

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

Résumé de thèse : L'inefficience de l'information financière et l'hypothèse de la régulation

Cette thèse a pour objectif de démontrer que la valeur des titres cotés en ne reflétant pas la réalité économique génère une information inefficace. La régulation de l'information financière s'impose alors comme la solution adéquate pour garantir la transparence des marchés financiers.

L'information, enjeu essentiel des sociétés démocratiques, se caractérise par sa vitesse de diffusion, son immatérialité, sa capacité à renseigner, son utilité pour décider.

Source de savoir et de pouvoir, l'information financière, par ses qualités de pertinence et de sincérité, constitue l'élément déterminant de la transparence des marchés.

La confiance des agents économiques repose alors sur l'information dont ils disposent pour prendre des décisions rationnelles. Cependant, l'information financière et comptable, censée refléter avec exactitude la sphère réelle, est capturée par la sphère financière pour rassurer et séduire les intervenants sur les marchés. En conséquence, le prix des titres cotés, en ne reflétant plus la réalité économique, devient une source d'inefficience informationnelle.

Face à ce constat, les pouvoirs publics doivent s'appuyer sur des instruments de régulation juridique pour redonner un sens à l'information financière véhiculée.

Si l'état du droit positif permet de sanctionner *ex post* les délits et manquements d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, il semble par contre impuissant face aux dérives des comportements mimétiques et aux diffusions de rumeurs. Il s'ensuit alors la nécessité de développer une régulation prudentielle pour anticiper et éviter le développement et la diffusion d'une information non conforme à la réalité économique.

La crise des *subprimes*, attestant de l'impuissance des marchés financiers à offrir une information efficace sur la nature des risques encourus illustre la nécessité de trouver des solutions réglementaires pour contrôler strictement le recours à la titrisation et l'action des agences de notation.

La régulation de l'information financière doit se poursuivre en renforçant les obligations du gouvernement d'entreprise à produire une information pertinente et sans biais.

Enfin, les informations environnementales et sociales doivent être placées au centre des préoccupations financières et comptables. De ce constat, découle la nécessité de remettre en cause les mécanismes de construction et de diffusion de l'information financière au seul profit des actionnaires et des fonds de pension.

L'information financière, enjeu moderne de ce XXI^e siècle doit alors devenir un bien public pour les économistes ou une chose commune pour les juristes au service de l'intérêt général. Du respect de cet impératif se construisent les principes généraux d'une égalité de traitement entre investisseurs et d'équité d'accès à l'information financière.

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

Abstract: The inefficiency of financial information and the hypothesis of regulation

This thesis aims to show that when share price values are divorced from economic reality this inevitably leads to inefficient information. Financial information regulation must therefore be a *sine qua non* for ensuring the transparency of financial markets and this can only be achieved if the powers that be use regulatory legal instruments to restore meaning to distributed financial information.

If the state of positive law allows *ex post* sanctioning of insider dealing, share price manipulations and false information distribution, it is seemingly powerless to counter copycat behaviour and rumour-spreading. This then clearly indicates a need to develop prudential regulation to anticipate and prevent the development and dissemination of information which does not reflect economic reality.

The subprime crisis, reflecting the powerlessness of financial markets to provide effective information about the risks incurred, illustrates the need to find regulatory solutions for the strict control of securitization and rating agency action.

Financial information, a modern 21st-century challenge, must therefore become a public good for economists and a *res communis* for lawyers so as to serve the general interest. Respecting this requirement is the basis for building general principles of equality of treatment among investors and fairness of access to financial information.

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

Idées generales :

La thèse en sciences de gestion publiée sous le titre « théorie du langage comptable » m'a conduit à mettre en évidence que l'information comptable et financière devenait un instrument de pouvoir où les mots et groupes nominaux se substituaient aux chiffres pour séduire et vaincre les résistances des récepteurs.

De ce constat jaillit la nécessité de trouver des solutions pour anticiper et prévenir les nouvelles crises de l'information comptable et financière.

La thèse présentée aujourd'hui, préparée depuis septembre 2005 (tout en continuant l'exercice à plein temps d'activités professionnelles), tente d'apporter des solutions critiques pour réguler l'information financière.

Idee générale : le questionnement est économique et managérial

La réponse est juridique

La doctrine juridique est exploitée dans le cadre de la mise en œuvre de solutions « réglementaires »

En conséquence, la présentation des travaux de thèse fera l'objet :

I- Constat sur la place de l'information financière

II- Hypothèses développées dans la thèse

III- Solutions « réglementaires » visant à démontrer la validité des hypothèses

↗ Données qualitatives dépendent de la norme pour être accessibles et comprises par l'ensemble des acteurs, émetteurs et récepteurs

I- Constat : Information financière

↘ Données quantitatives, construite à partir des communautés en charge du chiffre

L'information financière et comptable est un réceptacle de mots et de chiffres c'est-à-dire association du droit et de l'algèbre du droit, c'est-à-dire la comptabilité.

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

Cependant, Les affaires et scandales financiers démontrent que cette information n'est pas neutre et qu'elle ne reflète pas la réalité. Ex : détournement du risque réel d'impayés des ménages latino américains, détournement de l'information sur leur capacité à rembourser, détournement de l'information des banques centrales sur la réduction des taux d'intérêt (d'où excuses de Greenspan).

L'analyse des affaires, scandales et crises de l'information financière renforce l'idée que l'information financière à un but : séduire les marchés et une mission : refléter les valeurs de marché.

En conséquence, l'information financière reflète l'état du marché et non l'économie réelle. Le marché véhicule une information qui reflète les valeurs de marché et non des valeurs économiques. Un processus d'autoconfirmation se développe en visant à renforcer le sentiment que le marché dit la vérité, que cette vérité repose sur l'information financière construite par les acteurs du marché. La déconnexion entre la sphère réelle et la sphère financière conduit à une circularité vicieuse.

Il s'ensuit le constat suivant : La déconnexion au niveau du prix des titres cotés est renforcée par le concept de juste valeur.

A la lumière de ce qu'écrivait Serge Tchakhotine, « le viol des foules par la propagande politique ». L'information financière est devenue un instrument de propagande qui se matérialise comme :

1. Instrument de pouvoir aux mains des initiés :
La crise des *subprimes* est une crise d'initiés, c'est-à-dire que ceux qui ont le pouvoir informationnel ont cherché un enrichissement absolu et sans cause.
2. Instrument de séduction mimétique
L'information repose sur des ressentiments et non des procédures raisonnées
Les agents économiques perçoivent l'information au travers de leurs communautés d'appartenance et de leurs signaux de langage
L'information est perçue en fonction de paramètres mimétiques. Le mimétisme est un facteur déstabilisateur, inducteur de rumeurs.

Ce constat nécessite de travailler sur le concept d'inefficace informationnelle.

L'axiome de transparence des marchés n'est pas validé par les théories modernes portant sur les marchés financiers.

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

II- Hypothèses développées dans la thèse :

1. Peut-on remettre en cause l'efficacité informationnelle des marchés financiers ?
 - a. Est-il possible de remettre en cause une théorie économique à partir de faits avérés concrets qui en attestent la faiblesse des prémisses ?
 - b. Quelle place accorder à la doctrine juridique pour contester la validité de cette théorie ?
2. Quelle est la place du droit pour réguler l'information financière ?
 - a. Quel est le rôle du droit dans une société démocratique ?
 - b. Quel est la fonction première du droit ?
 - c. Réguler, est-ce donner au droit toute sa modernité ?

Démonstration des hypothèses :

La démonstration des hypothèses repose sur la contestation de la validité du modèle d'efficacité informationnelle des marchés financiers (1) et sur la nécessité de mettre en œuvre des solutions « régulateurs » pour assurer la transparence du marché (2).

1. Il existe trois types d'efficacité informationnelle

- a. M. Aglietta explique que « **la forme faible** signifie que le prix courant absorbe toute l'information révélée par les prix passés. Il est donc impossible de réaliser des gains en prédisant les prix futurs à partir d'une analyse statistique de la série des prix passés »¹. Ainsi, l'efficacité est faible par conséquent si les rendements des actions ne sont pas prévisibles. Il importe de savoir si les rentabilités futures peuvent être prévues à partir des rentabilités passées et de variables telles que les taux d'intérêt, le ratio dividende/cours, le *price earning ratio*, défini comme le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice net par action².

Cette assertion explique la volonté d'évaluer à la juste valeur et d'abandonner l'évaluation au coût historique. L'abandon d'un principe de patrimonialité est une tautologie.

- b. La **forme semi-forte** signifie, selon M. Aglietta, que « **le prix courant contient toute l'information publique sur les fondamentaux qui déterminent le prix. Il est donc impossible de réaliser des gains en prédisant le prix futur à partir de l'information publique sur les fondamentaux** ».³

¹ Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, Collection Repères, La découverte, 2e édition, septembre 1998, p. 24

² D'après, Sandrine Lardic, Valérie Mignon, *L'efficacité informationnelle des marchés financiers*, Collection Repères La découverte, août 2006, p. 27

³ M. Aglietta, *op. cit.*, p. 24

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHES
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

P. Gillet précise que « la forme semi-forte de la théorie de l'efficienne postule que l'ensemble des informations disponibles concernant un actif financier est intégré dans le prix de ce titre à l'instant même où ces informations sont rendues publiques. Il n'existe donc aucun décalage temporel entre le moment où l'information est dévoilée et le moment où celle-ci est intégrée dans les cours. (...) Il est donc impossible pour un intervenant, de profiter de l'information puisque, tous les investisseurs ayant simultanément connaissance de celle-ci, aucun d'entre eux n'acceptera de réaliser une transaction à un prix différent de la valeur exacte de l'actif »⁴.

- c. M. Aglietta définit ainsi la **forme forte** : « le prix courant contient toute l'information économique pouvant être connue. Il est donc impossible de réaliser des gains en prédisant le prix futur sur la base de quelque information que ce soit »⁵. L'idée générale repose sur le fait que nul ne peut battre le marché avec certitude, nul ne peut le battre en moyenne sur une période suffisamment longue. La forme forte de la théorie de l'efficienne est construite sur l'idée qu'il n'est pas possible de tirer parti des informations non publiques, c'est-à-dire privilegiées, concernant un actif financier pour prévoir l'évolution future du prix de cet actif. Cela signifie que, disposer d'une information privilégiée ne modifiera nullement la position des autres intervenants, puisqu'une fois cette information dévoilée, le gain sera nul pour son détenteur.

Ces définitions conduisent à la question centrale : est ce que le prix des titres reflète la réalité économique ?

Sachant que l'information financière diffusée fait l'objet de manipulation et de rumeurs. Elle est appropriée par les initiés.

Remettre en cause l'efficienne informationnelle des marchés financiers consiste à affronter la doctrine économique et les pensées uniques.

Réponse : Si la crise des *subprimes* effrite ces pensées uniques, ce ne fut pas toujours le cas ! En décembre 2006, la Banque de France présentait les choses de la manière suivante : « les marchés financiers se calent aujourd'hui sur un « scénario parfait » d'atterrissage en douceur de l'économie américaine et mondiale, avec : une inflation stable et maîtrisée ; une croissance ralentie mais soutenue, proche du potentiel (...), puis une réduction (aux États- Unis) des taux d'intérêt à court terme ; l'ensemble permettant une croissance régulière des profits », tout en mettant en garde contre de possibles déviations (*Revue de la stabilité financière*, 2006, n° 9).

Dans ce contexte peu propice à développer des idées critiques, l'analyse de l'inefficienne de l'information financière démarre vers décembre 2005⁶.

⁴ Philippe Gillet, *L'efficienne des marchés financiers*, Economica, 2e édition, 2006, p. 71

⁵ Ibid p. 24

⁶ Nouriel Roubini (of New York University). *He had predicted in 2006 (when the initial problems in subprime market started) that this is going to be much bigger than expected.*

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

L'inefficience informationnelle des marchés financiers n'a jamais fait l'objet d'une approche juridique. Le droit a toujours validé les hypothèses économiques d'efficience.

La remise en cause de cette doctrine induit la nécessité de trouver des solutions pour remédier à ces dysfonctionnements. La thèse défendue sous-tend l'idée que l'économie (la science économique) n'est pas la plus adaptée pour y répondre. Les solutions dans une société par nature instable se doivent d'être juridiques.

La crise des *subprimes*, crise de l'information sur les risques financiers, après les scandales financiers, crise de l'intégrité de l'information comptable, démontrent la nécessité de trouver des solutions juridiques pour renouer avec une économie de la confiance et faire de l'information financière un bien public.

2. Solutions « régulateurs » pour améliorer la transparence de l'information financière

La mise en œuvre d'un modèle de régulation juridique de l'information financière se construit autour de la nécessité de relever les facteurs d'utilité du droit (2.1) et de la pluralité des moyens dont disposent les pouvoirs publics (2.2)

2.1) Utilité du droit comme facteur de régulation

1. Seul le droit est capable de protéger l'information financière
2. La protection de l'information financière permet :

- a. L'égalité de traitement entre investisseurs

« Cette égalité comporte un aspect juridique (les prescriptions et les peines seront les mêmes pour tous), une composante politique (possibilité pour tous d'assumer des responsabilités politiques) et une dimension sociale : il n'y aura plus de privilèges ni de distinction héréditaires ou préservées »⁷.

Constat : L'accroissement des inégalités de revenus des emprunteurs associé à la faiblesse de leur pouvoir d'achat est une des caractéristiques essentielles de la crise des subprimes.

Raghuram Rajan (of University of Chicago) who via his excellent paper showed how various developments in financial market are posing a risk to the economy. The paper was presented at the Kansas City Fed Symposium in 2005 and the theme for the symposium was "The Greenspan era: Lessons for the Future".

⁷ L. Hansen-Löve, Egalité, in *Notions*, Encyclopedia Universalis, octobre 2005, p. 379

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

b. L'équité d'accès à l'information

Le principe d'équité s'inscrit dans la logique d'une justice distributive où « le respect des individus prime donc sur la somme du bien-être. Cette philosophie s'oppose radicalement à la tradition qui a dominé l'approche de l'équité chez les économistes, notamment l'utilitarisme »⁸. G. Demuijnck résume la théorie de la justice de J. Rawls comme la volonté d'être impartial, même au détriment de ses intérêts propres.⁹ Au contraire, l'approche utilitariste aborde la comparaison des situations, du point de vue de l'équité, sous l'angle du bien-être des individus.

3. Le droit à la capacité de traiter les déviations de l'information financière :
 - Le droit excelle dans la mise en œuvre de sanctions *ex post* de l'information faussée et manipulée.
4. Les pierres d'achoppement existent pour éviter un détournement *ex ante* de l'information : C'est la raison pour laquelle les solutions « réglementaires » permettent d'anticiper les atteintes portées à l'intégrité de l'information financière.

Il existe différents modèles de régulation juridique pour protéger l'intégrité de l'information financière.

2.2) Les différents niveaux de régulation de l'information financière

2.2.1) Régulation de type procédurale

- Définition de la transparence au travers de l'information réglementée ;
- Définition des abus de marchés ;

2.2.2) Régulation a posteriori

- Régime de sanctions contre les fausses informations, informations manipulées, les délits d'initié et manquement d'initié ;

2.2.3) Régulation a priori

- Cadre normatif visant à privilégier les acteurs de la régulation :
 - AMF ;
 - Lanceurs d'alerte :
 - CAC ;
 - Salariés ;

2.2.4) Régulation conceptuelle

- Autour d'idées générales :
 - Transparence ;
 - Équité ;
 - Égalité ;
 - Développement durable ;

⁸ G. Demuijnck, Les conceptions de l'équité dans la théorie économique, in Jean-Marie Monnier et alii, *Dynamiques économiques de l'équité*, Economica, septembre 1999, p. 36

⁹ Ibid, p. 34

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

2. 2.5) Régulation institutionnelle

- Autour d'acteurs : Gouvernement d'entreprise

En conséquence : 2 niveaux de régulation de l'information financière :

1. Régulation statique par la mise en œuvre de sanctions ;
2. Régulation dynamique construite sur :
 - Le développement d'une culture de la vigilance ;
 - Des contraintes légales synonymes d'effectivité et de puissances des pouvoirs publics ;
 - Un Etat providence répondant à des besoins de transparence, d'égalité et d'équité.

La finalité de la régulation :

- Adaptabilité aux évènements ;
 - Anticipation ;
 - Développement de solutions créatives face aux risques de désinformation ;
 - Détection des risques en amont : Pb du détournement de l'information ;
 - Le développement d'une culture du contrôle :
 1. Contrôle des acteurs / prescripteurs → alerte des régulateurs boursiers ;
 2. Contrôle de la perception de l'information :
 - a. Agences de notation
 - b. CAC
- } Indépendance des acteurs de contrôle
3. Contrôle des mécanismes inducteurs de risque → titrisation.

En conclusion : La crise des *subprimes* conduit à repositionner la place de l'information financière comme un élément central du contrôle démocratique que les pouvoirs publics et les citoyens peuvent exercer sur les marchés financiers.

Frédéric COMPIN
Docteur en droit- EHESS
Docteur en sciences de gestion -CNAM
Résumé de thèse en droit, principales idées et sommaire.

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

Sommaire de la thèse

L'inefficience de l'information financière et l'hypothèse de la régulation

Introduction générale

Première partie : Efficience et inefficience informationnelle des marchés financiers ?

Chapitre 1 : Efficience et transparence de l'information financière

Chapitre 2 : Les causes d'inefficience ignorées totalement ou partiellement par le droit

Chapitre 3 : Les causes d'inefficience reconnues par le droit

Deuxième partie : La construction de la régulation de l'information financière comme réponse au devoir de transparence des marchés financiers

Chapitre 1 : La régulation de l'information financière : une condition essentielle de la recherche de transparence

Chapitre 2 : L'organisation de la transparence de l'information financière par le gouvernement d'entreprise : un procédé de régulation interne

Chapitre 3 : Informations environnementales et informations financières : mythes et réalités d'une complémentarité affichée

Conclusion

Sources bibliographiques