

# Droits sectoriels de la Régulation

Cours du semestre de printemps 2017

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

[mafr@mafr.fr](mailto:mafr@mafr.fr)

[www.mafr.fr](http://www.mafr.fr)

# Leçon n°7

**Le Droit sectoriel de  
la Régulation financière:  
Les contours**

Mardi 21 mars 2017

# I. ÉLÉMENTS DE BASE

# II. QUESTIONS OUVERTES

# III. UN CAS

- Caractère instrumental  
*/Toolbox*
- Trouver l'objet
- Dessiner l'instrument (le droit)
- *Regulatory Designers*
- = les économistes écrivent le Droit de la Régulation et de la Compliance

## I. ÉLÉMENTS DE BASE

**Préalable :**

**LES CONTOURS DE LA  
RÉGULATION FINANCIÈRE,  
ENJEU MÊME DE LA  
RÉGULATION FINANCIÈRE**

- La finance est mondialisée

## I. ÉLÉMENTS DE BASE

Mondialisation = finance

- La régulation « devrait » l'être
- La régulation « doit » l'être
- Sinon il n'y a pas de régulation

### A. LES CONTOURS GÉOGRAPHIQUES

#### 1. L'aporie juridique née de la mondialisation des opérations et des opérateurs financiers

- Quel est le seul outil juridique mondial ?
- Le **contrat**
- **Produit par les parties aux opérations mêmes**
- Qualité : le contrat appréhende le futur
- Maillage contractuel mondial
- Contractualisation de l'action publique
- mais suit le désir (« loi du désir »)

- Autre outil juridique mondial disponible ?
- Le droit souple
- Produit par tous
- IOSCO
- Lamfallusy
- Mais est-ce « bien » ? A-t-on autre chose ? Est-ce démocratique ? Etc.

- Hétéronomie entre banque et finance
- Mutualisation des risques (assurances), activation des risques (finance)
- Structuration des opérateurs
- Contamination des risques
- (dépend du but de la régulation financière ...)

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **1. Banque et Finance**



- Extension de la Régulation prudentielle, commune à la banque et la finance
- Passage de la « gouvernance opérateur » à la notion de « gouvernance produit »
- Gouvernance prudentielle des produits financiers
- Choc en retour sur les banques

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **1. Banque et Finance**

- Risque systémique
- Identité avec la régulation bancaire ?
- Fusions institutionnelle et normative
- Seule distinction : origines des risques et des crises
- Mais divergences des buts ?
- « Haute Banque » ?

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **2. Le but de la Régulation financière**

- Le pouvoir des opérateurs financiers
- L'autorégulation
- Les chartes
- La disparition de l'interne et de l'externe
- *La corporate social responsibility*
- *L'Ex Post* devient *l'Ex Ante*

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **3. Le « prix régulateur » de la financiarisation du monde**

- Les opérateurs financiers comme intermédiaires des opérations financières
- Les opérateurs financiers comme détenteurs d'information sur les flux financiers

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **3. Le « prix régulateur » de la financiarisation du monde**

- Les opérateurs financiers relais de la lutte mondiale contre le blanchiment d'argent
  
- Les opérateurs financiers relais de la lutte mondiale contre la corruption

## **I. ÉLÉMENTS DE BASE**

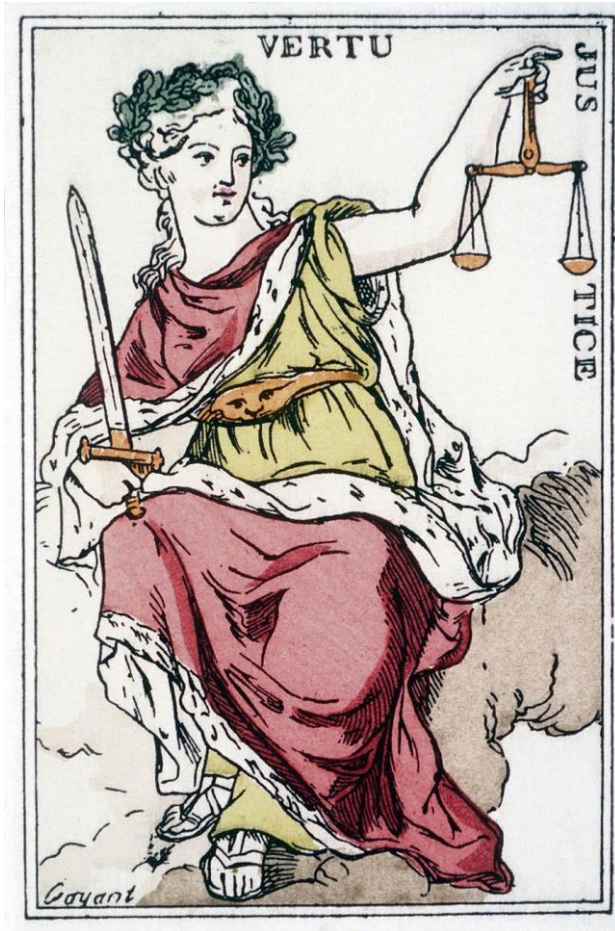
## **B. LES FRONTIÈRES ENTRE FINANCE ET LE RESTE**

### **4. La fusion de la régulation et de la gouvernance : la *compliance***

## II. QUESTIONS OUVERTES



1. La banque est-elle un établissement financier comme un autre ?



## II. QUESTIONS OUVERTES

2. Le Droit de la régulation financière, dernier refuge de la vertu



## II. QUESTIONS OUVERTES



3. La répression, signe de force ou signe de faiblesse dans la régulation financière mondiale

Paris, 7 mars 2000, KPMG c/ COB

"REPUBLIQUE FRANCAISE

AU NOM DU PEUPLE FRANCAIS

COUR D'APPEL DE PARIS 1ère chambre, section H, ARRET DU 7 MARS 2000

... Décision dont recours : Décision de la Commission des opérations de bourse en date du 18/06/1999 Nature de la décision : contradictoire  
Décision : ANNULATION DEMANDERESSE AU RECOURS :

...

Après avoir, à l'audience du 25 Janvier 2000, entendu le conseil du requérant, le conseil de la Commission des opérations de bourse et les observations du Ministère Public ;

Vu les mémoires, pièces et documents déposés au greffe à l'appui du recours, et les autres pièces du dossier ; \* \* \*

La société Dapta Mallinjoud, dont les actions étaient admises au second marché, ayant fait l'objet, en 1991, d'une prise de contrôle par une société IFI, a par la suite pratiqué une politique de croissance externe qui s'est traduite par le rachat au groupe Pinault-Printemps de diverses sociétés. C'est ainsi que la société MDV, filiale de la société Dapta Mallinjoud, a pris le contrôle, le 2 mai 1992, de la société Lafa, opérant dans le secteur de l'ameublement.

Usant de l'autorisation que lui avait donnée, le 12 juin 1992, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, le conseil d'administration de la société Dapta Mallinjoud a décidé, le 28 juin 1993, de procéder à l'émission d'un emprunt obligataire d'un montant nominal de 245.004.000 francs représenté par 1.441.200 obligations de 170 francs, convertibles.

La note d'information relative à cette information, contenant notamment les comptes consolidés de la société Dapta Mallinjoud au 31 décembre 1992, visée par la Commission des opérations de bourse le 29 juin 1993, a été communiquée au public le 2 juillet 1993.

Au nombre des signataires de ladite note figuraient la société KPMG Fiduciaire de France (ci-après la société KPMG), alors commissaire aux comptes de la société Dapta Mallinjoud, chargée de la consolidation depuis le 22 décembre 1992, représentée par M. X... Y..., commissaire aux comptes, et M. Z..., co-commissaire aux comptes de la société Dapta Mallinjoud, la société KPMG et M. Z... étant également commissaires aux comptes de la société Lafa.

Le 15 avril 1996, le président de la Commission des opérations de bourse décidait l'ouverture d'une enquête sur l'information financière et comptable diffusée par la société Dapta Mallinjoud.

Au vu des résultats de cette enquête, la Commission des opérations de bourse décidait, le 4 mars 1997, d'ouvrir une procédure aux fins d'éventuelles sanctions à l'encontre de M. A..., directeur général de la société Dapta Mallinjoud à l'époque des faits, de la société KPMG, de M. X... Y... et de M. Z....

Considérant que la société KPMG avait manqué aux obligations résultant de son règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public et qu'il avait été ainsi porté atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts au sens de l'article 9-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la Commission des opérations de bourse a décidé, le 18 juin 1999, de prononcer à son encontre une sanction pécuniaire de 500.000 francs.

Le 29 juillet 1999, la société KPMG a formé un recours à l'encontre de cette décision.

Concluant, à titre principal, à l'annulation de ladite décision et, à titre subsidiaire, à sa réformation, et sollicitant, dans l'un et l'autre cas, la publication de la décision à intervenir au Bulletin de la Commission des opérations de bourse et au Journal officiel de la République Française, la requérante fait essentiellement valoir, aux termes de ses écritures du 27 août 1999 :

- qu' il résulte de dispositions de l'article 4-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 que les règlements pris par la Commission des opérations de bourse en application de ce texte ne sont pas susceptibles d'être imposés à des personnes autres que celles qu'il vise, auxquelles les commissaires aux comptes ne peuvent être assimilés, de sorte qu'en la sanctionnant, en sa qualité de commissaire aux comptes, la commission a commis un détournement de procédure,

- que la Commission des opérations de bourse, étant investie d'un pouvoir répressif, doit respecter en raison du caractère pénal des sanctions qu'elle prononce, les principes essentiels à la matière pénale, et notamment le droit à un tribunal indépendant et impartial, protégé par l'article 6 1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, que l'exigence d'impartialité a été, en l'espèce, méconnue à raison, d'une part, du rôle particulier du président de la commission et du rapporteur et, d'autre part, de l'intervention des membres du collège à toutes les phases de la procédure qui a conduit à la décision de sanction du 18 juin 1999,

- que la Commission a en outre violé le principe de la personnalité des poursuites et des sanctions faute d'avoir caractérisé un manquement qui lui soit personnellement imputable,

- qu'en effet, en méconnaissance des procédures de contrôle interne, lesquelles faisaient obligation au commissaire aux comptes responsable du dossier Dapta Mallinjoud d'informer sa hiérarchie, les dirigeants de la société KPMG ont été, jusqu'au 2 août 1993, tenus dans l'ignorance des anomalies affectant les comptes de la société Lafa, de sorte qu'ils n'ont pas été mis à même de prendre la décision, qui leur appartenait, de suspendre ou non la signature du rapport litigieux ou d'en modifier le contenu,
- qu'il résulte de ces mêmes éléments que la décision déferée repose, en ce qui concerne la société KPMG, sur une appréciation inexacte des faits de l'espèce,
- qu'en toute hypothèse, la sanction qui lui a été infligée est manifestement disproportionnée au regard de la gravité des manquements retenus et qu'elle apparaît motivée par le fait que KPMG est une personne morale, critère non prévu par les dispositions de l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

La Commission des opérations de bourse a produit le 15 novembre 1999 des observations tendant au rejet du recours.

La Commission expose :

- que la procédure de sanction prévue à l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 est applicable aux commissaires aux comptes auteurs de pratiques contraires aux règlements qu'elle édicte et notamment au règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public sur le fondement duquel la société KPMG a été, en l'espèce, sanctionnée,
- que l'octroi à la COB d'un pouvoir de sanction, dont l'exercice est assorti de mesures destinées à la sauvegarde des droits et libertés fondamentaux, repose sur la nécessité d'assurer une répression rapide et efficace des infractions commises sur les marchés financiers et de garantir ainsi aux épargnants la sécurité et la transparence de leurs placements et que la confusion au sein de la Commission des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement, inhérente à ces impératifs de souplesse et rapidité, ne constitue pas, en soi, une atteinte au droit reconnu à toute personne d'être jugée par un tribunal impartial,
- que dans le cas où un mandat de commissaire aux comptes est confié à une société de commissaires aux comptes, chaque acte accompli par l'un des associés, actionnaires ou dirigeants l'est au nom et pour le compte de la société, seule titulaire du mandat, de sorte que le manquement ayant donné lieu à sanction a bien été commis par la société KPMG, en sa qualité de commissaire aux comptes de la société Dapta Mallinjoud, et que le moyen tiré de la prétendue méconnaissance du principe de la personnalité des poursuites et des sanctions est dénué de fondement,

- que même s'il était démontré que la société KPMG avait ignoré les anomalies affectant les comptes de la société Lafa, cette ignorance procéderait d'une négligence fautive de la part d'un professionnel dont la mission lors d'une opération d'appel public à l'épargne est justement celle de vérifier l'exactitude des informations financières et comptables diffusées à cette occasion et d'en certifier la sincérité.

La société KPMG a déposé, le 17 décembre 1999, un mémoire par lequel elle a répliqué aux observations de la Commission des opérations de bourse et réitéré, en la développant, l'argumentation précédemment exposée.

A l'audience du 25 janvier 2000 ont été entendus, le conseil de la requérante en sa plaidoirie, celui de la Commission des opérations de bourse en ses observations et le ministère public en ses observations tendant au rejet du recours, le conseil de la requérante ayant eu la parole en dernier.

**SUR QUOI, LA COUR :**

Sur le moyen tiré de l'inapplicabilité aux commissaires aux comptes de la procédure de sanction prévue à l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 :

Considérant que l'article 4-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 prévoit que des règlements peuvent être pris par la COB concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle, sans préciser à qui s'imposent les règlements ayant un tel objet ; qu'en application des dispositions des articles 9-1 et 9-2 du même texte, la Commission peut prononcer des sanctions à l'encontre des auteurs de pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet, notamment, de fausser le fonctionnement du marché ou de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs

ou à leurs intérêts ; que selon l'article 2 du règlement de la COB n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public, applicable en la cause, l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère ; que l'article 3 énonce que constitue, pour toute personne, une atteinte à la bonne information du public la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse;

Considérant qu'il résulte des dispositions susvisées que la société requérante n'est pas fondée à prétendre qu'en sa qualité de commissaire aux comptes elle échappe à l'application du règlement n° 90-02 de la COB de sorte que c'est sans excéder ses pouvoirs, ni commettre un quelconque détournement de procédure, que cette dernière s'est prononcée ainsi qu'elle l'a fait après avoir estimé que ladite société était l'auteur de pratiques contraires à ce règlement et entrant dans les prévisions de l'article 9-1 de l'ordonnance précitée ;

Sur le moyen tiré de l'inobservation des prescriptions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales :

Considérant que les prescriptions de l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (la Convention) s'appliquent aux sanctions prévues par l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui, bien que de nature administrative, visent comme en matière pénale, par leur montant élevé (dix millions de francs ou le décuple du montant des profits réalisés), et la publicité qui leur est donnée, à punir les auteurs de faits contraires aux normes générales édictées par les règlements de la Commission et à dissuader les opérateurs de se livrer à de telles pratiques ;

Considérant que s'il est vrai que même lorsqu'elle est saisie d'agissements pouvant donner lieu aux sanctions susvisées, la COB n'est pas tenue de satisfaire, sous tous leurs aspects, aux prescriptions de forme du paragraphe premier de l'article 6 de la Convention dès lors que ses décisions subissent a posteriori, sur les points de fait, les questions de droit, ainsi que sur la proportionnalité de la sanction prononcée avec la gravité de la faute commise, le contrôle effectif d'un organe judiciaire offrant toutes les garanties d'un tribunal au sens du texte précité, le moyen tiré de ce que la Commission se serait prononcée dans des conditions qui ne respecteraient pas l'exigence d'impartialité peut, en revanche, être utilement invoqué à l'appui du recours formé à l'encontre de sa décision ;

Considérant, à cet égard, que le cumul au sein de cette autorité administrative des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement, critiquée par la requérante, n'est pas, par elle-même, contraire à l'exigence ci-dessus rappelée ; qu'il y a lieu de rechercher si, compte tenu des modalités concrètes de mise en oeuvre de ces attributions, spécialement au regard de la composition des organes appelés à les exercer, le droit de la personne poursuivie à un procès équitable a été ou non méconnu ;

Considérant, en l'espèce, que le collège de la Commission a examiné en sa séance du 4 mars 1997 le rapport de l'enquête effectuée sur l'information financière et comptable de la société Dapta Mallinjoud et en particulier la note d'information visée par la COB le 29 juin 1993 et publiée le 2 juillet 1993 à l'occasion d'une émission d'obligations convertibles de cette société ; qu'après en avoir délibéré, il a décidé d'ouvrir une procédure aux fins d'éventuelles sanctions administratives à l'encontre de diverses personnes, dont la société KPMG, sur le fondement du règlement 90-02 ;

Qu'en raison de l'entrée en vigueur du décret du 31 juillet 1997, modifiant celui du 23 mars 1990 relatif à la procédure d'injonction et de sanctions administratives prononcées par la Commission des opérations de bourse, le collège a, le 16 septembre 1997, demandé au président de la Commission d'adresser aux intéressés une nouvelle notification des griefs formulés le 4 mars 1997, en y joignant le rapport d'enquête ainsi qu'un document rappelant les droits de la défense ;

Que par lettre du 2 octobre 1997, "annulant et remplaçant" un précédent courrier du 11 juin 1997, le président de la Commission a notifié en ces termes les griefs visant la société KPMG :

"La Commission a constaté que les comptes consolidés et sociaux de l'exercice 1992, publiés le 2 juillet 1993 dans la note d'information visée par la Commission le 29 juin 1993, à l'occasion d'une émission d'obligations convertibles de 245 millions de francs de la société Dapta Mallinjoud, intégraient des éléments d'actifs fictifs, notamment des stocks de la société Lafa, filiale de la société Dapta Mallinjoud, ce dont la société KPMG - Fiduciaire de France paraît avoir eu connaissance dès le mois de juin 1993. Il apparaît, en conséquence, que les informations communiquées dans la note d'information et pendant la période d'émission des obligations convertibles, dont la société KPMG-Fiduciaire de France a assumé la responsabilité en tant que commissaire aux comptes de la société Dapta Mallinjoud, n'étaient ni exactes, ni précises, ni sincères" ;

Que lors de sa séance du 18 juin 1999, le collège de la Commission, dont six membres, dont son président, étaient déjà présents à la séance du 4 mars 1997, a arrêté la décision précitée après avoir entendu le rapporteur, qui n'a pas pris part au délibéré, et les personnes mises en causes ;

Qu'ainsi le collège de la Commission a, successivement, dans les conditions ci-dessus mentionnées, décidé la mise en accusation de la société KPMG sur des faits qu'il a constatés, formulé les griefs visant la personne poursuivie, statué sur sa culpabilité et sanctionné cette dernière ;

Considérant que l'exigence d'impartialité doit s'apprécier objectivement;

Considérant qu'il résulte des constatations qui précèdent que les craintes de la société KPMG quant à l'impartialité de la Commission des opérations de bourse doivent être regardées comme objectivement justifiées ;

Que la requérante est, en conséquence, fondée à soutenir qu'il a été porté atteinte à son droit à un procès équitable et à conclure, pour ce motif, à l'annulation de la décision déferée ;

Considérant que la Commission des opérations de bourse demande à la cour, en cas d'annulation de sa décision, de statuer sur le fond ;

Mais considérant que si dans le contentieux de pleine juridiction institué par l'article 12 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la cour d'appel de Paris, après avoir annulé la décision objet du recours, a le pouvoir de se prononcer, conformément à l'article 9-2 , sur les pratiques dont la COB était saisie, elle ne peut en user lorsque la nullité affecte, comme en l'espèce, l'ensemble des actes de la procédure, viciée dès l'origine ;

Qu'il n'y a donc pas lieu de statuer sur les pratiques qui avaient été imputées à la société requérante ;

Que doit, enfin, être écartée la demande, à caractère indemnitaire, de la société KPMG tendant à ce que soit ordonnée la publication du présent arrêt ;

PAR CES MOTIFS,

Annule la décision déferée en tant qu'elle a statué à l'égard de la société KPMG Fiduciaire de France ;

Dit n'y avoir lieu à statuer sur les pratiques reprochées à la société KPMG Fiduciaire de France ;

...