business Lawyer, vol. 57, n° 3, 2002, p. 1069.
–JANDA Karel et RAUSSER Gordon, « Comparing American and European Regulation of Over-The-Counter Derivative Securitie », European Financial and Accounting Journal, 2011, p. 7.
–JEFFERS Esther et GOLDMAN Sarah, « Ce que l'histoire économique nous enseigne sur la réglementation financière : l'exemple des États-Unis », Revue d'économie financière, n° 137, 2020, p. 49.
–JEFFERS Esther et PLIHON Dominique, « Le shadow banking system et la crise financière », Cahiers français, n° 375, 2013, p. 50.
–JOHNSON Danne L., « SEC Settlement: Agency Self-Interest or Public Interest», Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 12, n° 4, 2007, p. 627.
–JOHNSON Kristin N., « Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools», The Journal of Corporation Law, vol. 42, n° 4, 2017, p. 833.
–JOUVENOT Valentin et KRUEGER Philipp, « Divulgation des émissions carbone au sein des marchés boursiers européens », Revue d'économie financière, vol. 138, n° 2, 2020, p. 157.
–JOVANOVIC Franck, « L'institutionnalisation de l'économie financière : perspectives historiques », Revue d'Histoire des Sciences Humaines, n° 20, 2009, p. 3.
–JULIENNE Maxime, « Les actifs numériques, entre droit et technologie », Bulletin Joly Bourse, n° 1, p. 64.

K

–KAAL Wulf A., « The Post Dodd-Frank Act Evolution of the Private Fund Industry: Comparative Evidence from 2012 and 2015 », The Business Lawyer, vol. 71, 2016, p. 1151.
–KAGAN Elena, « Presidential Administration», Harvard Law Review, vol. 114, n° 8, 2000-2001, p. 2245.
–KAI Kramer, « Aren't We Still in the Garden of the Forking Paths - A Comment on Consolidation of the SEC and CFTC», Houston Business and Tax Law Journal, 2004, p.411
–KANE Edward J., « Regulatory structure in futures markets: Jurisdictional competition between the sec, the cftc, and other agencies », The Journal of Future Markets, vol. 4, n° 3, 1984, p. 367.
–KENNEDY Gavin, «Adam Smith and he role of the metaphor of an invisible hand», Economic affairs, 2011, vol. 31, pp.53-57
–KARME Roberta S. « Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies? », Stanford Journal of Law, Business & Finance, vol. 14, n° 1,2008, p. 151.
–KATZ David A. and MCINTOSH Laura A., « Corporate Governance Update: "Materiality" in America and Abroad », New York Law Journal, 2021, p. 2.
–KEIGHTLEY Mark P., «Financial Transactions Taxes: In Brief», Congressional Research Service, 2019, pp. 7.
–KELLER Andrew J., «Robocops: Regulating High Frequency Trading After the Flash Crash of 2010», Ohio State Law Journal, vol. 73, n°6, 2012, p. 1457.
–KHANNICHE, Sabrina. « Les hedge funds : quelles implications en termes de risque systémique ? », Revue d'économie financière, vol. 101, n°1, 2011, p. 87.
–KIRTI Datla et REVESZ Richard L., « Deconstructing Independent Agencies (and Executive Agencies) », Cornell Law Review, vol. 98, 2013, p. 779.

–KISCHEL Uwe, « La méthode en droit comparé. L'approche contextuelle », RIDC, n°4, 2016, p. 907.
–KLEIN Olivier, POLLIN Jean-Paul, « Introduction », Revue d'économie financière, n° 135, 2019, p. 9.
–KNIGHT Thaya Brook, « Transparency and Accountability at the SEC and at FINRA», The Heritage Foundation, en ligne https://www.heritage.org/markets-and-finance/report/transparency-and-accountability-the-sec-and-finra
–KORSMO Charles R. «High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy», University of Richmond Law Review, vol. 48, n°. 2, 2014, p. 523.
–KOVAR Jean-Philippe « La composition administrative devant l'Autorité des marchés Financiers », Petites affiches, n° 250, 2010, p.18.
–KOVAR Jean-Philippe et LASSERRE CAPDEVILLE Jérôme, « L'indépendance des autorités de régulation financière », Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, 2012, étude 10.
–KOVAR Jean-Philippe, « L'indépendance des autorités des régulation financière à l'égard du pouvoir politique » in ECKERT Gabriel (dir.), *L'indépendance des autorités de régulation économique et fianacière : une approche comparée*, RFAP, nº143, p. 655.
–KOVAR Jean-Philippe, « Les autorités européennes de surveillance : organes des régulateurs nationaux, agences européennes de régulation ou autorités européennes de régulation ? », Revue de droit bancaire et financier, 2011, dossier 24.
–KRAMER Kai, « Aren't We Still in the Garden of the Forking Paths - A Comment on Consolidation of the SEC and CFTC», Houston Business and Tax Law Journal, 2004, p.410.
–KRULY Charles, « Self-Funding and Agency Independence » The George Washington Law Review, vol. 81, 2013, p. 1733.
–KUSHMEIDER Rose Marie, « The U.S. Federal Financial Regulatory System: Restructuring Federal Bank Regulation», FDIC Banking Review, vol. 17, nº 4, 2005, p. 1.

L

–LABETOULLE Daniel « La commission des sanctions de l'autorité des marchés financiers : un témoignage », Droit et Société, no 93, 2016, p. 337.
–LABY B. Arthur, « Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers », The Business Lawyer, vol. 65, n°2, 2010, p. 395.
–LACHAPELLE Amélie, « Le lancement d'alerte (whistleblowing), une atteinte au secret financier voulue par l'autorité ? », RIDC, n° 1, 2019, p. 65.
–LANDAUGil, «Is It Safe to Speak up Now: Evaluating the Expansion of Whistleblower Protection Act Jurisdiction » Journal of the National Association of Administrative Law Judiciary, vol. 36, n° 2, 2016, p. 469.
–LE FUR Anne-Valérie et SCHMIDT Dominique « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », Recueil Dalloz, 2015, p.894.
–LE MESTRE Marie-Ange, « L'argument de droit comparé et les autorités administratives indépendantes » in Fabrice MELLERAY (dir.), *L'argument de droit comparé en droit administratif français*, Bruxelles, Bruylant, 2007, p.133.
–LE VINE Barry, « The Derivative Market's Black Sheep: Regulation of Non-Cleared Security-Based Swaps Under Dodd-Frank », Northwestern Journal of International Law and Business, vol. 31, 2011, p. 699.
–LEMKEThomas P., « The SEC No-Action Letter Process», Business Lawyer (ABA), vol. 42, n° 4,1986-1987, p. 1019.
–LENOIR Noëlle, « Les lanceurs d'alerte : Une innovation française venue d'outre-Atlantique », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 42, 2015, p. 1492
–LEVADE Anne. « Discrimination positive et principe d'égalité en droit français », Pouvoirs, vol. 111, n° 4, 2004, p. 55.
–LEVINE Theodore A. et HERLIHY Edward D. « The Father of Enforcement », Securities Regulation Law Journal, 2015, p. 7.
–LIDÓN LARA-ORTIZ María, «Diferentes modelos de regulación de los mercados financieros en derecho comparado», Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca, 2015, pp. 33.
–LIN, Tom C. W., « Artificial Intelligence, Finance, and the Law», Fordham Law Review, vol. 88, n° 2, 2019, p. 531.
–LINOTTE Didier, « L'Autorité des marchés financiers précurseur d'une évolution ? », AJDA, 2003, p. 2001.
–LOCKHART William J., «SEC No-Action Letters: Informal Advice as a Discretionary Administrative Clearance», Law and Contemporary Problems, vol. 37, n° 1, 1972, p. 95.

–LOMBARD Martine, « Brèves remarques sur la personnalité morale des institutions de régulation », RJEP, n° 619, 2005, chron. 100029
–LOMBARD Martine, « Institutions de régulation économique et démocratie politique», AJDA,2005, p.530.
–LOWENFELS Lewis D., « SEC "No-Action" Letters: Some Problems and Suggested Approaches », Columbia Law Review, vol. 71, n° 7 1971, p.1256.
–LOWENFELS Lewis D. et SULLIVAN Michael J., «SEC Policy Change Re Settlements with Admissions of Wrongdoing», SMU Law Review, vol. 68, n° 3, 2015, p. 795.
–LU Carmen, SILK David, NILES Sabastian, LIPTON Wachtell, « ESG Disclosures—Considerations for Companies», Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020. En ligne:https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/03/esg-disclosures-considerations-for-companies/
–LUCET Lorna, « Quelles mutations pour le secteur financier suite à la législations Investissement Socialement Responsable (ISR) ? », in BOUTHINON-DUMAS Hugues, Bénédicte FRANÇOIS et Anne-Catherine MULLER (dirs.), *Finance durable et droit : perspectives comparées*, IRJS éditions, 2020, p.108.
–LUDWIG Eugene A., «Assessment of Dodd-Frank Financial Regulatory Reform: Strengths, Challenges, and Opportunities for a Stronger Regulatory System», Yale Journal on Regulation, 2012, p. 181.
–LYON Matthew R., «The Trump Administration's Response to the Blockchain Era », Mercer Law Review, vol. 70, n°3, 2019, p. 641.

M

–
–MACEY Jonathan et NOVOGROD Caroline, « Enforcing Self-Regulatory Organization's Penalties and the Nature of Self-Regulation », Hofstra Law Review, vol.40, n°4, 2012, p. 963.
–MACEY Jonathan R., « Organizational Design and Political Control of Administrative Agencies », Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 8, n° 1, 1992, p. 93.
–MADIES Philippe, SAID Zeinab, TARAMASCO Ollivier, « La banque de l'ombre est-elle un complément ou un substitut aux institutions financières traditionnelles ? une étude empirique sur données internationales », Revue d'économie financière, 2019, n° 135, p. 297.
–MARCACCI Antonio, « IOSCO: The World Standard Setter for Globalized Financial Markets», Richmond Journal of Global Law and Business, vol.12, n° 1, 2012, p. 23.
–MARCHAND Jennifer, « Réflexions sur le principe de transparence », RDP, n° 3,2014, p. 677.
–MARCOU Gérard, « La notion juridique de régulation », AJDA, 2006, p. 347.
–MARKHAM Jerry W., «Whistleblowers - A Case Study in the Regulatory Cycle for Financial Services», Brooklyn Journal of Corporate, Financial &Commercial Law, vol. 12, n° 2, 2018, p. 311.
–MARTHE FATIN-ROUGE Stefanni, « Les « discriminations positives » en matiere éléctorale aux Etats-Unis et en France », Cahiers du Conseil Constitutionnel, no 23, 2008.
–MARTIAL-BRAZ Nathalie, « L'intelligence artificielle bientôt régulée. L'incidence du AI Act dans le secteur financier », Revue de droit bancaire et financier, n° 3, 2021, comm. 81.
–MARTIN Sébastien, « Les autorités publiques indépendantes : réflexions autour d'une nouvelle personne publique », RDP, 2013, p. 53.
–MARTINEZ Veronica Root, « Complex Compliance Investigations », Columbia Law Review, vol. 120, n° 2, 2020, p. 249.
–MARTUCCI Francesco, « L'indépendance des autorités de régulation en Italie », in ECKERT Gabriel, *L'indépendance des autorités de régulation économique et financière : une approche comparée*, RFAP, n°143, 2012, p.723.
–MARTY Frédéric, « Algorithmes de prix, intelligence artificielle et équilibres collusifs », RIDE, 2017, p 83.
–MASCIANDARO Donato et QUINTYN Marc, « Helping hand or grabbing hand? Supervisory architecture, financial structure and market view», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dirs), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 85.
–MASSON, Antoine « La force juridique de la doctrine des autorités de régulation », Bulletin Joly Bourse, n° 3, 2005, p. 292.
–MATHEWS Arthur F., «Litigation and Settlement of SEC Administrative Enforcement Proceedings», Catholic University Law Review, vol. 29, n° 2, 1980, p. 215.
–MATHEY Nicolas, « Les devoirs fiduciaires du banquier », Revue de Droit bancaire et financier n° 5, 2021, étude 14.

–MAY Alex, RIELY Charles et INAGAKI Amy, «Recent SEC Charges Show Division of Enforcement's Continued Reliance on Data Analytics and Targeted Initiatives», Securities Litigation, vol. 31, n. 3, 2021, p. 12.
–MAYMONT Antony, « Le droit de la compliance au secours de la stabilité financière », Revue Banque, n° 845, 2020, p. 50.
–MCCARTIN Thomas J. « A Derivative in Need: Rescuing U.S. Security-Based Swaps from the race to the Bottom », Brooklyn Law Review, vol. 81, 2015-2016, p. 361.
–MCGREAL Paul E., «Caremark in the Arc of Compliance History», Temple Law Review, vol. 90, n° 4, 2018, p. 647.
–MCNAMARA Steven, « The Stock Exchange as Multi-sided Platform and the Future of the National Market System», Brigham Young University Law Review, 2018, p. 969.
–MEKKI Mustapha, « Les mystères de la blockchain », Recueil Dalloz, 2017, par. 5.
–MELLERAY Fabrice, « Brèves observations sur les « petites » sources du droit administratif », AJDA, 2019, p. 917.
–MELLERAY Fabrice, « L'imitation de modèles étrangers en droit administratif français », AJDA, 2004, p. 1224.
–MELLERAY Fabrice, « Les apports du CRPA à la théorie de l'acte administratif unilatéral », AJDA, 2015 p. 2491.
–MELLERAY Fabrice, « Une nouvelle crise de la notion d'établissement public. La reconnaissance d'autres personnes publiques spécialisées », AJDA, 2003, p. 711.
–MERRILL Thomas W. et TONGUE WATTS Kathryn, « Agency Rules with the Force of Law: The Original Convention », Harvard Law Review, 2002, p. 467.
–MERRILL Thomas W., « Rethinking Article I, Section I: From Nondelegation to Exclusive Delegation », Columbia Law Review, vol.104, n°8, 2004, p. 2097.
–MEUNIER François. « GameStop et les fonds activistes », Esprit, n° 3, 2021, p. 23.
–MEYER, Timothy, « Soft law as Delegation», Fordham International Law Journal, vol. 32, n° 3, 2009, p. 888.
–MICHEL Norbert J., « Fixing the Dodd-Frank Derivatives Mess: Repeal Titles VII and VIII », Brackgrouder, 2015, pp. 19.
–MILLER Geoffrey P., « Independent Agencies », Supreme Court Review, 1986, p. 41.
–MILLERAND Arthur, « La vigilance s'impose face au nouveau renforcement des pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers (AMF) », Droit des sociétés n° 12, Décembre 2013, alerte 67.
–MIRIEU DE LABARRE Caroline, « AMF : la composition administrative. - 5 ans après, l'heure du bilan », La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n° 41, 2015, p. 1482.
–MIRKINE-GUÉTZÉVITCH Boris, « Les méthodes d'étude du droit constitutionnel comparé », Revue internationale de droit comparé. vol. 1 n°4, 1949, p. 397.
–MONACO Eleonora, «What FinTech Can Learn from High-Frequency Trading: Economic Consequences, Open Issues and Future of Corporate Disclosure» in LYNN Theo, MOONEY John G., ROSATI Pierangelo et CUMMINS Mark (dirs.), *Disrupting Finance: FinTech and Strategy in the 21st Century,* Palgrave Macmillan, 2019, p. 51.
–MONTIEL CASTILLO Federico, «Las normas de comportamiento ético en el manejo de la información privilegiada en la Ley Reguladora del Mercado de Valores», Revista Nacional de administración, 2013, p. 81.
–MORAND-DEVILLER Jacqueline, « Avant-propos », in BOSKOVIC Olivera (dir.), *L'efficacité du droit de l'environnement. Mise en œuvre et sanctions*, Dalloz, 2010, pp. 136.
–MORELLI Michael, «Implementing High Frequency Trading Regulation: A Critical Analysis of Current Reforms», Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, vol. 6, nº 2, 2017, p. 201.
–MORTON Jeffrey C., « The development of a compliance culture», Journal of Investment Compliance, vol. 6, nº 4, 2005, p. 60.
–MOULIN Jean-Marc, « Prestataires de services sur actifs numériques », Revue de Droit bancaire et financier, nº 1, 2020, comm. 15.
–MOULIN Jean-Marc, « Commission européenne — Finance durable — Propositions législatives », Revue de Droit bancaire et financier, n° 4, comm. 111.
–MOULIN Jean-Marc, « Le principe d'égalité devant l'information dans le système répressif boursier », Bulletin Joly Bourse, n°02, 2000, p.117.
–MOULIN Jean-Marc, « Premier acte délégué relatif à la taxinomie européenne des activités durables », Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, 2021, comm. 86.
–MULLER Anne-Catherine « Information financière - Nouveau règlement Prospectus Règlement n° 2017/1129 du 14 juin 2017, JOUE L. 168/12 du 30 juin 2017 », Revue des sociétés, 2017, p. 597.

–MULLER Anne-Catherine, « Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée », Revue sociétés, 2017, p. 54.
–MULLER Anne-Catherine, « Transposition de la directive MIF II », Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, 2017, comm. 134.
–MUNIESA Fabian, « Contenir le marché : la transition de la criée à la cotation électronique à la Bourse de Paris », Sociologie du Travail, vol. 47, n° 4, 2005, p.485.

N

–NEUMANN, Matthew G., « Neither Admit nor Deny: Recent Changes to the Securities and Exchange Commission's Longstanding Settlement Policy», Journal of Corporation Law, vol. 40, n° 3, 2015, p. 794.
–NIELSON, Aaron L., « In Defense of Formal Rulemaking », Ohio State Law Journal, vol. 75, n° 2, 2014, p. 237.
–NIYOMUKESHA Jocelyne, « Les transactions à haute fréquence sous la directive MIFID II », Bulletin Droit et Banque, Luxembourg association of lawyers, n ° 65, p. 12.

O

–O'CONNELL Anne Joseph, « Political Cycles of Rulemaking: An Empirical Portrait of the Modern Administrative State » Virginia Law Review, vol. 94, n° 4, 2008, p. 889.
–OCCHIPINTI John A., « Section 18 of the Securities Exchange Act of 1934: Putting the Bite Back into the Toothless Tiger », Fordham Law Review, vol. 47, 1978, p. 115.
–OMAROVA Saule T., « One step forward, two steps back ? The institutional structure of US financial services regulation after the crisis of 2008», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p. 153.
–OMAROVA Saule T., « One step forward, two steps back? The institutional structure of US financial services regulation after the crisis of 2008», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p.138
–OROZCO David, « A Systems Theory of Compliance Law », University of Pennsylvania Journal of Business Law, vol. 22, n° 2, 2020, p. 244.
–ORTIZ ZAMORA Luis A., «La Potestad Reglamentaria del Regulador en Especial del Regulador Financiero» in DE LA CUÉTARA MARTÍNEZ Juan Miguel, MARTÍNEZ LÓPEZ-MUÑIZ José Luis, VILLAR ROJAS Francisco José Derecho administrativo y regulación económica: liberamicorum profesor Doctor Gaspar Ariño Ortiz, La ley, 2011, p. 1299.

P

–PACELLA Jennifer M., «Facilitating the Compliance Function», Rutgers University Law Review, vol. 71, n° 2, 2019, p. 579.
–PALMER Heather, GREGORY Holly, WOOD Leonard, AUSTIN Sidley, « Emerging ESG Disclosure Trends Highlighted in GAO Report », Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020. En ligne https://corpgov.law.harvard.edu/2020/08/15/emerging-esg-disclosure-trends-highlighted-in-gao-report/
–PAN, Eric J., « Structural Reform of Financial Regulation», Transnational Law & Contemporary Problems, vol. 19, n°3, 2011, p.838.
–PAOLI-GAGIN Vanina, « Les commissions des valeurs mobilières (CVM) sont-elles vraiment indépendantes ? », Bulletin Joly Bourse, 1997, n° 4, p. 713.
–PARK Junsun, « Enforcement of Securities Law in The Global Marketplace: Cross-Border Cooperation in The Prosecution of Transnational Hedge Fund Fraud », Brooklyn Journal of International Law, vol. 39, 2014, p. 231.
–PARK Stephen Kim «Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution», Stanford Journal of International Law, vol. 54, n° 1, 2018, p.1.
–PASQUALE Frank, « Law's Acceleration of Finance: Redefining the Problem of High-Frequency Trading», Cardozo Law Review, vol. 36, n° 6, 2015, p. 2085.
–PATRIZIA Charles A., SPAFFORD Michael L., TIMOFEYEV Igor V., et STANAWAY Daren F., « The Effects of the Supreme Court's Lucia v. SEC Decision across Administrative Agencies », Infrastructure, vol. 57, n° 4, 2018, p 5.

–PATTON Spencer P., « Archangel Problems: The SEC and Corporate Liability», Texas Law Review, Texas Law Review, vol. 92, p. 1717.
–PATTON Spencer P., «Archangel Problems: The SEC and Corporate Liability», Texas Law Review, vol. 92, n° 6, 2014, p.1717.
–PAUL Deborah L. et STANGE T. Eiko, « Tax and ESG», 2020. Enlignehttps://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/22/tax-and-esg/
–PEARSON Thomas C., « When Hedge Funds Betray a Creditor Committee's Fiduciary Role: New Twists on Insider Trading in The International Financial Markets », Review of Banking and Financial Law, vol. 28, 2008-2009, p. 165.
–PEDERSEN William F. Jr., «Formal Records and Informal Rulemaking», Yale Law Journal, vol. 85, n° 1, 1975, p. 38.
–PEKANOV Atanas et SCHRATZENSTALLER Margit, «A Global Financial Transaction Tax - Theory», Practice and Potential Revenues, Tax Law: International & Comparative Tax eJournal, 2019. En ligne https://ssrn.com/abstract=3407855 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3407855
–PELLET Jérémie, « Les obligation de déclaration dans Emir », Revue de Droit bancaire et financier, nº 1, 2013, dossier 3.
–PERROUD Thomas, « Le recours pour excès de pouvoir contre les actes de soft law des autorités de régulation », La Semaine Juridique, nº 22, 2016, p.1073.
–PERROUD Thomas, « Faut-il créer un tribunal de la régulation ? », 2016, Aix-en-Provence, France. En ligne https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01699008/document
–PFERSMANN Otto. « Le droit comparé comme interprétation et comme théorie du droit », RIDC, vol. 53, n°2, 2001, p. 275.
–PIAU Dominique, « Secret professionnel - Confidentialité et … Secret défense ? », Gazette du Palais, n° 312, 2011, p. 12.
–PICADO LEON Hugo et CHACÓN BADILLA Ronald, «El financiamiento de los partidos políticos en Costa Rica», Tribunal Supremo de Elecciones. Instituto de Formación y Estudios en Democracia, 2019, p.3. En ligne https://www.tse.go.cr/pdf/publicaciones/financiamiento-partidos-politicos.pdf
–PLATT Alexander I., « SEC Administrative Proceedings: Backlash and Reform », The Business Lawyer, vol. 71, n° 1, 2016, p. 1.
–PLIHON Dominique, « II. La globalisation financière », BENASSY-QUERE Agnès (dir.), *Les enjeux de la mondialisation. Les grandes questions économiques et sociales,* La Découverte, 2019, p. 23.
–PONTHOREAU Marie-Claire, « Le droit comparé en question(s). Entre pragmatisme et outil épistémologique », RIDC, vol. 57, n°1,2005, p. 7.
–PONTHOREAU Marie-Claire, « Trois interprétations de la globalisation juridique. Approche critique des mutations du droit public », AJDA, 2006, p.20.
–POULLE Jean-Baptiste et KANNAN Arut, « MIF II : la protection des investisseurs », Revue de droit bancaire et financier, 2014, dossier 61.
–POULLE Jean-Baptiste et KHAN Sandra, « Le whistleblowing : réflexions sur les derniers développements en matière financière », Revue de Droit bancaire et financier, 2015, n° 6, étude 21.
–PRADHAN Prajakta, « Towards Intelligent Regulation of AI», University of San Francisco Law Review Forum, vol. 55, 2021, p. 1.
–PRESTON Jay, «Initial Coin Offerings: Innovation, Democratization and the SEC», Duke Law & Technology Review, 16, 2017-2018, p. 318.
–PREWITT Matt, «High-Frequency Trading: Should Regulators Do More», Michigan Telecommunications and Technology Law Review, vol. 19, n° 1, 2012, p.131.
–PRIOR Ian D., « An Opportunity Lost: The U.S. Securities and Exchange Commission's New Rule Requiring Registration of Hedge Fund Advisers Has an Achilles Heel - And Hedge Funds Will Take Advantage», Annual Review of Banking & Financial Law, vol. 25, 2006, p. 471.
–PRIYAH Kaul, « Admit or Deny: A Call for Reform of the SEC's "Neither-Admit-Nor-Deny Policy», University of Michigan Journal of Law Reform, vol. 48, 2015, p. 535.
–PURI Poonam et KUPI Simon, « Say on Pay, Soft law and the Regulatory Focus on Enforcement and Transparency», in WEISS Friedl et KAMMEL Armin J (dirs.)*, The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, Brill Nijhoff Leiden, 2015, p. 172.

R

–RAINELLI-WEISS Hélène, « Problèmes et enjeux de la régulation financière », Cités, vol. 64, n° 4, 2015, p. 77.

–RAMEIX Gérard, « Globalisation et compétition réglementaire », Revue d'économie financière, n° 129, 2018, p. 19.
–RAMEIX Gérard, « Le point de vue du régulateur boursier », Bulletin Joly Bourse, n° 2, 2017, p. 151.
–RAMIREZ Steven A., « Depoliticizing Financial Regulation», William & Mary Law Review. Vol. 41, 2000, p. 503.
–RANDA VASQUEZ Anthony, « Le Conseil d'État précise la nature juridique et les modalités d'imposition du bitcoin », Petites affiches, nº 109, 2018, p. 9.
–RASPILLER Sébastien et ROGNETTA Jean, « Intelligence artificielle et finance : les nouveaux enjeux réglementaires » in Intelligence artificielle : jusqu'où les machines peuvent-elles assister les financiers ?, Banque & Stratégie, n° 36, 2017. En ligne http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/intelligence-artificielle-finance-les-nouveaux-enj
–REINERS Lee, «Bitcoin Futures: From Self-Certification to Systemic Risk», North Carolina Banking Institute, vol. 23, 2019, p. 61.
–RIASSETTO Isabelle, « Contrôle de la régularité et du bien-fondé d'une décision de la commission des sanctions de l'AMF portant sur la multigestion alternative », Bulletin Joly Bourse, n°2, 2014, p. 97.
–RICARD Louis-Nicolas, « Rapport des autorités européennes de supervision sur le Big Data », Revue de Droit bancaire et financier, n° 3, 2018, alerte 62.
–RICHARDSON James R., « Legislative Committees - Powers and Limitations», Tennessee Law Review, vol. 21, n° 7, 1951, p. 748.
–RICHARDSON Matthew, « Regulating Wall Street: The Dodd–Frank », Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, vol. 36, 2012, p. 85.
–RIVERO Jean, « Le droit administratif en droit comparé : rapport final », RIDC, n° 4, 1989, p. 919.
–ROBERT Véronique, et USUNIER Laurence, « Conclusion. Du bon usage du droit comparé », in DELMAS-MARTY Mireille (dir.), *Critique de l'intégration normative. L'apport du droit comparé à l'harmonisation des droits*, PUF, 2004, p. 227.
–RODRIGUEZ HERRERA Adolfo, «Un mercado en desarrollo: La nueva ley de valores», Sugeval, 1998, p.20.
–ROBERTS John G., Jr., « What Makes the D.C. Circuit Different? A Historical View», Virginia Law Review, vol. 92, n° 3, 2006, p. 375.
–ROBINSON Randolph A. II. «The New Digital Wild West: Regulating the Explosion of Initial Coin Offerings», Tennessee Law Review, vol. 85, n° 4, 2018, p. 897.
–RONTCHEVSKY Nicolas et STORCK Michel, « Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », RTD Com. 2011 p. 138.
–ROSE Amanda M., «A Response to Calls for SEC-Mandated ESG Disclosure», Washington University Law Review, 2021, p. 1821.
–ROSEN Kenneth M., «Cooperation before Consolidation in Investor Protection», Tulane Law Review, vol. 90, n° 5, 2016, p. 1211.
–ROSENFELD Michel, « Rapprochements et divergences persistantes des systèmes juridiques de Civil Law et de Common Law », Annuaire international de justice constitutionnelle, vol. 24-2008, 2009, p. 33.
–ROUSSIN Juliette, « Juger la démocratie à ses résultats ? », in DAMAY Ludivine et JACQUET Vincent (dirs.), *Les transformation de la légitimé démocratique. Idéaux, revendications et perceptions*, Academia, 2021, p. 31
– RYZNAR Margaret, «The Future of Bitcoin Futures», Houston Law Review, vol. 56, n° 3, 2019, p. 539.

S

–SAINT-ETIENNE Christian, « La finance est vitale à condition d'être bien régulée », in COEURE Benoît (dir), *Le monde a-t-il encore besoin de la finance ?*, PUF, 2010, p. 27.
–SABOURIN Paul, « Les autorités administratives indépendantes », AJDA, 1983, p. 275.
–SALLE Maxime, « La fin de la répression de l'information imprécise ? », Bulletin Joly Bourse, n°1, 2018, p.18.
–SAMI George, « A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe », Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 29, 2009, p. 275.
–SANTAMARÍA PASTOR Juan Alfonso, «La teoría del órgano en el Derecho Administrativo», Revista española de derecho administrativo, nº 40-41, 1984, p. 43.

−SANTORO, Michael A., «Reforming Financial Industry Executive Compensation Practices to Manage Risk, Build Long-Term Value, and Assure Legal Compliance: Lessons of the 'London Whale' Trade for Volcker Rule Implementation», in ENDERLE Georges, et MURPHY Patrick E., *Ethical Innovation in Business and the Economy*, Edward Elgar Publishing, 2015, p.184.
−SCHILLER Sophie, « L'action de l'Autorité des marchés financiers : la composition administrative », Bulletin July Bourse, n° 2, 2017, p.147.
−SCHOLLEN Miloslava, « Democratic Input Legitimacy of IRAs: Proposing an Assessment Framework », Utrecht Law Review, vol. 11, n° 2, 2015, p. 64.
−SCHOONER Heidi Mandanis, « The Role of Central Banks in Bank Supervision in the United States and the United Kingdom», Brooklyn Journal of International Law, vol.28, n° 2, 2002, p. 411.
−SCHULTZ BRESSMAN Lisa et THOMPSON Robert B. « The Future of Agency Independence », Vanderbilt Law Review, vol. 63, n° 3, p. 599.
−SELIGMAN Joel, « Self-Funding for the Securities and Exchange Commission», Nova Law Review, vol. 28, n° 2, 2004, p. 233.
−SHAPIRO David L., « The Choice of Rulemaking or Adjudication in the Development of Administrative Policy», Harvard Law Review, vol. 78, n° 5, 1965, p. 921.
−SHAPIRO, Stuart, « Agency Oversight as Whac-a-Mole: The Challenge of Restricting Agency Use of Nonlegislative Rules», Harvard journal of law & public policy, 2014, p. 523.
−SHELBY Cary Martin, «Closing the Hedge Fund Loophole: The SEC as the Primary Regulator of Systemic Risk », Boston College Law Review, vol. 58, n° 2, 2017, p. 639.
−SIRIOPOULOS Costas, « Financial Markets are Not Efficient: Financial Literacy as an Effective Risk Management Tool », International Journal of Business and Management Research, Research Article, vol. 9, 2021, p. 65.
−SKINNER Christina P., «Whistleblowers and Financial Innovation », North Carolina Law Review, vol. 94, 2016, p. 861.
−SMITH William L., « A tetranormalization intervention of the Financial Accounting Standards Board (FASB) and the International Accounting Standards Board (IASB) », Recherches en Sciences de Gestion, n° 99, 2013, p. 65.
−STASIAK Frédéric « Démêlage de « nœuds » bis in idem ? », RSC, 2019, p. 383.
−STEINWAY Sonia A., « SEC "Monetary Penalties Speak Very Loudly," But What Do They Say? A Critical Analysis of the SEC's New Enforcement Approach », The Yale Law Journal, vol. 124, n° 1, 2014, p. 219.
−STOFFAËS Christian, « La mère de toutes les régulations : le Glass-Steagall Act », Annales des Mines - Réalités industrielles, 2015, p. 23.
−STOLL Hans R., «Electronic Trading in Stock Markets», Journal of Economic Perspectives, vol. 20, n° 1, 2006, p. 153.
−STORCK Michel, « L'encadrement du négoce à haute fréquence », Petites affiches, n° 194, 2013, p. 29.
−STORCK Michel, « Cadre juridique de la gestion alternative : transposition en droit français de la directive AIFM par l'ordonnance du 25 juillet 2013 », RTD Com., 2013, p. 533.
−STORCK Michel, « Exigences d'adéquation issues de la directive MIF 2 : l'AMF applique les orientations de l'ESMA », RTD com. 2019, p. 437.
−STUDLAR Donley T. et CASSESE Erin C., « Feminist Society, Parternalist Politics: How the Electoral System Affects Women's Representantion in the United States Congress » in TREMBLAY Manon (dir.), *Women and legislative representation : electoral systems, political parties, and sex quotas*, Palgrave, 2007, p. 64.
−SWIRE Peter P., « Incorporation of Independent Agencies into the Executive Branch», Yale Law Journal, vol. 94, n° 7, 1985, p. 1766.
−SYNVET Hervé, « Le « soft law » en matière bancaire et financière », Revue de Droit bancaire et financier, n° 1, 2012, dossier 8.
−SAMI George « A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe », Northwestern Journal of International Law & Business, vol. 29, 2009, p. 275.
−SKEEL David A. Jr., « The new financial deal: Understanding the Dodd Frank Act and its (Unintended) consequences», Institute for Law and Economics, University of Pennsylvania, 2010, p. 1.

T

−TAHYAR, Margaret E., CHATMAN THOMSEN Linda et Amelia STARR T.R., « The Constitutionality of SEC-Appointed Judges», Harvard Law School Forum on Corporate Governance,

2018. En ligne https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/09/the-constitutionality-of-sec-appointed-judges/
–TAUPIN Benjamin, « Travail institutionnel de justification dans la notation de crédit : la réaffirmation du pouvoir des agences » in CHAMBOST Isabelle, LENGLET Marc, TADJEDDINE Yamina (dirs.), *La fabrique de la finance : pour une approche interdisciplinaire,* Septentrion Presses Universitaires, 2016, p. 77.
–TAYLOR Michael W., « Regulatory reform after the financial crisis», in HUI HAANG Robin et SCHOENMAKER Dirk (dir.), *Institutional structure of financial regulation*, Routledge, 2015, p.13.
–TELLER Marina, « La régulation des marchés financiers entre pouvoirs privés économiques et ordre public économique », RIDE, vol. 33, nº 1, 2019, p. 91.
–TELLER Marina, « Les normes comptables internationales : la transparence en question », RTD Com., 2010, p.671.
–TEMKIN Barry R. et ATLAS Michelle, « CCOs in the Cross-Hairs: Recent Developments in the Regulation of Financial Industry Chief Compliance Officers », Securities Regulation Law Journal, 2017, p.128.
–TERTRAIS Laure « La régulation et la crise financière : le rôle de l'Autorité des marchés financiers », RFDA, 2010, p.741
–THOMASSET-PIERRE Sylvie, « Création de l'Autorité des marchés financier. Commentaire de la loi du 1er août 2003 et du décret du 21 novembre 2003 », Recueil Dalloz, 2003, p. 2951.
–THOMPSON, Robert B, « Corporate Governance after Enron», Houston Law Review, vol. 40, n° 1, 2003, p. 99.
–TOWNSEND Blaine, « From SRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing», The Journal of Impact and ESG Investing, 2020, p. 1.
–TRAUTMAN Lawrence, « Virtual Currencies; Bitcoin & What now after Liberty Reserve, Silk Road, And Mt. Gox? », Richmond Journal of Law & Technology, vol. 20, n° 4, pp.108.

V

–VABRES Régis, « Le pouvoir d'enquête de l'AMF face à la protection des droits fondamentaux », Revue de Droit bancaire et financier n° 6, 2018, dossier 42.
–VABRES Regis, « Recours contre les instruments de « soft law », Droit des sociétés, nº6, 2016, comm. 108.
–VALETTE Jean-Paul « Le modèle financier des États-Unis : régulation sectorielle ou régulation intersectorielle ? », RDP, nº 4, p.1086.
–VAMPARYS Xavier, « Perspectives américaines sur la régulation des crypto-actifs », Bulletin Joly Bourse, n°2, 2018, p. 110.
–VELIKONJA Urska, «Securities Settlements in the Shadows», Yale Law Journal Forum, vol. 126, 2016, p. 124.
–VERMEULE Adrian, « Conventions of Agency Independence », Columbia Law Review, vol. 113, 2013, p. 1163.
–VIAUT Laura, « Responsabilité et intelligence artificielle », Petites affiches, n°16, 2021, p. 9.
–VICKERY III Howard L., « Judicial Review of Informal Agency Action: A Case Study of Shareholder Proposal No-Action Letters », Hastings Law Journal, vol. 28,1976, p. 307.
–VILLALOBOS Adelina, «Los códigos de conducta en sociedades no cotizadas y no supervisadas: Un análisis del entorno costarricense», Revista Judicial, Costa Rica, nº 109, 2013, p. 175.
–VINTIMILLA SALDAÑA Jaime, «Futuro del derecho del mercado financiero: regulación, desregulación, neo-regulación y soft law», Iuris dictio, vol. 17, 2015, p. 41.
–VON COESTER Suzanne, « Les communiqués », RFDA, 2016, p. 497.

W

–WALSH John H. « Regulatory Supervision by the Securities and Exchange Commission: Examinations in a Disclosure-Enforcement Agency», Administrative Law Review, vol. 51, n° 4, 1999, p. 1229.
–WARREN Elizabeth, « Un safe at Any Rate », Democracy, 2007 https://democracyjournal.org/magazine/5/unsafe-at-any-rate/
–WATNICK Valerie, « Whistleblower Protections under the Sarbanes-Oxley Act: A Primer and a Critique», Fordham Journal of Corporate & Financial Law, vol. 12, n° 5, 2007, p. 831.

–WEBER Rolf H.; ARNER Douglas W., GIBSON Evan C. et BAUMANN Simone, «Addressing Systemic Risk: Financial Regulatory Design », Texas International Law Journal, vol. 49, n° 2, 2014, p.179.
–WEISS Maxwell, «The constitutionality of SEC administrative law judges: Exploring Hill v. SEC», George Washington Law Review, vol. 84, n° 5, 2016, p.1407.
–WEST William F. «The Politics of Administrative Rulemaking», Public Administration Review, vol. 42, n° 5 ,1982, p. 420.

Y

–YSEULT Marique, «The Rule-Making Powers of Independent Administrative Agencies ('QUANGOs') », Electronic Journal of Comparative Law, vol. 11, n° 3, 2007, p.1.

Z

–ZARING David T., « Enforcement Discretion at the SEC », Texas Law Review, vol. 94, n° 3, 2016, p. 1155.
–ZARKA Jean-Claude, « Séparation et régulation des activités bancaires : adoption du projet de loi par l'Assemblée nationale », Recueil Dalloz, 2010, p. 428.
–ZILLER Jacques ,« Les autorités administratives indépendantes entre droit interne et droit de l'Union européenne », RFDA 2010, p.907.
–ZILLER Jacques, « La régulation comme prévention des crises », in FRISON-ROCHE Marie-Anne, Les risques de régulation, Presses de Science Po et Dalloz, 2005, p. 51.
–ZOLLER Elisabeth, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie», RFDA, 2004, p. 757.
–ZOLYNSKI Célia, « Blockchain et sécurité : Être ou ne pas être, telle est la question », in BEHAR-TOUCHAIS Martine (dir.), *La Blockchain saisie par le droit*, IRJS Éditions, 2019, p. 13.

Contributions aux mélanges et actes de colloques

–AUBY Jean-Bernard, « Introduction » in *Quel dialogue entre les personnes publiques et la société civile ? Quel lien entre le débat public et la qualité de la décision publique ?* Colloque organisé par le Conseil d'État le 20 janvier 2012, La documentation française, 2012, p.84.
–AUBY Jean-Bernard, « Régulations et droit administratif, *Mélanges offerts à Gérard Timsit*, Bruylant, 2005, p. 209
–AUTIN Jean-Louis, « Les autorités de régulation sont-elles des autorités administratives indépendantes ? » in Mélanges en l'honneur du Professeur Jean-Philippe Colson, Presses Universitaires de Grenoble, 2004, p. 439-450.
–FERNÁNDEZ ROZAS José Carlos, «El Código de Napoleón y su influencia en América Latina: reflexiones a propósito del Segundo Centenario», in *El derecho internacional en tiempos de globalización*: libro homenaje a Carlos Febres Pobeda, Universidad de los Andes, Publicaciones del Vicerrectorado Académico, 2005,p. 170.
–GÉLARD Patrice, « Quelques conseils au constitutionaliste de droit comparé », in *Renouveau du droit constitutionnel. Mélanges en l'honneur de Louis FAVOREU*, Dalloz, 2007, p.705.
–JINESTA LOBO Ernesto, «Reglamentos, circulares e instrucciones: Fuente de Derecho Administrativo Costa Rica» in El acto administrativo como fuente del derecho administrativo en Iberoamérica. VIII Foro Iberoamericano de Derecho Administrativo, Panamá 14-19 septiembre 2009
–LE TOURNEAU Philippe, « Le droit et l'éthique » in Droit et Technique, études à la mémoire du Professeur Xavier LInant de Bellefonds, Litec, 2007, p. 292.
–PLIHON Dominique, « II. La globalisation financière », BENASSY-QUERE Agnès (dir.), *Les enjeux de la mondialisation. Les grandes questions économiques et sociales III.* La Découverte, 2019, p. 23.
–RIVERO Jean, « A propos des métamorphoses de l'administration d'aujourd'hui : démocratie et administration », Mélanges offerts à René Savatier, 1965, p. 821.

–SAUVÉ Jean-Marc, « Introduction » in Autorités administratives, droits fondamentaux et opérateurs économiques, Colloque de la Société de législation comparée, Paris, 2012, p. 2. En lignehttp://www.conseil-etat.fr/content/download/3034/9130/version/1/file/autorites_administratives_droits_fondamentaux_et_operateurs_econmiques_discours_301012.pdf

Notes, observations, avis et conclusions de jurisprudence

Jurisprudence française

–Cass. Ass. Plén. 5 février 1999, Commission des opérations de Bourse c/Oury.
–Cass. Com., 13 déc. 2011, n° 10-10.103, Bourse direct, société anonyme contre la société Imc securities Bv, et autre.
–Cass. Com., 15 juin 2010, 09-15.130, Inédit.
–Cass. Com.,19 janvier 2010, 08-22.084, Inédit.
–Cass. Com., 25 février 2014, 13-18.871, Inédit.
–Cass. Com., 26 oct 1993, Rezzonico c/Mizon n° 91-16.575, n° 91-17.570, n° 91-17.572, Bull civ. IV, n° 352.
–Cass. Com., 29 janvier 2013 n°11-27333.
–Cass. Com., 5 juillet 2017, 15-25.121.
–CE 5 nov. 1993, Commission des opérations de bourse, no 143973, Rec. T. p. 944.
–CE 6º et 1º ss sect., 11 décembre 2015, nº 389096.
–CE Ass., 21 mars 2016, Sociétés Numéricable et Fairvesta international et autres (2 espèces), n° 368082-84 et 390023.
–CE, 10 juillet 1968, Ministre des Arm es c/ Sieur Ruffin, RDP 1969, p. 709, concl. Rigaud.
–CE, 1re et 6e ss-sect. réunies, 29 oct. 2013, no 356108.
–CE, 26 avr. 2018, nº 417809, nº 418030 et autres.
–CE, 27 octobre 2006, n° 276 069.
–CE, Ass., 3 déc. 1999, Didier, req. n° 207434, Rec. CE 1999, p. 399.
–CE, Sect., Mme Duvignères, 18 décembre 2002, n° 233618, Rec. p. 463.
–Décision n° 2011-200 QPC, 2 décembre 2011.
–Décision n° 2014 -453/454 QPC.
–Décision n° 2015-462 QPC18 mars 2015.
–Décision n° 2016-740 DC du 8 décembre 2016.
–Décision n° 84-173 DC du 26 juillet 1984, Rec. p. 63.
–Décision n° 86-217 DC du 18 septembre 1986.
–Décision nº 2017 -646/647 QPC du 21 juillet 2017.
–Décision nº 86-224 DC DU 23 janvier 1987.

Jurisprudence européenne

–CEDH, 11 juin 2009, Dubus SA c/ France, n° 5242/04.
–CEDH, 12 févr. 2008, n° 14277/04, Gujac/Moldova: JurisData n° 2008- 010477 § 73.
–CEDH, 20 janvier 2011 (définitif le 20 avril 2011), n° 30183/06.
–CEDH, 21 févr. 1994, Série A 284-A, Benedoun c/France.
–CEDH, 2e sect., 4 mars 2014, n° 18640/10, 18 663/10, 18 668/10 et 18 698/10.
–CEDH, 6 juin 2019, Nodet c. France, req. n° 47342/14.
–CEDH, 9 novembre 2010, n° 52149/08.
–CEDH, Grande Stevens et Autres c. Italie, 15 janvier 2013, 18640/10 et autres.
–CEDH, GS, 10 10 février 2009, n° 14939/03. Sergueï Zolotoukhine C. Russie.
–CJUE C-628/13 11 mars 2015, Cass Com nº08-10.246 18 novembre 2008.
–CJUE, Grande Chambre, 9 mars 2010, Commission c/ République Fédérale d'Allemagne, aff. C-518/07.

Jurisprudence américaine

–Appalachian Power Co. v. EPA, 208 F.3d 1015, 1020 (D.C. Cir. 2000).
–Bowen v. Georgetown Univ. Hosp., 488 U.S. 204 (1988
–Bowen v. Georgetown Univ. Hosp., 488 U.S. 204 (1988).
–CFPB v Gordon, 819 F.3d 1179, 1190-91 (9th circuit 2016).
–Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 U.S. 837 (1984)
–Citizens to Preserve Overton Park v. Volpe, 401 U.S. 402 (1971).
–Consumer Fin. Prot. Bureau v. RD Legal Funding, LLC, 332 F. Supp. 3d 729, 784 (S.D.N.Y. 2018).
–Digital Realty Trust, Inc. v. Somers, 583 U.S. (2018).
–El Khadem v. Equity Securities Corp., 494 F.2d 1224 (9th Cir. 1974).
–Free Enter. Fund v. Pub. Co. Accounting Oversight Bd. 561 U.S. 477 (2010).
–Goldstein v. SEC - 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006).
–Hector v. Wiens, 533 F.2d 429, 432 (9th Cir. 1976).
–Hill v. SEC, F.3d, n°15-12831, n° 15-13738 (June 17, 2016).
–Humphrey's Executor v. United States, 295 U.S. 602 (1935).
–*In re* Bankers Trust Company, 61 F.3d 465, 471 (6th Cir. 1995).
–*In re* Subpoena Served upon the Comptroller of the Currency, 967 F.2d 630,634 (D.C. Circuit, 1992)
–*In re* Subpoena Served upon the Comptroller of the Currency, 967 F.2d 630,634 (D.C. Circuit, 1992).
–KBR, Inc., 2015 WL 1456619.
–Liu v. SEC, N° 18-1501, (June 22, 2020).
–Lucia v. Securities and Exchange Commission, 585 U.S. (2018).
–Montford and Company, Inc. v. SEC, N° 14-1126.
–Nat'lAss'n of Mfrs., et al. v. SEC, 800 F.3d 518, 530 (D.C. Cir 2015).
–Nat'lAss'n of Mfrs., et al. v. SEC, n° 13-CF-000635 (D.D.C. Apr. 3, 2017).
–National Petroleum Refiners Association v. FTC, 392 F. Supp. 1052 (D.D.C. 1974).
–Perez v. Mortg. Bankers Ass'n - 135 S. Ct. 1199 (2015).
–PHH Corp. v. Consumer Fin. Prot. Bureau (PHH Corp. II), 881 F.3d 75, 110 (D.C. Cir. 2018).
– PHH Corp. v. Consumer Fin. Prot. Bureau (PHHCorp.1), 839 F.3d 1, 8 (D.C. Cir. 2016).
–Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996).
–Reed v Reed et United States v Virginia.
–S.E.C. v. Citigroup Global Markets., 827 F. Supp. 2d 332 (S.D.N.Y. 2011).
–S.E.C. v. RANDOLPH 736 F.2d 525 (1984).
–SEC v Chernery Corp., 332 U.S. 194 (1947).
–SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80 (1943).
–SEC v. Citigroup Global Markets., 827 F. Supp. 2d 332 (S.D.N.Y. 2011.
–SEC v. Goldman Sachs & Co., 790 F. Supp. 2d 147 (S.D.N.Y. 2011).
–SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).
–Seila Law L.L.C. v. Consumer Financial Protection Bureau, 2020 WL 3492641 (U.S. June 29, 2020).
–United States v. Coinbase, Inc., Case n°17-cv-01431-JSC, (N.D. Cal. Nov. 28, 2017).
–United States v. Zaslavskiy, n° 17CR647(RJD), 2018 U.S. Dist. LEXIS 156574 (E.D.N.Y. Sept. 11, 2018).
–Wayman v. Southard, 23 U.S. 10 Wheat. 1 1 (1825).

Jurisprudence costaricienne

–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Costa Rica, décision nº 1998-716 11h51 du 6 fevrier 1998.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 1998-634 de 17h 30 du 4 fevrier 1998.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 1998-03590 13h57 du 29 mai 1998.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 2017-8183, 9h15 du 2 juin 2017.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, decisión nº 2001-12554, 16 h 2 du 12 décembre 2001.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, decisión nº 2014-004630 16h00 du 2 avril 2014.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2006-017599 des 15 h 6 du 6 décembre 2006.

–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 1994-4091 du 9 août 1994, et décision nº 7528-97 du 12 novembre 1997.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 1992-01739 11h45 du 1 julliet 1992.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2007-00759 de 13 h 30 du 19 janvier 2007.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2011-005966, 14h30 11 mai 2011.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2011-009136, 11h22 8 juillet 2011.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2003-7981 15h11 du 5 aout 2003.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2020-12505, 9h15 du 3 juillet 2020.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 2006-001034 de 14 h 39 du 1 février 2006.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 1994-3309 du 5 juillet 1994.
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº1994-4091 du 9 août 1994,
–Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, décision nº 1997-7528 du 12 novembre 1997.
–Sala primera de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 0517-F-S1-2012, 9h35 du 3 mai 2012.
–Sala primera de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 001017-F-2005, 17h20 21 décembre 2005.
–Sala primera de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 001247-F-S1-2011 13h55 du 26 septembre 2011.
–Sala primera de la Corte Suprema de Justicia, décision n° 069-2005, 11h10 du 9 février 2005.
–Sala primera de la Corte Suprema de Justicia, décision n° Rica 1000 -F-2010, 26 août 2010.

Audiences et discours

–AGUILAR Luis A., « The Need for Robust SEC Oversight of SROs », Commissioner U.S. Securities and Exchange Commission, 2013: https://www.sec.gov/news/public-statement/2013-spch050813laahtm.
–AGUILAR Luis A., « The Role of Chief Compliance Officers Must be Supported », U.S. Securities and Exchange Commission, 2015. En ligne https://www.sec.gov/news/statement/supporting-role-of-chief-compliance-officers.html.
–BAUGUESS Scott W., «The Role of Big Data, Machine Learning, and AI in Assessing Risks: A Regulatory Perspective », 2017. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/bauguess-big-data-ai.
–CLAYTON Jay, « Consolidated Audit Trail : Focus on Effective Implementation Puts CAT on Track », 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-consolidated-audit-trail-2020-12-16.
–CLAYTON Jay, « Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings», 2017. En lignehttps://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11,
–CLAYTON Jay, Statement Regarding Agreed Settlements with Elon Musk and Tesla, 2018. En ligne https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-settlements-elon-musk-and-tesla.
–COATES John, «ESG Disclosure – Keeping Pace with Developments Affecting Investors, Public Companies and the Capital Markets», Statement Published in Connection with Remarks at the 33rd Annual Tulane Corporate Law Institute, 11 mars 2021.En ligne : https://www.sec.gov/news/public-statement/coates-esg-disclosure-keeping-pace-031121#_ftnref1.
–Commission des finances de l'Assemblé nationale, « Intervention de Robert Ophèle, Président de l'AMF », Mission d'information sur les « Monnaies virtuelles », 5 avril 2018.
–Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs United States Senate, Hearing on Surveying The Investor Protection Provisions Contained in The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act One Year After Its Implementation July 12, 2011. En ligne https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-112shrg72338/html/CHRG-112shrg72338.htm.
–DRISCOLL Peter, « The Role of the CCO – Empowered, Senior and With Authority», 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/driscoll-role-cco-2020-11-19.
–GALLAGHER Daniel M., « Market 2012: Time for a Fresh Look at Equity Market Structure and Self-Regulation», SIFMA's 15th Annual Market Structure Conference, Oct. 4, 2012. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/2012-spch100412dmghtm.
–Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, "Nominations of: Mary Schapiro, Christina D. Romer, Austan D. Goolsbee, Cecilia E. Rouse, and Daniel K. Tarullo," January 15, 2009.

–Hearing before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Nominations of: Mary Schapiro, Christina D. Romer, Austan D. Goolsbee, Cecilia E. Rouse, and Daniel K. Tarullo, 2009. En lignehttps://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-111shrg50221/html/CHRG-111shrg50221.htm.
–HERREN LEE Allison, « A Climate for Change: Meeting Investor Demand for Climate and ESG Information at the SEC», 15 mars 2021, Washington, D.C. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/lee-climate-change.
–House Committee on Financial Services, Following Recent Market Instability, Waters Announces Hearing on Short Selling, Online Trading Platforms, 2021. En ligne https://financialservices.house.gov/news/documentsingle.aspx?DocumentID=407096.
–LASSERRE Bruno, L'État régulateur, Discours 25 janvier 2019, École nationale d'administration, Strasbourg. En ligne https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/l-etat-regulateur-discours-de-bruno-lasserre-vice-president-du-conseil-d-etat.
–PEIRCE Hester M., «Atomic Trading», George Washington University Law School Regulating the Digital Economy Conference, 2021.
–PEIRCE Hester M., «Dissenting Statement of Hester M. Peirce in Response to Release N° 34-88284; File N° SR-NYSEArca-2019-39», Public Statement, 2020: https://www.sec.gov/news/public-statement/peirce-dissenting-statement-34-88284#_ftn1.
–SAUVE Jean-Marc, « Intervention lors des Entretiens du contentieux le 20 novembre 2017 », Entretiens du contentieux : La régulation Conseil d'État -Lundi 20 novembre 2017 https://www.conseil-etat.fr/actualites/discours-et-interventions/la-regulation.
–SCHULP Jennifer J., « Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide: By no means should the GameStop phenomenon result in changes that restrict retail investors' access to the markets», Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives February 18, 2021.
–SCHWARCZ Steven L., « Regulating shadow banking », Inaugural address for the inaugural symposium of the Review of Banking & Financial Law, 2011-2012.
–WHITE Mary Jo, « The Importance of Independence», 14th Annual A.A. Sommer, Jr. Corporate Securities and Financial Law Lecture, Fordham Law School, 2013. En ligne https://www.sec.gov/news/speech/spch100113mjw.

Positions, instructions, recommandations, guides, chartes, accords et Avis administratifs

–AMF, Instruction DOC-2008-03 : Procédure d'agrément des sociétés de gestion de portefeuille, obligations d'information et passeport.
–AMF, position-recommandation DOC-2012-19 : Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés.
–AMF, « Finance durable : quel rôle pour le régulateur ? Feuille De Route AMF » 2018.
–AMF, « Position — recommandation AMF — DOC-2020-03 - Informations à fournir par les placements collectifs intégrant des approches extrafinancières » 2020. En ligne chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fwww.amf-france.org%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2Fdoctrine%2FPosition%2FInformations%2520a%2520fournir%2520par%2520les%2520placements%2520collectifs%2520integrant%2520des%2520approches%2520extra-financieres.pdf&clen=476380&chunk=true
–AMF, Accord de composition administrative conclu avec Jefferies International Ltd le 29 octobre 2020. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-07/accord-de-composition-conclu-avec-jefferies.pdf.
–AMF, La charte de l'enquête, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_charteenquete.pdf
–AMF, La charte du contrôle, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-09/2021_09_chartecontrole.pdf
–AMF, Position 2012-17, 2017. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/doctrine/fr/Position/DOC-2012-17/2.1/Exigences%20relatives%20a%20la%20fonction%20de%20conformite.pdf.
–AMF, Position AMF DOC- 2021-04. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-06/doc-2021-04_vf1.pdf.

–AMF, Position DOC- 2021-04, Exigences relatives à la fonction de conformité, 2021.
–AMF, Position-recommandation DOC-2012-19 : Guide d'élaboration du programme d'activité des sociétés de gestion de portefeuille et des placements collectifs autogérés.
–AMF, Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.
–AMF, Recommandation de la Commission nº 2009/384/CE du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers.
–Banco Central de Costa Rica, Posición del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y sus Órganos de Desconcentración Máxima (ODM) con respecto a las criptomonedas, San José, 9 de octubre de 2017.
–CONASSIF Accord SGV-A-176 Delegation de compétences de la SUGEVAL.
–Conseil d'Europe, Recommandation nº R (2000) 10 du Comité des ministres sur les codes de conduite pour les agents publics, 11 mai 2000.
–ESMA, «Initial Coin Offerings and Crypto-Assets», Advice ESMA50-157-1391, 9 January 2019. En ligne https://www.esma.europa.eu/document/advice-initial-coin-offerings-and-crypto-assets.
–ESMA, Orientations concernant certains aspects de MiFID II relatifs aux exigences de la fonction de vérification de la conformité (ESMA35-36-1952), 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-06/guidelines_on_certain_aspects_of_mifid_ii_compliance_function_requirements_fr-1_0.pdf.
–PGR, Avis C-74-89, 21 avril 1989.
–PGR, Avis 115-89, 4 juillet 1989.
–PGR, Avis C 120 2007, 18 avril 2007.
–PGR, Avis C-024-2004, 20 janvier 2004.
–PGR, Avis C-024-2009, 4 février 2009.
–PGR, Avis C-057-2018, 03 avril 2018.
–PGR, Avis C-071-2016, 12 avril 2016.
–PGR, Avis C-152-2002, 12 juin 2002.
–PGR, Avis C-178-2008, 29 mai 2008.
–PGR, Avis C-214-2004, 2 juillet 2004.
–PGR, Avis C-233-2004, 6 août 2004.
–PGR, Avis C-248-2004, 27 août 2004.
–PGR, Avis C-273-2010, 23 décembre 2010.
–PGR, Avis C-273-2010, 23 décembre 2010.
–PGR, Avis C-275-2002, 16 octobre 2002.
–PGR, Avis C-313-2008, 10 septembre 2008.
–PGR, Avis C-322-2002, 29 novembre 2002.
–PGR, Avis C-388-2008 28 octobre 2008.
–PGR, Avis OJ-012-2016, 23 février 2016.
–PGR, Avis OJ-043-1999, 8 avril 1999.
–PGR, Avis OJ-052-2017, 11 décembre 2017.
–PGR, Avis OJ-48-99, 29 avril 1999.
–PRG, Avis C-322-2002, 29 novembre 2002.
–SEC, « Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change », 2 février 2010. En ligne :https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf
–SEC, Enforcement Manual, Office of Chief Counsel of Division of Enforcement, 2017. https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf.
–SEC, In the Matter of the Application of John M.E. Saad for Review of Disciplinary Action Taken by FINRA, Release n° 62178, 2010. En ligne https://www.sec.gov/litigation/opinions/2019/34-86751.pdf
–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change Relating to Listing and Trading of the Direxion Daily Bitcoin Shares, Release n° 34-83912 (Aug. 22, 2018).
–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change to List and Trade the Shares of the GraniteShares Bitcoin ETF and the Granite Shares Short Bitcoin ETF ("Granite Shares Order"), Release n° 34-83913 (Aug. 22, 2018).
–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendments n° 1 and 2, to BZX Rule 14.11(e)(4), Commodity-Based Trust Shares, to List and Trade Shares Issued by the Winklevoss Bitcoin Trust, Release n° 34-80206 (Mar. 10, 2017).
–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment n° 1, Relating to the Listing and Trading of Shares of the SolidX Bitcoin Trust under NYSE Arca Equities Rule 8.201, Release n° 34-80319 (Mar. 28, 2017).

–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment n° 1, Relating to the Listing and Trading of Shares of the Bitwise Bitcoin ETF Trust Under NYSE Arca Rule 8.201-E (“Bitwise Order”), Release n° 34-87267 (Oct. 9, 2019) (subsequently withdrawn while the delegated action was under review by the Commission on Jan. 13, 2020; see SR-NYSEArca-2019-01).
–SEC, Order Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment n° 1, to Amend NYSE Arca Rule 8.201-E (Commodity-Based Trust Shares) and to List and Trade Shares of the United States Bitcoin and Treasury Investment Trust Under NYSE Arca Rule 8.21-E (“Bitcoin Trust Disapproval Order”), Release n° 34-88284; File N° SR-NYSEArca-2019-39 (Feb. 26, 2020).
–SEC, Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Disapproving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendments n° 1 and 2, to List and Trade Shares of the Winklevoss Bitcoin Trust (“Winklevoss Order”), Release n° 34-83723 (July 26, 2018).
–SEC, Recommendation of the Investor Advisory Committee Broker-Dealer Fiduciary Duty. En ligne https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf.
–SEC, SEC Staff Issues Guidance Update and Investor Bulletin on Robo-Advisers, Press Release, 2017. En ligne https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-52.html
–SEC, Tomahawk Exploration LLC, Securities Act Release N° 10530, Exchange Act Release n° 83839 (Aug. 14, 2018). https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10530.pdfn
–SUGEVAL, Accord SGV-A-176 Delegación de Competencias, 2010.
–SUGEVAL, Avis C02/0 26 julliet 2018.
–United States Sentencing Commission, Guidelines Manual, §3E1.1 (Nov. 2018) §8B2.1. Effective Compliance and Ethics Program.

Textes législatifs, réglementaires et textes internationaux

–Administrative Procedure Act.
–Advisers Act.
–Code Civil.
–Code de commerce.
–Code des marchés financiers.
–Code des relations entre le public et l’administration.
–Code du travail.
–Code monétaire et financier.
–Code pénal.
–Código Civil.
–Código de Ética para los directores de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, miembros del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, Gerente, Subgerente, Superintendentes e Intendentes y personal del Banco Central de Costa Rica y sus órganos de desconcentración máxima.
–Código Penal.
–Commission Européenne, « Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles harmonisées concernant l’intelligence artificielle (législation sur l’intelligence artificielle) et modifiant certains actes législatifs de l’Union ».
–Companies Act.
–Constitución Política de la República de Costa Rica.
–Constitution de la République française.
–Constitution des États-Unis de l’Amérique.
–Convenio de Cooperación con la Asociación Costa Rica por Siempre.
–Convention concernant la discrimination (emploi et profession) nº C111 du 25 juin 1958.
–Décret n° 2010-1724 du 30 décembre 2010 relatif aux montants et aux taux des taxes perçues par l’Autorité des marchés financiers.
–Decret n° 2015-1850, 29 déc. 2015 : JO, 31 déc. 2015.
–Décret n° 2017-564 du 19 avril 2017 relatif aux procédures de recueil des signalements émis par les lanceurs d’alerte au sein des personnes morales de droit public ou de droit privé ou des administrations de l’État.
–Décret n° 2019-1590 du 31 décembre 2019 relatif aux investissements étrangers en France.

–Décret n° 2020-892 du 22 juillet 2020 relatif à l'abaissement temporaire du seuil de contrôle des investissements étrangers dans les sociétés françaises dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.
–Decreto ejecutivo n° 34418 Requisitos sobre la forma y contenido de las Memorias Anuales Institucionales 25/02/2008.
–Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).
–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.
–Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.
–Directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE.
–Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
–Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010.
–Directive 2013/14/UE du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 modifiant la directive 2003/41/CE concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
–Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.
–Directive 2013/50/UE 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 réglementé.
–Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE.
–Directive 2019/878 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant la directive 2013/36/UE en ce qui concerne les entités exemptées, les compagnies financières holding, les compagnies financières holding mixtes, la rémunération, les mesures et pouvoirs de surveillance et les mesures de conservation des fonds propres.
–Directive 2021/338 du Parlement européen et du Conseil du 16 février 2021 modifiant la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les obligations d'information, la gouvernance des produits et les limites de position.
–Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.
–Emergency Economic Stabilization Act (EESA).
–Executive Order 12291 of Feb. 17, 1981, appear at 46 FR 13193, 3 CFR, 1981 Comp.
–Financial CHOICE Act.
–H.R. 10, 115th Cong. § 111 (2017).
–H.R.1187 - Corporate Governance Improvement and Investor Protection Act, 117th Congress (2021-2022).
–H.R.4173 - Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 111th Congress (2009-2010).
–Ley 9768 Reformas del Capítulo IV de la Ley n° 7558, Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
–Ley contra la Corrupción y el Enriquecimiento Ilícito en la Función Pública.
–Ley de creación del fondo de garantía de depósitos y de mecanismos de resolución de los intermediarios financieros.
–Ley de promoción de la igualdad social de la mujer.
–Ley de protección al trabajador.
–Ley de Regulación de la Publicidad de la Oferta Pública de Valores.
–Ley de responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos.

–Ley General de Control Interno.
–Ley General de la Administración Pública.
–Ley General de Salud.
–Ley Orgánica del Ambiente.
–Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
–Ley Orgánica del Poder Judicial.
–Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional.
–Ley para Perfeccionar la Rendición de Cuentas.
–Ley Régimen Privado de Pensiones Complementarias.
–Ley Reguladora del Mercado de Seguros.
–Ley Reguladora del Mercado de Valores.
–Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo.
–Ley sobre resolución alterna de conflictos y promoción de la paz social.
–Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques.
–Loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1er août 2003.
–Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière.
–Loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement.
–Loi n° 2011-525 du 17 mai 2011 de simplification et d'amélioration de la qualité du droit.
–Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.
–Loi n° 2013-907 du 11 octobre 2013 relative à la transparence de la vie publique, pour le devoir de présenter une déclaration de situation patrimoniale et une déclaration d'intérêts à la Haute autorité pour la transparence de la vie publique.
–Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.
–Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché.
–Loi n° 2017-55 du 20 janvier 2017 portant statut général des autorités administratives indépendantes et des autorités publiques indépendantes.
–Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises dite Loi PACTE.
–Loi organique n° 2017-54 du 20 janvier 2017 relative aux autorités administratives indépendantes et autorités publiques indépendantes.
–Ordonnance n° 2009-79 du 22 janvier 2009 régit par le Décret no 2010-56 du 15 janvier 2010 relatif à l'Autorité des normes comptables et Règlement Intérieur de l'Autorité des normes comptables 11 mars 2010.
–Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance.
–Ordonnance n° 2015-1341 du 23 octobre 2015 relative aux dispositions législatives du code des relations entre le public et l'administration.
–Penny Stock Reform Act of 1990.
–Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des règles harmonisées concernant l'intelligence artificielle (législation sur l'intelligence artificielle) et modifiant certains actes législatifs de l'union.
–Reglamento al título II de la Ley n° 9699 Responsabilidad de las personas jurídicas sobre cohechos domésticos, soborno transnacional y otros delitos denominados "Modelo facultativo de organización, prevención de delitos, gestión y control.
–Reglamento Autónomo de Servicios del Banco Central de Costa Rica y sus Órganos de Desconcentración Máxima.
–Reglamento de Auditores Externos aplicable a los sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE.
–Reglamento de la Asamblea Legislativa.
–Reglamento de Oferta Pública de Valores.
–Reglamento del registro de transparencia y beneficiarios finales n° 41040-H 2018.
–Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
–Reglamento Orgánico del Poder Ejecutivo.
–Reglamento para operaciones con derivados cambiarios.
–Reglamento para Regular la Participación de los Sujetos Fiscalizados en el Financiamiento del Presupuesto de las Superintendencias.

–Reglamento sobre Autorizaciones de Entidades Supervisadas por la SUGEF, y sobre Autorizaciones y Funcionamiento de Grupos y Conglomerados Financieros.
–Reglamento sobre derivados en moneda extranjera.
–Reglamento sobre Gobierno Corporativo.
–Reglamento sobre los Sistemas de Anotación en Cuentas.
–Règlement (CE) 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.
–Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales.
–Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016, relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données) dit RGPD.
–Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.
–Règlement (UE) 2019/2088 du parlement européen et du conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.
–Règlement (UE) 2019/452 du Parlement Européen et du Conseil du 19 mars 2019 2019/452 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union européenne.
–Règlement (UE) 2019/876 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2019 modifiant le règlement (UE) no 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication.
–Règlement (UE) 2020/852 du parlement européen et du conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088.
–Règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission.
–Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.
–Règlement (UE) n° 2017/1129 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.
–Règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, JOUE, L 173/349, 12 juin 2014.
–Règlement (UE) No 513/2011 Du Parlement Européen Et Du Conseil Du 11 Mai 2011 Modifiant Le Règlement (Ce) No 1060/2009 Sur Les Agences De Notation De Crédit.
–Règlement 1060/2009 du Parlement Européen et du Conseil du 16 septembre 2009.
–Règlement 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission.
–Règlement de gouvernance d'entreprise, nº 1294 du 8 novembre 2016.
–Règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.
–Règlement délégué (UE) 2017/589 de la Commission du 19 juillet 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation précisant les exigences organisationnelles applicables aux entreprises d'investissement recourant au trading algorithmique.
–Règlement délégué (UE) n ° 946/2012 de la Commission du 12 juillet 2012 complétant le règlement (CE) n ° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil par des règles de procédure relatives aux amendes infligées aux agences de notation de crédit par l'Auto.
–Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.
–Règlement intérieur de l'Autorité des marchés financiers.
–Règlement n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.
–Regulation Systems Compliance and Integrity, Exchange Act Release N° 73639, 2014.

–Rule 10b-5.
–Rule 15c3-1, The net capital rule.
–Rule 15c3-3 The customer protection rule.
–Rule 17a-13 The quarterly securities count rule.
–Rule 17a-3 The record making rule.
–Rule 17a-4 The record retention rule.
–Rule 17a-5 The financial reporting rule.
–Rule 613 Consolidated Audit Trail.
–U.S. Code.

Rapports, études, travaux et avis

–ADRIAN Tobias et SONG SHIN Hyun, « The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation », Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n° 382, 2009.
–ALAM Nafis, «Early Lessons on Regulatory Innovations to Enable Inclusive FinTech: Innovation Offices, Regulatory Sandboxes, and RegTech», FinTech Working Group of the United Nations Secretary-General's Special Advocate for Inclusive Finance for Development (UNSGSA) and Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019.
–ALFARO UREÑA Alonso et MUÑOZ SALAS Evelyn, «Criptoactivos: análisis e implicaciones desde la perspectiva del Banco Central de Costa Rica», Banco central de Costa Rica, Nota técnica, n° 1, 2019.
–AMF, Arrêté des comptes 2021 et travaux de revue des états financiers, Recommandation AMF DOC-2021-06, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-10/amf-doc-2021-06-recommandation-arrete-des-comptes-2021_1.pdf.
–AMF, Cadre de référence sur les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne, 2010. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapports_groupes_travail/Cadre%20de%20reference%20sur%20les%20dispositifs%20de%20gestion%20des%20risques%20et%20de%20controle%20interne.pdf.
–AMF, Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine.
–AMF, Rapport annuel 2010, 2011. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-annuels-et-documents-institutionnels/rapport-annuel-2011-integralite-35-mo.
–AMF, Rapport annuel 2013, 2014. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapport_annuel/rapport_annuel_amf/Rapport%20annuel%202013%20de%20l%27AMF.pdf.
–AMF, Rapport annuel 2020, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/sites/default/files/private/2021-04/ra2020_web_5.pdf.
–AMF, Rapport du groupe de travail de l'AMF, 2015. https://www.amf-france.org/sites/default/files/contenu_simple/rapports_groupes_travail/L%27application%20du%20principe%20ne%20bis%20in%20idem%20dans%20la%20repression%20des%20abus%20de%20marche%20-%20Proposition%20de%20reforme.pdf.
–Banque de France « Évaluation des risques du système financier français », 2020. https://publications.banque-france.fr/evaluation-des-risques-du-systeme-financier-francais-juin-2020.
–BOFFO, Riccardo, and PATALANO Robert, « ESG Investing: Practices, Progress and Challenges», OECD, 2020.
–BOURVEN Monique et ZEHR Yves, « La crise bancaire et la régulation », Avis et Rapports du Conseil économique, social et environnemental, 2009.
–CALVO Daniel, CRISANTO Juan Carlo, HOHL Stefan et GUTIÉRREZ Oscar Pascual, « Financial Supervisory Architecture: What has changed after the crisis? », Financial Stability Institute, Insights on Policy Implementation nº 8, 2018.
–CARSON John, « Self-Regulation in Securities Markets », Policy Research Working Paper 5542, The World Bank, 2011.
–CE, Les Autorités Administratives Indépendantes, Rapport public 2001, Études & Documents n° 52, La documentation française, 2001.
–CE, « L'action économique des personnes publiques », Étude annuelle 2015, p .19.
–CE, « Le juge administratif et les autorités de régulation économique », Dossier thématique, 13 octobre 2016.

–CE, « Les agences : une nouvelle gestion publique », Étude annuelle 2012, Paris, La Documentation française.
–CE, Assemblée, 21/03/2016, 368 082, publié au recueil Lebon. En ligne https://www.legifrance.gouv.fr/affichJuriAdmin.do?oldAction=rechJuriAdmin&idTexte=CETATEXT000032289598&fastReqId=632031926&fastPos=1
–CE, Étude annuelle 2013 du Conseil d'État - Le droit souple, La Documentation française, mai 2013.
–CFTC et SEC, «Findings Regarding The Market Events Of May 6, 2010», Report of the Staffs Of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee On Emerging Regulatory Issues, 2010.
–Commission Européenne, « Livre blanc. Intelligence artificielle : Une approche européenne axée sur l'excellence et la confiance », 2020. En ligne https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/commission-white-paper-artificial-intelligence-feb2020_fr.pdf.
–Congressional Research Service, « Who Regulates Whom? An Overview of the U.S. Financial Regulatory Framework», 2020.
–Cour des Comptes, Rapport public annuel 2009, La Documentation française, 2009. En ligne https://www.ccomptes.fr/sites/default/files/EzPublish/Rpa-2009-observations.pdf
–Cour des Comptes, Rapport public annuel 2011, La Documentation française, Paris,17 février 2011.
–DE LA RAUDIÈRE Laure et MIS Jean-Michel, Rapport d'information n° 1501 sur les chaînes de blocs (blockchains), Assemblée nationale, 12 décembre 2018.
–DE LAROSIÈRE Jacques, Rapport, Groupe de travail sur la supervision financière dans l'Union européenne, 25 février 2009.
–DE MONTESQUIOU Aymeri, Agences de notation : pour une profession règlementée, Rapport d'information n° 598, Senat, 18 juin 2012.
–DELETRÉ Bruno, « Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France », Inspection générale des finances, no 2008-M-069-02, janvier 2009.
–DOSIERE René et VANNESTE Christian « Les autorités administratives indépendantes », Assemblée Nationale Rapport d'information n°2925, 28 octobre 2010.
–ESMA, Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, 28 May 2018, ESMA35-43-869.
–ESMA, Orientations concernant certains aspects relatifs aux exigences d'adéquation de la directive MiFID I, 2018. https://www.amf-france.org/sites/default/files/resource/Orientations%20de%20l%27ESMA%20concernant%20certains%20aspects%20relatifs%20aux%20exigences%20d%27adequation%20de%20la%20directive%20MiFID%20II%20%28ESMA35-43-1163%29.pdf.
–FAURE-MUNTIAN Valéria, DE GANAY Claude et LE GLEUT Ronan, « Comprendre les blockchains : fonctionnement et enjeux de ces nouvelles technologies », Rapport fait au nom de l'Office parlementaire d'évaluation des choix scientifiques et technologiques n° 584, 20 juin 2018.
–Federal Deposit Insurance Corporation, « Fact Sheet: Financial Regulators Issue Rule to Modify Volcker 'Covered Fund' Provisions and Support Capital Formation» https://www.fdic.gov/news/fact-sheets/volcker-6-25-20.pdf.
–FINRA, « Artificial Intelligence (AI) in the Securities Industry », Report, 2020. En ligne : chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fwww.finra.org%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2F2020-06%2Fai-report-061020.pdf&clen=508463&chunk=true.
–FINRA, « Digital Assets», Regulatory Notice 19-24, 2019.En ligne https://www.finra.org/rules-guidance/notices/19-24.
–FINRA, «Artificial Intelligence (AI) in the Securities Industry », Rapport, 2020. En ligne https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/fintech/report/artificial-intelligence-in-the-securities-industry.
–FMI, «Costa Rica Revisión de la estabilidad del sector financiero» 2018. En ligne https://www.conassif.fi.cr/wp-content/uploads/2019/12/cr1880s-CostaRicaFianciaSectorReview.pdf.
–FMI, « Global Financial Stability Report: Lower for Longer» 2019. En ligne : https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019#FullReport.
–FSB, Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Overview of Policy Recommendations, 2013. En ligne http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829a.pdf?page_moved=1.
–G20 group, « Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements », 24-25 septembre 2009, Pittsburgh. Voir http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html.

–G20 sommets, Déclaration des chefs d'états et de gouvernements, Sommet de Pittsburgh, 24-25 septembre 2009, Pittsburgh. En ligne https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2016/10/21/pittsburgh-declaration_2009-09.pdf.
–GAO, Financial Regulation: Complex and Fragmented Structure Could Be Streamlined to Improve Effectiveness. GAO-16-175, 2016.
–GAO, Financial regulation: Industry changes prompt need of Reconsider US Regulatory Structure, GAO-05-612004.
–GAO, High-Risk Series: Dedicated Leadership Needed to Address Limited Progress in Most High-Risk Areas, GAO-21-119SP, 2021.
–GAO, Public Companies: Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them, GAO-20-530, 2020.
–GAO, Uranium Mining. Opportunities Exist to Improve Oversight of Financial Assurances, GAO-12-544, 2012.
–GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », Rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemblée Nationale et Sénat, Tome 2, 15 juin 2006.
–GELARD Patrice, « Les autorités administratives indépendantes : évaluation d'un objet juridique non identifié », Rapport de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation », Assemblée Nationale et Sénat, Tome 1, 15 juin 2006.
–GIANCARLO J. Christopher et TUCKMAN Bruce, « Swaps Regulation Version 2.0: An Assessment of the Current Implementation of Reform and Proposals for Next Steps », White Paper, CFTC, 2018.
–GPIF, « ESG REPORT 2017 » 2017. En ligne https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg_report_2017_en.pdf.
–FMI, Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess While Promoting Growth, Global Financial Stability Report (GFSR), 2014.
–FMI, United States: Financial Sector Assessment Program Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, Country Report n° 15/91, 2015.
–Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, «La protección del inversor en Iberoamérica», étude, 2013. En lignehttp://www.iimv.org/estudios/la-proteccion-del-inversor-en-iberoamerica/
–IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010. En ligne https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf.
– IOSCO, Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (MMoU). En ligne https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou.
– IOSCO, Objectives And Principles Of Securities Regulation International, 2017.En lignehttps://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf.
–LANDAU Jean-Pierre « Les crypto-monnaies », Rapport au Ministre de l'Économie et des Finances, 4 juillet 2018.
–Law Library of Congres, «Regulation of Cryptocurrency Around the World: Demonstrating The Differences Between Cryptocurrency Regulations Over The World » 2018. Voir à https://www.loc.gov/law/help/cryptocurrency/world-survey.php.
–Le Pôle commun Assurance, Banque, Épargne de l'ACPR et de l'AMF « Rapport annuel 2020 », 2021.
–LLEWELLYN David T, « Institutional structure of financial regulation and supervision: The basic issues », Paper presented at a World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, 2006.
–MARINI Philippe, « Rapport d'information fait au nom du groupe de travail (1) de la commission des finances (2) sur la crise financière et la régulation des marchés », Rapport d'information n° 59, 2009.
–MÉZARD Jacques, « Le bilan et le contrôle de la création, de l'organisation, de l'activité et de la gestion des autorités administratives indépendantes », Sénat commission d'enquête, Rapport n °126 du 28 octobre 2015.
–Ministerio de Hacienda, «Informe de Riesgos Fiscales: Sistema Financiero», 2021. En ligne https://www.hacienda.go.cr/docs/605e283d22e1a_Informe%20de%20riesgos%20fiscales%20sistema%20financiero.pdf.
–Office of the Comptroller of the Currency, Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities, Third Quarter 2019, Washington, D.C., December 2019.
–Office of the Deputy Attorney General, Individual Accountability for Corporate Wrongdoing, Memorandum, 2015. En ligne https://www.justice.gov/archives/dag/file/769036/download.
–Office of the Federal Register, A Guide to the Rulemaking Process, https://www.federalregister.gov/uploads/2011/01/the_rulemaking_process.pdf.

–RÉPUBLIQUE FRANÇAISE, « Rapport sur les Autorités Publiques Indépendantes », Les jaunes budgétaires annexés au projet de loi de finances pour 2016, 26 octobre 2015. En ligne http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance_publique/files/farandole/ressources/2016/pap/pdf/jaunes/jaune2016_API.pdf.
–RUANE Kathleen Ann et SEITZINGER Michael V. « Hedge Funds: Legal History and the Dodd-Frank Act » Congressional Research Service, 2010.
–SCHNEIDER Judy, Committee of the Whole: An Introduction, 20 mars 2007, UNT Digital Library. En ligne https://digital.library.unt.edu/ark:/67531/metadc820877/.
–SEC, « Business Conduct Standards for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants », Release n° 34-77617; File n° S7-25-11, 2016. En ligne https://www.sec.gov/rules/final/2016/34-77617.pdf.
–SEC, « FY 2017 Congressional Budget Justification, FY 2017 and Annual Performance Plan FY 2015 Annual Performance Report ». En ligne https://www.sec.gov/about/reports/secfy17congbudgjust.pdf.
–SEC, « Implications of the growth of Hedge Funds », Staff Report, 2003.
–SEC, « Raport of investigation pursuant to section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO» Release no 81207, 2017.
–SEC, « Statement Urging Caution Around Celebrity Backed ICO's», SEC Division of Enforcement et SEC Office of Compliance Inspections and Examinations, 2017: https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-potentially-unlawful-promotion-icos.
–SEC, Annual report to Congress on the Dodd-Frank whistleblower program.https://www.sec.gov/files/sec-2019-annual%20report-whistleblower%20program.pdf
–SEC, Business Conduct Standards for Security-Based Swap Dealers and Major Security- Based Swap Participants, 2011. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2011/34-64766.pdf
– SEC, Concept Release on Equity Market Structure, Release N° 34-61358; File N° S7-02-10.
–SEC, Equity Market Structure Literature Review, Staff of the Division of Trading and Markets, 2014.
–SEC, FY 2022 Congressional Budget Justification, 2021. En ligne https://www.sec.gov/files/FY%202022%20Congressional%20Budget%20Justification%20Annual%20Performance%20Plan_FINAL.pdf#page=17.
–SEC, Market Activity Report Methodology. En ligne https://www.sec.gov/marketstructure/market-activity-report-methodology.
–SEC, Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105, 2019. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/33-10668.pdf.
–SEC, Order Release N° 10896, 2020. En ligne https://www.sec.gov/litigation/admin/2020/33-10896.pdf.
–SEC, Order, Release n° 10440 / November 30, 2017, Release n° 82178 / November 30, 2017, Release n° 4816, November 30, 2017, Release N° 32929, November 30, 2017. En ligne https://www.sec.gov/litigation/opinions/2017/33-10440.pdf.
–SEC, Regulation SBSR—Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information, 2015. EN ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/34-74245.pdf
–SEC, SEC Proposes Rules for Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants, Press realese, 2012. En ligne https://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171485404.
–SEC, Study on investment advisers and broker-dealers, SEC Staff, 2011. En ligne https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf.
–SEC, Substituted Compliance Determination for France, Release n° 2021-138, 2021. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2021-138.
–SEC « Equity Market Structure Literature Review. Part II High Frequency Trading», Staff of the Division of Trading and Markets, 18 mars 2014.
–SEC « Implications of the growth of Hedge Funds », Staff Report, 2003.
–SEC Regulation Systems Compliance and Integrity, Release n° 34-69077, 2013. En ligne http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-69077.pdf
–SEC, Study Regarding Financial Literacy Among Investors, 2012.
–SHORTER Gary et MILLER Rena S., « High-Frequency Trading: Background, Concerns, and Regulatory Developments», Congressional Research Service, 2014.
–SMALLBERG Michael, « Revolving Regulators: SEC Faces Ethics Challenges with Revolving Door », Project on Government Oversight, 2011.
–SUGEVAL, Informe Anual de Labores 2020. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/transparencia/ley9398/2020%20Informe%20Ley%20Nº9398.pdf.

–SUGEVAL, Memoria Institucional2014. En ligne http://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202014.pdf .
–SUGEVAL, Memoria institucional 2020. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202020.pdf.
–SUGEVAL, Memoria Institucional, 2018. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/MemoriasInstitucionales/Memoria%20Institucional%20de%20SUGEVAL%202018.pdf.
–The Financial Crisis Inquiry Commission, « The financial crisis inquiry report: Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States », January 2011.
–The White House, Fact Sheet: Middle Class Economics: Strengthening Retirement Security by Cracking Down on Conflicts of Interest in Retirement Savings, 2016. En ligne https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2016/04/06/fact-sheet-middle-class-economics-strengthening-retirement-security.
–UN, Objectifs de développement durable. En ligne https://sdgs.un.org/fr/goals.
–UN, Résolution adoptée par l'Assemblée générale le 25 septembre 2015. En ligne https://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/70/1&Lang=F.
–VANATKO, Nicole. Supreme Court Interprets Dodd-Frank Whistleblower Protections: Implications for Securities Law and beyond, Congressional Research Service, 2018.
–Working group on financial supervision, « The structure of financial supervision: Approaches and challenges in a Global Marketplace » Group of Thirty, 2008.

Jurisclasseurs, encyclopédies juridiques et répertoires

–CIJUL, «Personalidad jurídica», Informe de investigación. En ligne :https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwiN96CNoPnzAhWqz4UKHUN8Ag0QFnoECAIQAQ&url=https%3A%2F%2Fcijulenlinea.ucr.ac.cr%2Fportal%2Fdescargar.php%3Fq%3DOTc2&usg=AOvVaw0XN64MqQLUuQdALzD8d2Pf.
–CIJUL, Bolsa de Comercio, informe de investigación. En ligne https://cijulenlinea.ucr.ac.cr/?submit=Buscar&s=bolsa+de+comercio+.
–CIJUL, « Desconcentracion maxima y desconcentracion minima», Informe de investigación. En ligne https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&cad=rja&uact=8&ved=2ahUKEwiJ0cj649b0AhVFzhoKHUpTCmUQFnoECCEQAQ&url=https%3A%2F%2Fcijulenlinea.ucr.ac.cr%2Fportal%2Fdescargar.php%3Fq%3DNDQy&usg=AOvVaw2l7KpOmgmAHNetUz7a8txD.
–DECOOPMAN Nicole, « Le pouvoir d'injonction des autorités administratives indépendantes », Juris-ClasseurPériodique, La SemaineJuridique, fasc. 3303.
–LEGEAIS Dominique, « Les dispositions relatives aux actifs numériques et aux prestataires de services numériques », JurisClasseur Commercial, Fascicule 25-4, 2019.
–MERVILLE Anne-Dominique, « Autorités européennes de supervision financière », Répertoire des sociétés, 2012.
–PLACOT Yann, « Autorité des marchés financiers », Répertoire des sociétés, septembre 2014, actualisé septembre 2019.
–STASIAK Frédéric, « Autorités administratives indépendantes (AAI) », Répertoire de droit pénal et de procédure pénale, Dalloz, février 2004 (actualisation : octobre 2015).

Sites internet

–ABE site web du pole assurance, banque et épargne. En ligne https://www.abe-infoservice.fr/
–Accord Cadre avec le ministère de l'Éducation. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/wp-content/uploads/2012/02/2017_10_11_accordcadre_bdf_lfpt.pdf
–AMF et ACPR, L'AMF et l'ACPR détaillent la répartition de leurs compétences respectives en matière de supervision de l'application du règlement européen EMIR, Communiqué de presse, 2013- En ligne https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/20130802-competences-supervision-amf-acpr.pdf

–AMF, « Crypto-monnaies » (Bitcoin, etc.) : attention aux arnaques ! 2018. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/proteger-son-epargne/crypto-actifs-bitcoin-etc/crypto-monnaies-bitcoin-etc-attention-aux-arnaques
–AMF, « Intelligence artificielle et Big Data, une réalité à l'AMF », 2020. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/intelligence-artificielle-et-big-data-une-realite-lamf
–AMF, « L'AMF délivre son premier visa sur une offre au public de jetons (ICO) » Communiqué de presse, 18 décembre 2019 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-delivre-son-premier-visa-sur-une-offre-au-public-de-jetons-ico
–AMF, « L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché proposition de réforme », 2015. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/publications/rapports-etudes-et-analyses/lapplication-du-principe-ne-bis-idem-dans-la-repression-des-abus-de-marche-proposition-de-reforme
–AMF, « La réglementation MIF 2 », Dossier, 14 février 2020 : https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/dossiers-thematiques/mif-2
–AMF, ACPR et la Banque de France, Paris, communique de presse, 26 novembre 2018 : https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/cp-bdf_amf-acpr-bdf-20181126.pdf.
–AMF, Autoriser, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/autoriser
–AMF, Ce qu'il faut savoir sur les placements collectifs (fonds et Sicav), 2018. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/ce-quil-faut-savoir-sur-les-placements-collectifs-fonds-et-sicav
–AMF, CODIR, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/notre-gouvernance#Le_Codir
–AMF, COMEX, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/notre-organisation/notre-gouvernance#Le_Comex
–AMF, Consultations de l'AMF. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/consultations-de-lamf
–AMF, Dépôt de l'information, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-professionnels/societes-cotees-et-emetteurs/mes-relations-avec-lamf/deposer-de-linformation-financiere-et-extra-financiere/lors-dune-operation
–AMF, Direction de la gestion d'actifs, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_de_la_gestion_dactifs_
– AMF, Direction des émetteurs et affaires comptables, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_metteurs_et_des_affaires_comptables
–AMF, Direction des enquêtes et contrôles, 2021. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_enqutes_et_des_contrles_
– AMF, Enquêter et contrôler, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/la-regulation-lamf/enqueter-et-controler
–AMF, Financement participatif. En ligne https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/financement-participatif-crowdfunding
–AMF, L'AMF annonce la création d'une division Fintech, innovation et compétitivité et la nomination de Franck Guiader à sa tête, 2016. En lignehttps://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-annonce-la-creation-dune-division-fintech-innovation-et-competitivite-et-la-nomination-de.
– AMF, L'AMF et L'ACPR lancent le Forum FinTech, 2016. En linge https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lamf-et-lacpr-lancent-le-forum-fintech
–AMF, L'Autorité des marchés financiers et l'Agence française anticorruption signent un protocole de coopération, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiques/communiques-de-lamf/lautorite-des-marches-financiers-et-lagence-francaise-anticorruption-signent-un-protocole-de#:~:text=1606698159%5D-,L'Autorit%C3%A9%20des%20march%C3%A9s%20financiers%20et%20l'Agence%20fran%C3%A7aise%20anticorruption,signent%20un%20protocole%20de%20coop%C3%A9ration&text=Ainsi%2C%20la%20coop%C3%A9ration%20entre%20l, pour%20la%20protection%20des%20investisseurs.
–AMF, L'instruction. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine

– AMF, La Direction des relations avec les épargnants et de leur protection, 202. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes#La_Direction_des_relations_avec_les_pargnants_et_de_leur_protection
–AMF, La recommandation. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF. 2020 https://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Principes-de-doctrine
– AMF, Nos équipes, 2020. En ligne https://www.amf-france.org/fr/lamf/nos-equipes
–APC, Qu'est-ce que la COP 21 ?. En ligne https://www.apc-paris.com/cop-21
–ARNOFF Norman B., et IMMERMAN Paul A., « Dodd-Frank's Title IX, Investor Protection, Professionalism and Reform ». En ligne https://www.sec.gov/comments/4-606/4606-3173.pdf
–Association Francophone des Utilisateurs de Logiciels Libres, Les fourches/forks. En ligne https://aful.org/ressources/fourches-forks
–Banque de France. En ligne https://abc-economie.banque-france.fr/mot-de-lactu/shadow-banking
–BENVENISTE Alexis, Elizabeth Warren on GameStop: SEC should get off their duffs and do their jobs, CNN Business, 2021. En ligne https://edition.cnn.com/2021/01/31/investing/elizabeth-warren-gamestop-sec/index.html
–BlackRock Advisors, SEC, April 20, 2015, number 3-16501. En ligne https://www.sec.gov/litigation/admin/2015/ia-4065.pdf.
–Bolsa Nacional de Valores, Bonos Verdes. En ligne https://www.bolsacr.com/empresas/bonos-verdes-0
–Bolsa Nacional de Valores, Convenio de Cooperación con la Asociación Costa Rica por Siempre. En ligne https://www.bolsacr.com/empresas/alianzas
–BOWLEY Graham, Lone $4.1 Billion Sale Led to 'Flash Crash' in May, New York Times, 2010. En ligne https://www.nytimes.com/2010/10/02/business/02flash.html.
–CHATMAN THOMSEN Linda, « The Division of Enforcement », International Institute for Securities Market Development, 2005. En ligne https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_enforce/overviewenfor.pdf
–CHEN James, exchange traded fund (ETF), 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/e/etf.asp
–CHEN James, Short (Short Position), 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/s/short.asp
– CHEN. James, Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), 2020. En ligne https://www.investopedia.com/terms/m/msrb.asp
–CHEN James, The Volcker Rule, 2022. En ligne https://www.investopedia.com/terms/v/volcker-rule.asp#:~:text=The%20Volcker%20Rule%20is%20a,funds%2C%20also%20called%20covered%20funds.
–DESJARDINS Jeff, All of the World's Money and Markets in One Visualization, 2020. En ligne https://www.visualcapitalist.com/all-of-the-worlds-money-and-markets-in-one-visualization-2020/
–ELLYATT Holly et CUTMORE Geoff, Treasury Secretary Mnuchin explains why he's really looking closely at bitcoin, CNBC, 2018. En lignehttps://www.cnbc.com/2018/01/25/treasury-secretary-mnuchin-explains-why-hes-really-looking-closely-at-bitcoin.html
–EPSTEIN Jennifer et BAIN Benjamin, White House Weighs Wide-Ranging Push for Crypto Oversight, Bloomberg, 2021. En ligne https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-08/white-house-weighs-wide-ranging-push-for-crypto-oversight
–FRISON-ROCHE Marie-Anne « Compliance (conformité) », Dictionnaire bilingue du Droit de la Régulation et de la Compliance. En ligne https://mafr.fr/fr/article/compliance/.
–FRISON-ROCHE Marie-Anne « Leçon 3 : Le régulateur bancaire et financier », Enseignements : Droit de la régulation bancaire et financière », 3 avril 2014. En ligne https://mafr.fr/fr/article/lecon-3-le-regulateur-bancaire-et-financier/
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, « Autorégulation », 2015. En ligne https://mafr.fr/fr/article/autoregulation/
–FRISON-ROCHE Marie-Anne, Cour de cassation, assemblée plénière, Arrêt du 5 Février 1999, Oury. En ligne https://mafr.fr/fr/article/cour-de-cassation-assemblee-pleniere-4/.
–FSB, Members of the FSB. En ligne https://www.fsb.org/about/organisation-and-governance/members-of-the-financial-stability-board/
–GRANVILLE Kevin, Facebook and Cambridge Analytica: What You Need to Know as Fallout Widens, The New York Times, 2018. En ligne https://www.nytimes.com/2018/03/19/technology/facebook-cambridge-analytica-explained.html
–HAYES Adam, Financial Risk, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/f/financialrisk.asp#:~:text=Financial%20risk%20is%20the%20possibility, of%20capital%20to%20interested%20parties

–HAYES Adam, The Rise and Fall of WorldCom, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/w/worldcom.asp.
–HEILMANN Marion, « Malgré la crise du Covid-19, la rémunération des grands patrons américains a augmenté en 2020 », Publié le 12 avr. 2021 à 14:02 Les Echos. En ligne https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/malgre-la-crise-du-covid-19-la-remuneration-des-patrons-americains-a-sensiblement-augmente-en-2020-1306090
–Investor, Market Manipulation. En ligne https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtm.html
–IOSCO, About IOSCO. En ligne https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco
–KAGAN Julia, « The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 (GLBA) ». En ligne https://www.investopedia.com/terms/g/glba.asp
–KENTON Will, Deficiency Letter, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/d/deficiency-letter.asp
–La finance pour tous, Bâle III, 2019. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/comite-de-bale/bale-iii/
–La régulation des marchés financiers. La finance pour tous. En ligne https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/regulation/regulation-definition-et-enjeux/
– Le journal de la régulation et la compliance. En ligne https://thejournalofregulation.com/fr/article/financial-services-authority/
– Legal Information Institut, Securities and Exchange Commission. En ligne https://www.law.cornell.edu/wex/securities_and_exchange_commission_(sec)
–MAJASKI Christina, Distributed Ledgers, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/terms/d/distributed-ledgers.asp
–MAKENA Kelly, AOC and others call for investigation into Robinhood's GameStop freeze, The Verge, 2021, En ligne https://www.theverge.com/2021/1/28/22254584/gamestop-robinhood-short-reddit-wallstreetbets-aoc-ted-cruz
–NAKAMOTO Satoshi, « Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System ». En ligne https://bitcoin.org/bitcoin.pdf
–National Whistleblower Center, The False Claims Act. En ligne https://www.whistleblowers.org/protect-the-false-claims-act/
–NOVET Jordan, Microsoft shareholders vote for the company to publish sexual-harassment report, in rare win for activists, CNBC, 2021. En ligne https://www.cnbc.com/2021/11/30/microsoft-shareholders-vote-for-sexual-harassment-report.html
–PICARDO Elvis, Understanding the SEC, 2021. En ligne https://www.investopedia.com/articles/investing/112914/understanding-sec.asp
–PISANI Bob, Hillary Clinton's financial transaction tax: Why it may not work, CBNBC, 2016. En ligne https://www.cnbc.com/2016/07/22/hillary-clintons-financial-transaction-tax-why-it-may-not-work.html
–REIFF Nathan, Elon Musk Out as Board Chair of Tesla, Settles With SEC, 2019. En ligne https://www.investopedia.com/news/elon-musk-out-board-chairman-tesla-settles-sec/
–ROOSE Kevin, The GameStop Reckoning Was a Long Time Coming, The New York Times, 2021. En ligne https://www.nytimes.com/2021/01/28/technology/gamestop-stock.html
–ROSS Sean, « Is the United States a Market Economy or a Mixed Economy? », 2021. En ligne https://www.investopedia.com/ask/answers/031815/united-states-considered-market-economy-or-mixed-economy.asp
–ROSS SORKIN Andrew, BlackRock C.E.O. Larry Fink: Climate Crises Will Reshape Finance, N.Y. TIMES, 2020, https://www.nytimes.com/2020/01/14/business/dealbook/lany-fmk-blackrock-climate-change.html
–RUIZ Gerardo, Plan para restructurar superintendencias podría esquivar su fusión, CRhoy, 2020. En ligne https://www.crhoy.com/economia/plan-para-reestructurar-superintendencias-podria-esquivar-su-fusion/
–SEC, Securities and Exchange Commission and Justice Department's Antitrust Division Sign Historic Memorandum of Understanding, 2020.En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2020-140.
–SEC, « SEC Launches New Strategic Hub for Innovation and Financial Technology », SEC Press Rel. n° 2018-240, 2018. En ligne https://www.sec.gov/news/pressrelease/2018-240
–SEC, «SEC Announces Office Focused on Innovation and Financial Technology FinHub Specialized Unit to Become Stand-Alone Office», », SEC Press rel. n° 2020-303, 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2020-303
– SEC, Division of Economic and Risk Analysis. En ligne www.sec.gov/dera/Article/dera-about.html
–SEC, Division of Examinations. En ligne https://www.sec.gov/ocie

– SEC, Investor Bulletin: An Introduction to The U.S. Securities and Exchange Commission – Rulemaking and Laws 2015. En ligne https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_rulemaking.html
–SEC, Investor Bulletin: Exchange-Traded Funds (ETFs), 2012, En ligne https://www.sec.gov/investor/alerts/etfs.pdf
–SEC, MIDAS: Market Information Data Analytics System. En ligne https://www.sec.gov/marketstructure/midas.html#.Xru4ZxP7QWo
–SEC, Office of the Ethics Counsel. En ligne https://www.sec.gov/page/ethicssectionlanding
– SEC, Organisation. En ligne https://www.sec.gov/about/secorg.pdf
–SEC, Regulation Best Interest, 2018. En ligne https://www.sec.gov/rules/proposed/2018/34-83062.pdf
–SEC, SEC Historical Summary of Chairmen and Commissioners. En ligne https://www.sec.gov/about/sechistoricalsummary.htm
–SEC, Securities and Exchange Commission and Justice Department's Antitrust Division Sign Historic Memorandum of Understanding, 2020. En ligne https://www.sec.gov/news/press-release/2020-140.
–SEC, The Division of Economic and Risk Analysis. En ligne https://www.sec.gov/dera
–SIPC, Mission. En ligne www.sipc.org/about-sipc/sipc-mission .
–STANKIEWICZ Kevin, CEOs are offering plans and investments to address racial inequality after George Floyd death, CNBC, 2020. En ligne https://www.cnbc.com/2020/06/11/ceos-unveil-plans-against-racial-inequality-after-george-floyd-death.html
–SUGEVAL, Denuncias. En ligne http://www.sugeval.fi.cr/serviciosytramites/paginas/denunciasparticipantes.aspx
– SUGEVAL, Emisiones temáticas. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/emisiones-temáticas/antecedentes-emisiones-temáticas
–SUGEVAL, Información adicional emisiones temáticas. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/Informacion-inversionistas/emisiones-temáticas/información-adicional
–SUGEVAL, Information institucional, 2020. En ligne https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/información-institucional/organigrama
– SUGEVAL, Organigrama, 2020. En ligne http://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Organigrama.aspx
–The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, United States. En ligne https://www.heritage.org/index/country/unitedstates
–The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, France. En ligne https://www.heritage.org/index/country/france
–The Heritage Foundation. Index of economic freedom 2022, Costa Rica. En lignehttps://www.heritage.org/index/country/costarica
–UN, Costa Rica recibe máximo galardón ambiental de la ONU por su liderazgo en la lucha contra el cambio climático, Comunicado de prensa, 2019. En ligne https://www.unep.org/es/noticias-y-reportajes/comunicado-de-prensa/costa-rica-recibe-maximo-galardon-ambiental-de-la-onu
–UN, Les pays parviennent à un accord historique pour financer le nouveau Programme de développement durable. En ligne https://www.un.org/esa/ffd/ffd3/press-release/les-pays-parviennent-a-un-accord-historique-pour-financer-le-nouveau-programme-de-developpement-durable.html
–US Senate, Senate Committees, en ligne https://www.senate.gov/artandhistory/history/common/briefing/Committees.htm.
–WHIELDON Esther, « Political divide over mandatory ESG disclosures on display at US House hearing», 26 février 2021. En ligne https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/political-divide-over-mandatory-esg-disclosures-on-display-at-us-house-hearing-62899325.
–YURIEFF Kaya, Reddit cofounder Alexis Ohanian resigns from board, urges seat be filled by black candidate, CNN Business, 2020. En ligne https://edition.cnn.com/2020/06/05/tech/alexis-ohanian-reddit/index.html.

INDEX

Administrative Procedure Act, ix, 65, 164, 165, 171, 181, 188, 289, 290
Agence, 16, 282, 369, 444
Agences de notation, 135, 136, 137, 138, 415
Autorité des marchés financiers, ix, 9, 34, 39, 48, 71, 74, 87, 88, 147, 168, 169, 174, 175, 183, 184, 195, 206, 210, 214, 216, 282, 293, 305, 310, 361, 369, 370, 380, 388, 411, 413, 414, 416, 417, 421, 423, 427, 428, 435, 438, 443, 444
Blockchain, 255, 256, 257, 258, 259, 261, 262, 263, 264, 266, 267, 268, 272, 407, 408, 409, 411, 412, 422, 429
Commission de sanctions, 204, 206, 215
Commission des opérations de bourse, ix, 8, 38, 39, 45, 51, 76, 77, 179, 195, 204, 292, 294, 404, 408
Compliance, 212, 247, 248, 271, 363, 364, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 374, 376, 389, 411, 413, 418, 419, 422, 423, 424, 427, 428, 432, 435, 438, 442, 445
Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, ix, 34, 42, 47, 59, 62, 72, 76, 81, 98, 134, 150, 166, 169, 170, 177, 197, 209, 226, 284, 285, 306, 331, 349, 388, 389, 434
Critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance), ix, 334, 335, 336, 337, 338, 339, 340, 341, 342, 343, 344, 349, 350, 352, 365, 393, 409, 415, 422, 424, 425, 426, 428, 432, 433, 439, 441, 447
Dodd-Frank Act, 10, 65, 68, 116, 117, 118, 124, 125, 130, 132, 136, 138, 156, 194, 200, 203, 211, 220, 221, 222, 224, 284, 291, 323, 324, 329, 340, 366, 367, 386, 387, 418, 420, 442
Droit comparé, 218
Élection, 375, 376
FinTech, 239, 241, 257, 262, 274, 304, 327, 408, 423, 439, 444
Fond monétaire international, 83, 308, 332, 338, 440
Impartialité, 375
Independent regulatory agencies, 36, 37
Intelligence artificielle, 356, 361, 426, 440, 444
International Organization of Securities Commissions, x, 83, 84, 120, 308, 309, 385, 411, 422, 441, 446
Légitimation, 375, 381
Machine learning, 356, 419
Memorandum of understanding, 281, 316
Organisations d'autorégulation (*SROs*), xi, 173, 301, 302, 303, 304, 305, 306, 322, 358, 359, 432
Pouvoir exécutif, 40, 42, 163, 372
Pouvoir réglementaire, 163
Régulation, 7, 8, 33, 39, 253, 289, 363, 383, 389, 404, 407, 408, 410, 417, 445
Secret professionnel, 99, 425
Securities and Exchange Act, 43, 44, 73, 90, 379
Securities and Exchange Commission, xi, 7, 8, 15, 29, 32, 34, 35, 37, 39, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 50, 53, 58, 59, 60, 65, 67, 68, 70, 71, 73, 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 82, 83, 84, 85, 88, 90, 91, 92, 93, 95, 96, 98, 100, 105, 114, 115, 116, 117, 123, 124, 125, 126, 132, 136, 137, 142, 144, 146, 149, 153, 156, 157, 165, 166, 167, 172, 174, 175, 178, 179, 180, 181, 183, 188, 189, 190, 192, 193, 194, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 209, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 217, 220, 221, 222, 224, 225, 227, 228, 233, 241, 242, 243, 244, 245, 246, 247, 248, 252, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 266, 271, 280, 281, 284, 285, 289, 290, 291, 292, 300, 301, 302, 303, 305, 306, 307, 316, 321, 322, 327, 328, 329, 330, 332, 336, 339, 340, 341, 342, 343, 350, 357, 358, 359, 360, 361, 366, 367, 368, 373, 374, 378, 379, 380, 384, 387, 401, 403, 404, 408, 410, 412, 413, 414, 415, 418, 419, 420, 421, 422, 423, 424, 425, 426, 427, 429, 431, 432, 433, 434, 435, 440, 442, 445, 446, 447
Shadow banking, 112, 231
Soft law, 179, 187, 423, 425
Superintendencia general de valores, xi, 7, 8, 15, 34, 35, 40, 42, 44, 45, 46, 47, 48, 53, 59, 62, 63, 66, 67, 69, 72, 75, 76, 77, 78, 81, 84, 85, 88, 90, 92, 93, 97, 98, 101, 119, 120, 147, 151, 155, 158, 163, 166, 169, 170, 172, 176, 177, 178, 186, 187, 190, 197, 198, 208, 209, 217, 226, 227, 228, 233, 269, 270, 283, 284, 285, 287, 288, 296, 297, 298, 307, 310, 316, 326, 348, 349, 350, 362, 372, 378, 379, 381, 382, 384, 389, 401, 403, 404, 434, 435, 437, 442, 443, 447
Transaction, 248, 425
Volcker Rule, 126, 130, 134, 212, 324, 412, 427
Whistleblowing, 218, 220, 366, 410, 413, 417

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE ..... **VII**

LISTE DES ABRÉVIATIONS ..... **IX**

INTRODUCTION **1**

Section 1. L'objet de la recherche 1
§1. La régulation 1
§2 La régulation des marchés financiers 5
Section 2. La méthode de la recherche 11
§1. Une approche comparée 11
§2 Le choix des pays 13
Section 3. Problématique 17
§1. Prémisse 18
§2. Thèse soutenue 19
Section 4. Plan. 19

PREMIÈRE PARTIE : LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : LA DIVERSITÉ DES MODÈLES INSTITUTIONNELS **21**

TITRE I : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION CONFORTÉES DANS LEUR STATUT JURIDIQUE 23
CHAPITRE I : LA NATURE JURIDIQUE DES AUTORITÉS DE REGULATION *25*
Section 1. Les formes institutionnelles 26
Sous-section 1. Les structures de régulation financière 26
§1. Les modèles les plus développés 27
§2. Les modèles adoptés 30
Sous-section 2. Le besoin d'une autorité de régulation adéquate 35
Section 2. Les attributs fondamentaux 43
Sous-section 1. La personnalité juridique, un élément essentiel 43
§1. La capacité d'ester en justice 44
§2. L'autonomie financière 46
§3. La responsabilité 47
Sous-section 2. Vers une autorité indépendante ou autonome 48
Conclusion du Chapitre I 52
CHAPITRE II : L'ORGANISATION DES AUTORITÉS DE RÉGULATION *55*
Section 1. Vers une structure transparente et démocratique 57
Sous-section 1. Une organisation comme garantie de transparence et de démocratie 57
§1. L'organisation démocratique des autorités de régulation 58
§2. L'organisation comme garantie de participation et d'information 63
Sous-section 2. Une composition comme garantie de transparence et démocratie 70
§1. Une nomination poursuivant la transparence 70
§2. Une composition poursuivant la démocratie 77
Section 2. Vers des moyens financiers et humains adéquats 81
Sous-section 1. Des moyens financiers garantissant l'indépendance 82
§1. Le budget et l'indépendance financière 82
§2. L'autofinancement et l'indépendance financière 86
Sous-section 2. Des moyens humains garantissant l'expertise et l'éthique 89
§1. Un personnel expert techniquement 89
§2. Un personnel irréprochable déontologiquement 93
Conclusion du Chapitre II 102
CONCLUSION DU TITRE I *105*
TITRE II : LES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX ATTRIBUTIONS RENFORCÉES 107
CHAPITRE I : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX MISSIONS CONSOLIDÉES *109*
Section 1. Un marché en recherche de régulation 111
Sous-section 1. Une régulation financière pour prévenir les abus du marché : la régulation des instruments financiers 111
§1. La régulation du *shadow banking* 112
§2. La régulation des produits financiers 122
Sous-section 2. Une régulation financière pour prévenir les abus du marché : La régulation des acteurs financiers 129

§1. La régulation des conduites excessives 129
§2. La régulation des agences de notation 135
Section 2. Des investisseurs en exigence de protection 140
Sous-section 1. L'amélioration de la qualité de l'information 141
§1. La qualité de l'information 141
§2. L'obligation de l'information et l'obligation d'informer 145
Sous-section 2. L'amélioration de la prise de décisions des investisseurs 151
§1. Le conseil en matière d'investissement 152
§2. L'éducation des investisseurs 155
Conclusion du Chapitre I 159
CHAPITRE II : DES AUTORITÉS DE RÉGULATION AUX POUVOIRS ACCRUS 161
Section 1. Les pouvoirs classiques des autorités de régulation 162
Sous-section 1. Les autorités de l'influence 162
§1. L'influence par la contrainte 162
§2. L'influence par l'incitation 178
Sous-section 2. La répression 191
§1. L'enquête et le contrôle 191
§2. La sanction 199
Section 2. Le renouvellement des pouvoirs 210
Sous-section 1. Pouvoir de transaction 210
Sous-section 2. Les lanceurs d'alerte 218
Conclusion du Chapitre II 228
CONCLUSION DU TITRE II 231
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE 233

DEUXIÈME PARTIE : LES RÉGULATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS : UN RENOUVELLEMENT DE MODÈLE 235

TITRE I : UN MODÈLE DE RÉGULATION ET DE MULTIPLES MODÈLES D'ACTEURS 237
CHAPITRE I : LA RÉGULATION DES NOUVELLES TECHNOLOGIES 239
Section 1. L'encadrement de la négociation automatisée à haute fréquence 241
Section 2. L'encadrement de crypto actifs 255
Conclusion du Chapitre I 275
CHAPITRE II : LES AUTORITÉS DE RÉGULATION ET LEURS CORRELATIONS 277
Section 1. Les relations entre les autorités de régulation des marchés financiers et les pouvoirs étatiques 279
Sous-section 1. Les relations entre autorités de régulation et les pouvoirs politiques 279
§1. Les relations avec le pouvoir exécutif 280
§2. Les relations avec le pouvoir législatif 284
Sous-section 2. Les relations des autorités de régulation avec les pouvoirs juridictionnels 289
Section 2. Relations entre les institutions de régulation des marchés financiers et les autres régulateurs financiers 299
Sous-section 1. Une fonction régulatrice partagée avec les régulateurs nationaux 299
Sous-section 2. Une fonction régulatrice partagée avec les régulateurs internationaux 307
Conclusion du Chapitre II 312
CONCLUSION DU TITRE I 315
TITRE II : DES MODÈLES EN RECHERCHE D'EFFICACITÉ 317
CHAPITRE I : DES MODÈLES DE RÉGULATION : LA MULTIPLICATION DE SOLUTIONS 319
Section 1. Une nouvelle approche face à la multiplication des obstacles 321
Sous-section 1. L'affirmation de la protection des investisseurs 321
Sous-section 2. La confirmation de la surveillance du risque 327
Section 2. Une multiplication des défis environnementaux, sociaux et de gouvernance 333
Sous-section 1. Les défis climatiques, sociaux et de gouvernance 333
Sous-section 2. La finance durable, une réponse aux défis climatiques, sociaux et de gouvernance 338
Conclusion du Chapitre I 351
Chapitre II : LE MODÈLE DE RÉGULATION : DE LA SIMPLIFICATION A L'ADAPTATION 353
Section 1. Une simplification des stratégies de régulation 355
Sous-section 1. L'intelligence artificielle au service du régulateur 355
Sous-section 2. La compliance au service des opérateurs ainsi que du régulateur 363
Section 2. L'évolution vers un modèle de régulation plus adapté 374
Sous-section 1. Légitimation par l'élection 375
Sous-section 2. Un modèle efficace de régulation 383
Conclusion du Chapitre II 390
CONCLUSION DU TITRE II 393
CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE 397

CONCLUSION 401

BIBLIOGRAPHIE **406**

Dictionnaires et encyclopédies *406*
Ouvrages généraux, ouvrages spécialisés, thèses, manuels et traités *406*
Articles *409*
Contributions aux mélanges et actes de colloques *428*
Notes, observations, avis et conclusions de jurisprudence *429*
Audiences et discours *431*
Positions, instructions, recommandations, guides, chartes, accords et Avis administratifs *432*
Textes législatifs, réglementaires et textes internationaux *434*
Rapports, études, travaux et avis *438*
Sites internet *442*

INDEX **447**

TABLE DES MATIÈRES **449**

Résumé en français

La crise financière de 2007/2008 a bouleversé le monde par son extension et ses effets sur l'économie. Elle a mis à l'épreuve la régulation financière et elle a révélé ses insuffisances. En conséquence, des réformes et l'adoption de certains standards communs ont été proposées par des institutions internationales comme le G 20 et le Comité de Bâle.

La régulation est devenue un mode d'action administrative. L'État n'intervient plus directement dans la régulation de l'économie, l'encadrement de l'activité des personnes privées ainsi que des secteurs sensibles. Pour cela, il a délégué cette fonction aux autorités de régulation.

La présente recherche propose donc d'analyser l'évolution de la régulation des marchés financiers dans trois pays, les Etats-Unis, la France et le Costa Rica, avec une approche comparée. Cette étude explore les modèles de régulation choisis par ces pays et surtout la structure des autorités qui ont à leur charge la mission de régulation des marchés. Pour cela, nous analysons les défis des autorités, comme l'introduction des critères ESG, les nouvelles technologies, ainsi que les questionnements de légitimité et d'indépendance. Ces autorités de régulation sont les garantes du bon fonctionnement des marchés et de la protection des investisseurs.

Résumé en anglais

The financial crisis of 2007/2008 has shaken the whole world. Its extension and its devastating effects on the economy have put financial regulation to the test and revealed its shortcomings. As a result, reforms and the adoption of certain common standards have been proposed by international institutions such as the G20 and the Basel Committee.

In this context, regulation has become an administrative governmental mode of action. Governments no longer intervene directly in the regulation of the economy, the supervision of the activities of private individuals and sensitive sectors. For this, they delegate this function to regulatory authorities.

The present research analyzes the evolution of financial market regulation in three countries, the United States, France and Costa Rica, in a comparative approach. This study focuses on the regulatory models chosen by these countries and more especially on the structure of the authorities in charge of regulating securities market. To this end, we also analyze the challenges of the authorities, such as the introduction of ESG criteria, new technologies, as well as questions of legitimacy and independence. These regulatory authorities are the guardians of the proper functioning of the securities markets and the safety of investors.

Mots-clé

Autorités de régulation ; droit comparé ; régulation ; droit administratif ; régulation financière, transparence, indépendance, modèle de régulation, efficacité.