

N° 6878

RISQUE ET SÉCURITÉ
DANS LE NOUVEAU DROIT DU CONTRÔLE
DES MARCHÉS FINANCIERS :
LE RÔLE DE L'INFORMATION (*)

Introduction

Cet article ne prétend faire aucun exposé technique des innovations législatives en droit financier. Le projet est plutôt d'esquisser quelques réflexions sur une des fonctions du droit : celle d'informer. La présence de règles juridiques nous fournit en effet une information fort utile sur le comportement futur (prévisible) des individus qui nous entourent. Parfois, ces règles obligent également autrui à nous divulguer une information que nous ne possédons pas. Le droit financier, et en particulier sa réforme récente, nous donne une illustration intéressante de cette fonction du droit. On peut avancer qu'en 2002, le législateur a fait en sorte que les règles de droit fournissent une meilleure information sur les comportements des acteurs financiers, tout en renforçant les obligations d'information pesant sur certains agents.

Ainsi, après avoir sommairement défini le rôle informatif du droit (I), nous aborderons sous ce point de vue les principales innovations introduites par les lois du 2 août 2002 relatives au contrôle des marchés financiers (1). Dans ce domaine du droit, l'information revêt une importance particulière et l'efficience du système juridique est d'autant plus importante que les différents systèmes juridiques sont eux-mêmes en concurrence. On peut avancer que les nouvelles lois ont pour but d'augmenter la sécurité juridique, c'est-à-dire d'améliorer la qualité de l'information

(1) L'auteur remercie le professeur Ph. Coppens pour ses précieux conseils, ses remarques judicieuses et ses encouragements.

(2) Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *Mon. b.*, 4 septembre 2002, pp. 39.121-39.173 (ci-après, « *la loi du 2 août 2002* ») et loi du 2 août 2002 complétant, en ce qui concerne les voies de recours contre les décisions prises par le ministre, par la CBF, par l'OCA et par les entreprises de marché et en ce qui concerne l'intervention de la CBF et de l'OCA devant les juridictions répressives, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et modifiant diverses autres dispositions légales, *Mon. b.*, 4 septembre 2002, pp. 39174-39180.

que produit l'existence des règles (II) et de renforcer les obligations d'information requises des différents intervenants (III).

CHAPITRE I^{er}. — Risque, information et fonction du droit

Cette première partie décrit l'importance de l'information dans une perspective d'efficacité économique (Section 1^{re}). C'est notamment au droit que revient la tâche d'informer, tâche dont il s'acquitte au moyen de deux méthodes (Section 2).

SECTION 1^{re}. — VERS L'EFFICIENCE : DAVANTAGE D'INFORMATION POUR MOINS DE RISQUE

Selon la théorie économique néo-classique, le libre jeu du marché réalise l'allocation optimale des ressources. Ceci présuppose toutefois un marché parfait, c'est-à-dire notamment des conditions d'échange dans lesquelles les agents parfaitement rationnels contractent en connaissant parfaitement toutes les conditions de leurs actes et, autant que faire ce peut, leurs conséquences.

C'est alors qu'ils peuvent librement échanger les biens pour aboutir, finalement, à une répartition telle qu'il serait impossible de la modifier sans diminuer l'utilité qu'au moins un agent retire des biens qu'il possède (*optimum* de Pareto).

Cette vision idéale ne se rencontre pas dans la réalité, pour de multiples raisons. La principale d'entre elles vient des limites de la rationalité des acteurs économiques, comme l'ont montré les travaux de H. Simon (2). Une autre raison, à laquelle nous nous attacherons ici, est le coût de l'information.

Conclure une transaction requiert une grande quantité d'informations, de la part de chacune des parties. Le produit que j'achète est-il de bonne qualité? Quel sera son rendement? Le prix demandé n'est-il pas supérieur à celui proposé par un autre vendeur? Ce dernier garantira-t-il effectivement les défauts du

(3) Voy., à ce sujet, O.E. WILLIAMSON, « Contract and Economic Organization », *Rev. écon. industr.*, n° 92, 2000, p. 59.

produit ? Est-il fiable (3) ? Le vendeur désire aussi de l'information : serai-je payé à l'échéance ? Ma responsabilité sera-t-elle mise en cause, et dans quelle mesure ? Les parties désirent contracter sur la base de la meilleure information possible, notamment quant au comportement futur de l'autre partie (paiement, appel en garantie) et quant à la consistance de la chose vendue.

Une partie de cette information, fût-elle désirable dans l'absolu, est impossible à obtenir. Plus précisément, c'est la certitude qui ne peut être atteinte. Elle ne doit pas, dans tous les cas, être atteinte, car toute amélioration de l'information entraîne nécessairement un certain coût. Pour augmenter la probabilité de paiement, on exige une garantie bancaire. On négocie longuement des clauses de garantie, afin de s'assurer de la qualité du produit ou, à tout le moins, de ne pas subir les conséquences de ses imperfections. Inversement, on discute de clauses d'exonération. On demande des offres à des vendeurs concurrents. On compare les prix, on les négocie. Toutes ces opérations sont coûteuses, soit parce qu'elles requièrent l'intervention de spécialistes rémunérés (banquier, conseil) soit, plus trivialement, car elles font perdre du temps. Il s'agit de ce que l'on appelle communément les coûts de transaction (4). On peut considérer qu'une entreprise de marché est une firme que l'on paye pour qu'elle produise de l'information exacte, en particulier quant au prix des produits financiers (5), et d'une manière plus générale, pour réduire les coûts de transaction (6).

Selon les cas, il peut être rationnel de collecter, même au prix fort, toute cette information ou, au contraire, de conclure la

(4) O.E. WILLIAMSON, *op. cit.*, p. 59.

(5) Voy. F.S. MISHKIN, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5th ed., 1998, Addison Wesley, pp. 201 et s. ; F.S. MISHKIN et P.E. STRAHAN, « What will technology do to financial structure ? », *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, n° 6892, janvier 1999, pp. 1-2, <http://www.nber.org/papers/w6892>, visité le 14 janvier 2003 ; R. COASE, « L'économie néo-institutionnelle », *Rev. écon. industr.*, n° 92, 2000, pp. 51-54, pour qui les « coûts informationnels » sont « un composant majeur des coûts de transaction » (p. 53).

(6) J.H. MULHERIN, J.M. NETTER, J.A. OVERDAHL, « Prices Are Property : The Organization of Financial Exchanges From a Transaction Cost Perspective », *Journ. Law & Econ.*, XXXIV (1991), pp. 591 et s.

(7) C. PIRRONG, « A Theory of Financial Exchange Organization », *Journ. Law & Econ.*, XLIII (2000), p. 440.

transaction sans posséder toute l'information nécessaire. Tout dépend, à vrai dire, du type d'action qu'on projette de faire et de l'ampleur de l'incertitude ou du résultat du calcul de risque couru en l'absence d'information supplémentaire. La recherche d'information n'est rentable que lorsque son coût marginal est inférieur à la valorisation de la diminution marginale du risque qu'elle engendre (7). Et le prix du risque est égal à l'évaluation du dommage multipliée par la probabilité de sa survenance. C'est pourquoi, typiquement, on dépense davantage en coûts de transaction lorsqu'on acquiert, avec paiement différé, une participation majoritaire dans une société de haute technologie que lorsqu'on achète, au comptant, un croissant au beurre. Mais dans l'un et l'autre cas, le risque n'est jamais totalement éliminé, parce qu'au delà d'un certain point, les coûts marginaux de transaction deviennent trop élevés.

Cette persistance du risque entraîne une perte d'efficacité économique, car elle empêche que soient conclues des transactions qui, pourtant, assureraient une répartition plus efficace des ressources (8). Dans ces cas, il n'est par hypothèse pas rationnel pour les parties seules d'éliminer ce risque. Mais il ne s'ensuit pas qu'un autre agent ne pourrait le diminuer efficacement, en raison de sa puissance et de la portée générale qu'il confère à son action (9).

(8) Il est des cas où le seul effet d'une recherche d'information, outre son coût, est de répartir différemment la richesse entre les parties à la transaction. D'un point de vue global, il n'y a donc aucun gain d'efficacité, au contraire (voy., à ce sujet, l'étude de K.B. LEFFLER, R.R. RUCKER et I.A. MUNN, « Transaction Costs and the Collection of Information : Presale Measurement on Private Timber Sales », *Journ. Law, Econ. & Org.*, vol. 16, n. 1, 2000, pp. 166 et s.). Ceci n'empêche pas que la recherche d'information soit néanmoins rationnelle pour un des agents, d'une part, et renforce l'idée qu'une réduction des coûts d'obtention de cette information favoriserait une meilleure allocation des ressources, d'autre part.

(9) Voy. par ex. E. DE JONG, « Why are price stability and statutory independence of central banks negatively correlated? The role of culture », *Eur. Journ. Pol. Econ.*, vol. 18, 2002, p. 680 : « *It is this uncertainty (resulting from unexpected inflation) that distorts the economic process in several ways* ».

(10) Une simple augmentation de la quantité d'information, indépendamment de sa qualité et de sa pertinence ne réalise pas automatiquement, bien entendu, un gain d'efficacité économique. (E.W. KITCH, « Regulation of the Securities Market », *Encyclopedia of Law and Economics*, n° 5660, p. 824 (http://allserv.ru-g.ac.be/z_gdegeest/), visité le 16 janvier 2003).

SECTION 2. — UNE FONCTION DU DROIT
ET DEUX MÉTHODES

C'est probablement ici qu'on trouve un des rôles de l'Etat et, en particulier, du système juridique qu'il met en place. Une force du droit et, certainement, une justification économique de son existence réside dans la formidable information qu'il fournit aux agents économiques. Cette information concerne en particulier les actions futures d'autrui (en ce compris les agents étatiques chargés de missions de sanction) (10). Grâce au système juridique, ensemble de normes assorties de sanctions, nous pouvons anticiper qu'autrui adoptera fort probablement tel comportement imposé par le droit (11). S'il ne le fait pas, le système juridique tente généralement d'annihiler, ou à tout le moins de restreindre, les effets du dommage subi en prévoyant une réparation qui sera exécutée, de gré ou de force.

C'est ainsi que le droit permet, dans de nombreuses circonstances, d'*économiser* des coûts de transaction. Les règles légales et leurs sanctions suffisent, dans la plupart des cas, pour *rassurer* les parties quant au comportement futur du cocontractant et quant à la qualité du produit. On aurait pu, évidemment, laisser les parties définir ces règles — ou d'autres, mieux adaptées — dans chaque contrat individuel. Mais les coûts de transaction en auraient été tellement accrus que de nombreuses opérations n'auraient tout simplement plus eu lieu. Pour certaines opérations délicates ou de grande envergure, les parties peuvent, là où le droit le permet, négocier des règles contractuelles qui leur conviennent mieux que le droit supplétif. Si elles sont rationnelles, elles ne le feront que si la diminution des risques ainsi produite dépasse les coûts des transactions supplémentaires.

(11) Voy. F. OST, « Temps et contrat — critique du pacte faustien », *Ann. dr.*, 1999, p. 25 : « *Le contrat est d'abord un instrument de maîtrise du futur, un outil de prévision destiné à réduire les aléas de l'avenir, les changements de circonstances et les fléchissements des volontés. (...) Au plan économique, la simple prévision des avantages que l'avenir apportera, la perspective des fruits que la chose ou l'entreprise engendrera, représentent une valeur — un 'intérêt' immédiatement mobilisable* ».

(12) Par exemple : payer sa dette à l'échéance.

Si on appréhende le droit de cette manière (12), le rôle du législateur et du système juridique qu'il contribue à générer est alors de fabriquer les normes qui fournissent la meilleure information possible (13). Il en est bien conscient lorsqu'il écrit, en commentant les articles du projet, que « *le bon déroulement et le développement des activités économiques requièrent l'existence d'un système juridique assurant une prévisibilité optimale des conséquences liées aux actes posés* » (14).

Par exemple, on peut avancer, sans trop risquer de se tromper, qu'une norme fournit une information d'autant meilleure (c'est-à-dire d'autant plus complète) sur le comportement futur des agents qu'elle est univoque, connue de tous (15), et efficacement sanctionnée. Dans ces circonstances, la probabilité que l'agent adoptera effectivement le comportement prescrit par la norme se voit maximisée, de sorte qu'il devient moins nécessaire de rechercher coûteusement de l'information sur ses futurs comportements. Ce qu'on appelle la sécurité juridique, c'est cette capacité du système juridique de fournir, par son existence même, une information de qualité sur le comportement futur des agents.

(13) Le rôle assigné au droit dans cet article n'est pas le seul rôle que le droit poursuit, loin s'en faut. Outre promouvoir l'efficacité économique générale, les normes juridiques visent également à mettre en œuvre certains droits fondamentaux ou à opérer une distribution (jugée) plus équitable des ressources, fût-ce aux dépens de l'efficacité globale. Il reste qu'aucune de ces dimensions ne doit être négligée, la justice se définissant probablement comme un équilibre entre efficacité globale et égalité de la répartition (voy. C. ARNSPERGER, « Justice et économie. Latitudes d'égalsation et obstacles existentiels », *Rev. de métaphysique et de morale*, n° 1/2002, pp. 7-26, spéc. p. 14 : « *La question clé de la justice économique est celle de savoir comment (...) être égalitaire tout en étant efficace.* »).

(14) Etant entendu qu'avec beaucoup d'efforts, il est toujours possible de trouver une norme plus efficace. Le législateur suspendra donc ses travaux aussi longtemps que le coût marginal de l'effort requis pour améliorer la norme dépasse le bénéfice global qu'on peut attendre de l'amélioration.

(15) Exposé des motifs, projet de loi relative à la surveillance du secteur financier et projet de loi complétant, en ce qui concerne les voies de recours, contre les décisions prises par le ministre, par la CBF, par l'OCA et par des entreprises de marché et en ce qui concerne l'intervention de la CBF et de l'OCA devant les juridictions répressives, la loi du ... relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et modifiant diverses autres dispositions légales, *Doc. Parl.*, Ch., 4 juin 2002, *Doc.* n°s 1842/001 et 1843/001, p. 92.

(16) On peut ainsi justifier l'harmonisation européenne du droit des contrats par le fait qu'il est beaucoup plus facile de connaître un droit harmonisé que quinze droits nationaux différents, ce qui réduit les coûts de transaction dans contrats intra-communautaires (G. WAGNER, « The Economics of Harmonization : The Case of Contract Law », *C.M.L.R.*, 2002, pp. 1013 et s.).

C'est une première méthode, axée sur l'anticipation des comportements que la norme juridique permet.

Le droit utilise également une autre méthode pour diffuser de l'information. Il s'agit ici d'obliger certaines personnes disposant de l'information de la rendre publique, c'est-à-dire d'en faire un bien public (16). Spontanément, les agents économiques ont tendance à garder secrète l'information qu'ils possèdent, à la divulguer en la vendant à autrui (17), ou, si cela est impossible, à ne pas la produire ou la rechercher. Ce comportement, parfaitement rationnel individuellement, génère toutefois une inefficience du marché (18). Le droit tente d'éviter cet écueil en forçant le détenteur de l'information à la rendre publique, tout en essayant d'imposer cette obligation à celui qui pourra s'en acquitter au moindre coût ou avec la plus grande fiabilité.

De cette manière, l'information sera accessible à tous, et à moindres frais. On trouve des exemples dans toutes les branches du droit : réglementation de la rétention dolosive (19), obligation de bonne foi (20), motivation des actes administratifs (21), règles de comptabilité des entreprises (22), règles d'indication des prix (23), obligations d'information périodique et occasionnelle en

(17) J.M. OLIVER, *Law and Economics : An Introduction*, Londres, George Allen & Unwin, 1979, pp. 71 et s. Il s'agit en réalité du mécanisme inverse de celui des droits intellectuels, qui consiste précisément à *privatiser* une information. La stratégie du législateur s'explique ici par sa volonté d'inciter la création de ces connaissances, dont on peut supposer qu'elles n'existeraient simplement pas en l'absence d'un système de protection des droits intellectuels (*ratio* qui ne s'applique pas aux autres exemples cités ici). Voy. S.M. BAINBRIDGE, « Insider Trading », *Encyclopedia of Law and Economics*, n° 5650, pp. 791 et s. (http://all-serv.rug.ac.be/Z_gdegeest/, visité le 16 janvier 2003).

(18) C'est là le principe des licences d'exploitation, par exemple.

(19) F.S. MISHKIN et P.E. STRAHAN, *op. cit.*, pp. 4-5.

(20) Voy. cass. (1^{ère} ch.), 8 juin 1978, *Pas.*, 1978, I, p. 1156, qui parle d'une « connaissance du risque ».

(21) Art. 1134 du code civil.

(22) Art. 2 et 3 de la loi du 29 juillet 1991 relative à la motivation formelle des actes administratifs.

(23) Art. 92 et s. du code des sociétés.

(24) Art. 2 et s. de la loi du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

droit financier (24), dénonciation au procureur du Roi des actes pénalement sanctionnés découverts par les officiers publics dans le cadre de leurs fonctions (25), etc. Cette méthode sera globalement efficiente si les coûts de cette publicité imposée sont inférieurs aux bénéfices qu'en retirent ceux qui sont informés, d'une part, et aux coûts que ces derniers auraient exposés pour obtenir l'information par eux-mêmes, d'autre part.

A titre d'application des développements qui précèdent, nous envisageons maintenant la manière dont la réforme du droit financier entend améliorer la divulgation et la circulation des informations.

CHAPITRE II. — L'information par l'existence des normes : la sécurité juridique

On reconnaît traditionnellement que le système juridique doit avoir certaines qualités, au rang desquelles celles qui favorisent la *sécurité juridique*. Le désir de ces qualités peut s'expliquer par notre aversion au risque (26) et, partant, notre volonté d'améliorer l'information publique engendrée par l'existence des règles.

L'information que donne le système juridique est d'autant meilleure que ses règles sont connues de tous, d'une part (Section 1^{re}) et qu'elles sont effectivement respectées, d'autre part (Section 2). Les deux aspects sont d'ailleurs liés — fût-ce de manière complexe. La connaissance de la règle et les pratiques vécues qu'elle engendre ne peuvent être tout à fait dissociées et

(25) Arrêté royal du 3 juillet 1996 relatif aux obligations en matière d'information occasionnelle des émetteurs dont les instruments financiers sont inscrits au premier marché et au nouveau marché d'une bourse de valeurs mobilières et art. 10, § 1^{er}, 1^o, de la loi du 2 août 2002. Voy. F.S. MISHKIN, *The Economics ...*, *op. cit.*, p. 204.

(26) Art. 29 du code d'instruction criminelle.

(27) E. DE JONG (*op. cit.*, pp. 675-694) défend l'idée que la culture et, en particulier, le degré d'aversion à l'incertitude (« *uncertainty avoidance* ») est corrélé avec le taux d'inflation (qui pose surtout problème en raison de l'incertitude quant à son ampleur). Il serait intéressant d'examiner empiriquement si une corrélation identique (mais en sens inverse) existe avec le degré de sécurité juridique.

font dès lors partie de la règle que nous connaissons et respectons (27).

SECTION 1^{RE}. — CONNAISSANCE DES RÈGLES
ET PRÉVISIBILITÉ DU DROIT

La connaissance et la prévisibilité des règles sont notamment fonction de leur clarté, de leur généralité et de leur permanence. Les lois du 2 août 2002 sont intéressantes sur ces points.

En clarifiant le système des voies de recours par leur centralisation (presque totale) auprès de la cour d'appel de Bruxelles (28), le législateur agit directement sur la clarté des règles. On ne se demandera plus s'il faut se plaindre devant la Commission bancaire et financière ou devant les juridictions ordinaires. On ne risquera plus de voir, au terme d'années de procédures, les recours déclarés irrecevables pour incompétence du pouvoir judiciaire. La sécurité juridique est au cœur de cette réforme (29).

Mais ces nouvelles règles réalisent davantage pour la clarté du droit. En unifiant le contentieux auprès d'une seule juridiction, le législateur favorise également une unité de la jurisprudence. La loi, dont les termes généraux ne correspondent jamais parfaitement à la situation de fait, se voit interprétée et précisée par un seul corps, dont on peut supposer qu'il recherche une certaine cohérence (30). On restreint ainsi les occasions d'interprétations divergentes, dont l'effet est souvent de rendre incertain le contenu du droit et, partant, d'en altérer les qualités informatives.

La connaissance des règles est également renforcée par leur permanence. Une règle constamment modifiée n'en est plus une et, en tout cas, ne fournit guère d'indication fiable sur le compor-

(28) Sur cette question, voy. P. COPPENS, *Normes et fonction de juger*, 1998, Bruxelles, Bruylant, Paris, L.G.D.J., pp. 185 et s.

(29) Loi du 2 août 2002 complétant, en ce qui concerne les voies de recours ..., *précitée*.

(30) Ph. LAMBRECHT et J.-Fr. TOSSENS, « La réforme de la surveillance du secteur financier — Article de synthèse sur la loi du 2 août 2002 », *Revue*, 2002, n° 6869, p. 198, n° 170.

(31) Même s'il n'est pas impossible de rencontrer des divergences de vues entre les chambres et entre les différents conseillers, ou encore en raison du simple écoulement du temps ou d'un changement des circonstances.

tement des agents — et en particulier sur leur comportement futur, celui que l'on demande justement à la règle d'indiquer.

La nouvelle loi s'inspire de l'approche dite *Lamfalussy*, et définit des règles de nature générale, destinées à durer, en laissant à des autorités administratives le soin de les préciser par des règlements plus aisément modifiables (31). Cette souplesse du nouveau système, considérée comme particulièrement adaptée au droit financier en constante évolution, n'améliore cependant pas sa prévisibilité. De même, la possibilité de dérogations individuelles accordées par la Commission bancaire et financière « *si elle estime que les dispositions en question sont inadaptées aux activités et à la situation de l'intermédiaire financier* » est facteur de souplesse mais aussi d'incertitude (32). Adopter l'approche *Lamfalussy*, c'est accepter que le droit change (encore plus) souvent. C'est s'incliner davantage devant les incertitudes de l'avenir qu'en général, on demande précisément au droit d'atténuer. On peut adopter aujourd'hui un comportement qui sera demain illicite. De même, on peut se voir reprocher le comportement qu'autrui adopte légalement. A supposer qu'on soit certain que les autres agents agiront toujours conformément au droit, on manque d'information, *a priori*, sur leur comportement futur, puisque la loi ou la Commission bancaire et financière risque de leur imposer (ou de leur permettre) un infléchissement de leur conduite.

Il ne faudrait pas en déduire que l'approche *Lamfalussy* est mauvaise. La grande souplesse qu'elle promeut engendre, certes, des incertitudes, mais dans l'espoir que ces dernières seront largement compensées par les gains en effectivité que cette même souplesse permet (33) et par une meilleure adéquation aux besoins évolutifs des agents économiques. Cette considération montre, ainsi que nous l'avons déjà exposé, que l'amélioration de l'information se justifie dans une perspective d'efficacité économique et qu'on peut donc, de manière cohérente, réduire la qualité de cette information au nom d'autres considérations d'efficacité (34).

(32) Article 30, 2° et 3°, de la loi du 2 août 2002; Ph. LAMBRECHT et J.-Fr. TOSSENS, *op. cit.*, *Revue*, 2002, n° 6869, pp. 157-158, n° 100 et pp. 185-186, n°s 150-151.

(33) Article 30, 1°, de la loi du 2 août 2002.

(34) Voy. *infra*.

(35) Qui sortent cependant de l'objet de la présente étude.

SECTION 2. — EFFECTIVITÉ DES RÈGLES

Le droit ne peut nous informer sur les comportements futurs d'autrui que s'il fait en sorte que ses règles soient effectivement appliquées et respectées. Cette effectivité, jointe à la connaissance du droit — qu'elle présuppose, d'ailleurs —, permettra de prédire les actes de ceux qui nous entourent.

En introduisant un système de sanctions plus efficace, la nouvelle loi entend promouvoir une meilleure application de ses dispositions. La répression du délit d'initié et des autres abus de marché était largement restée lettre morte car il était difficile, coûteux et, en définitive, inopérant, d'appliquer la loi. En instaurant un système d'amendes administratives, dissuasives, imposées rapidement par une autorité bien informée sur les marchés financiers et leurs participants, le législateur entend améliorer l'effectivité des règles qu'il édicte (35).

L'approche Lamfalussy joue un rôle important pour l'effectivité du système juridique. Si les règles rigides ne conviennent guère au domaine des marchés financiers, c'est, d'une part, parce qu'ils évoluent si rapidement que les règles anciennes deviennent sans objet et que les activités nouvelles ne sont pas réglementées ; et, d'autre part, en raison d'une sorte de désuétude qui frappe certaines règles qu'il ne semble plus légitime d'appliquer. Ceci se marque d'autant plus que les règles techniques sont détaillées. Les principes ont une plus grande tendance à la stabilité.

En renforçant la flexibilité du droit pour en accroître l'effectivité, le législateur entend aussi optimiser l'information que le droit fournit, par le simple fait d'exister, aux différents acteurs économiques.

CHAPITRE III. — L'information par le contenu des normes

Nous avons montré plus haut comment le droit, par sa seule *existence*, procurait de l'information utile sur les comportements des individus en permettant, autant que faire se peut, de les anticiper. Mais c'est également le *contenu* du droit qui nous apporte

(36) Article 36, § 2, de la loi du 2 août 2002.

de l'information. Classiquement, ceci prend la forme d'obligations imposées à certains agents de diffuser de l'information à destination de personnes plus ignorantes.

Généralement, ces obligations d'information pèsent soit sur ceux qui la possèdent, soit sur ceux qui peuvent la produire ou la diffuser le plus facilement, soit encore sur ceux qui peuvent le mieux garantir sa qualité ou son exactitude.

Ce troisième chapitre est consacré aux obligations d'information (Section 1^{re}), à la centralisation de l'information (Section 2), et à l'égalité de l'information (Section 3).

Ce n'est cependant pas parce que le droit impose la diffusion de cette information qu'elle n'a aucun coût : outre les frais de récolte et de traitement de l'information, dévoiler ses secrets emporte forcément des conséquences économiques pour l'entreprise (36).

SECTION 1^{RE}. — OBLIGATIONS D'INFORMATION

Le droit financier est familier des *obligations d'information*. Depuis de nombreuses années déjà, il impose aux sociétés d'informer les investisseurs de leurs résultats et d'autres faits pertinents, au moyen notamment de la publication des comptes annuels, et de communiqués d'information périodiques ou occasionnels.

De nombreuses obligations reposant sur les intermédiaires financiers s'expliquent en réalité par un souci de diffusion de l'information, auprès de personnes pour qui elle serait très difficile à obtenir (les clients), par le biais d'autres personnes qui, en raison de leurs compétences et de leurs activités, peuvent l'acquérir beaucoup plus facilement (les intermédiaires).

L'article 26, 3°, de la loi du 2 août 2002, qui impose aux intermédiaires de « *fournir à leurs clients les informations nécessaires, de manière claire et accessible, compte tenu de leurs connaissances, expérience et objectifs* » en est un bon exemple (37). Il est d'ailleurs intéressant de remarquer que lorsque le client est dans une posi-

(37) A ce sujet, voy. E.W. KITCH, « Regulation of the Securities Market », *Encyclopedia of Law and Economics*, n° 5660, p. 824 (<http://allserv.rug.ac.be/zgdegeest/>, visité le 16 janvier 2003).

(38) Voy. également, au même article 26, les 5°, 13° et 14°.

tion qui lui permet d'obtenir l'information (presque) aussi facilement que l'intermédiaire — c'est le cas de l'investisseur professionnel —, des règles dérogatoires peuvent être appliquées (38).

La loi veille également à la *qualité de l'information* disponible : ainsi, elle interdit de diffuser des informations ou des rumeurs, ou de passer des ordres susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses au sujet d'instruments financiers (39). Quoique l'obligation soit ici négative, il s'agit toujours du même souci d'assurer la meilleure information possible des acteurs, et au moindre coût.

Le *ruling* (40) peut s'analyser comme une possibilité de donner à un intéressé une information quant au comportement futur de la Commission bancaire et financière. En connaissant l'attitude de la Commission bancaire et financière, il pourra lui-même agir favorablement, sans courir le risque de devoir postérieurement s'en défendre longuement et coûteusement.

Ce n'est pas un hasard si cette nouvelle possibilité a été louée au nom de la sécurité juridique (41), ni, sans doute, si l'auteur du projet a prévu une publicité des décisions de *ruling* de la Commission bancaire et financière (42), permettant au public dans son ensemble d'anticiper les décisions de cette institution, et d'adapter sa conduite en conséquence.

La loi oblige également la Commission bancaire et financière à rendre publique sa politique de dérogation aux obligations s'imposant aux intermédiaires financiers (43). Cette règle se justifie à nouveau par la sécurité qu'elle apporte en permettant aux agents d'agir en fonction du comportement futur de la Commission bancaire et financière à leur égard.

Ces quelques considérations au sujet du *ruling* montrent le lien qui existe entre les obligations d'information reposant sur certains acteurs juridiques, en particulier les organes d'application, et les vertus informatives du droit, liées notamment à sa prévisi-

(39) Article 28, § 1^{er}, 1^o, de la loi du 2 août 2002.

(40) Art. 25, § 1^{er}, 2^o et 4^o, de la loi du 2 août 2002.

(41) Art. 63 de la loi du 2 août 2002.

(42) Ph. LAMBRECHT et J.-Fr. TOSSENS, *op. cit.*, *Revue*, n^o 6869, p. 184, n^o 148.

(43) Projet de loi ..., *précité*, p. 92.

(44) Article 30, 1^o, de la loi du 2 août 2002.

bilité (44). Le droit est d'autant mieux connu que ceux qui sont chargés de le dire et de la faire vivre (les juridictions) sont largement entendus, à défaut d'être toujours écoutés.

SECTION 2. — CENTRALISATION DE L'INFORMATION

Un contrôle efficace requiert que le contrôleur ait préalablement une bonne information au sujet des agissements des agents contrôlés. Sous cet angle, de larges pouvoirs d'investigation sont reconnus à la Commission bancaire et financière, qui doivent lui permettre de récolter l'information nécessaire. En vertu de l'article 34 de la loi du 2 août, la Commission bancaire et financière peut ainsi se faire communiquer toute information ou tout document. Ceci constitue en réalité un autre type d'obligation d'informer à charge des intermédiaires.

Mais, en centralisant toutes les compétences de contrôle auprès de la Commission bancaire et financière, la nouvelle loi permet également d'éviter les doubles-emplois et des recherches inutiles et, partant, une acquisition plus aisée de l'information.

Les dialogues entre les différents organismes de contrôle, institutionnalisés par l'article 117 de la loi, procèdent du même objectif économique d'acquisition efficace de l'information.

SECTION 3. — EGALITÉ DE L'INFORMATION

Le délit d'initié est au cœur de la réglementation financière et concerne, au premier chef, un problème d'information (45).

Le délit d'initié, de même que les autres abus de marché, relève à la fois de questions d'égalité interpersonnelle et d'efficacité macroéconomique. D'une part, il faut éviter qu'un individu ne puisse profiter d'informations obtenues à un titre privilégié. Il serait en effet injuste qu'il s'approprie ainsi une part de la plus-value revenant à d'autres investisseurs plus ignorants que lui, parce qu'ils n'ont pas bénéficié du même privilège. D'autre part,

(45) Voy. *supra*.

(46) Pour une analyse économique de l'*insider trading*, voy. S.M. BAINBRIDGE, « Insider Trading », *Encyclopedia of Law and Economics*, n° 5650, pp. 772 et s. (http://allserv.rug.ac.be/Z_gdegeest/, visité le 16 janvier 2003) et spécialement la section consacrée à l'analyse des droits de propriété de l'information (pp. 791 et s.).

la possibilité d'un tel profit implique l'inefficience du marché, car elle présuppose que les prix ne reflètent pas la valeur réelle du titre (46), c'est-à-dire, au sens le plus fort, la valeur que lui donneraient tous les investisseurs rationnels s'ils intégraient toutes les informations à son sujet, mêmes celles connues des seuls initiés.

On remédie au premier problème en interdisant toute action de l'initié; et au second, en diffusant l'information le plus rapidement et le plus complètement possible. Le droit financier, en prohibant le délit d'initié tout en imposant la diffusion d'informations susceptibles d'avoir un effet sur le cours de bourse, retient les deux objectifs (47).

En l'absence d'une interdiction efficace de l'abus de marché, le risque de privation d'une plus-value engendrera une décote pour tout investisseur rationnel qui, forcément, n'est pas assuré de posséder toute l'information que d'autres possèdent. Par l'action d'un initié, il risque donc de se voir privé d'une partie de son bénéfice.

Conclusion

Cette brève étude pourrait laisser l'impression que le droit ne sert qu'à informer des agents dans une pure perspective d'efficacité économique. Il n'en est rien. Même en droit financier, le système juridique vise souvent des objectifs, par exemple consuméristes, qui ne se réduisent ni à l'information ni à l'efficience.

La perspective esquissée plus haut nous semble néanmoins intéressante, en ce qu'elle apporte une justification à l'existence d'un système juridique et au contenu de certaines de ses normes. Il semble également qu'elle soit assez spontanément appliquée par les acteurs juridiques, sans toujours être exposée en tant que telle. La fameuse *sécurité juridique*, par exemple, semble parfois invoquée par habitude ou pour sa valeur incontestée. La raison

(47) Sur la théorie du marché informationnellement efficient, et sur les trois formes faible, semi-forte et forte d'efficience, voy. B. JACQUILLAT et B. SOLNIK, *Marchés financiers — Gestion de portefeuille et des risques*, Paris, Dunod, 1989, pp. 45 et s.

(48) Art. 10, § 1^{er}, et 25 de la loi du 2 août 2002; art. 5 de l'arrêté royal du 3 juillet 1996, *précité*.

de sa valeur, par contre, est rarement décrite. La réforme du droit financier montre au moins qu'elle est comprise.

Henri CULOT

ASSISTANT À L'UNIVERSITÉ
CATHOLIQUE DE LOUVAIN,
AVOCAT