

Michał Mariański

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

ORCID: 0000-0001-6212-914X

michal.marianski@uwm.edu.pl

Le phénomène de régulation indirecte comme l'un des éléments clés influençant la formation de la spécificité du marché financier moderne

Introduction

Au début de cet article, il est raisonnable de préciser que le terme marché financier s'entend par l'auteur comme l'ensemble des relations juridiques nées à l'occasion d'opérations financières, bancaires, en capital ou monétaires. La spécificité des opérations susmentionnées a conduit à la création d'une réglementation qui constitue une nouvelle spécialité de recherche – le droit des marchés financiers. Ce terme a été pleinement adopté par la doctrine polonaise après l'adhésion de la Pologne à l'Union européenne¹, néanmoins, il est apparu dans d'autres ordres juridiques dans les années quatre vingt du vingtième siècle². L'objet de la réglementation du droit de marché financier était le marché, compris sensu largo, comme un environnement dans lequel s'effectue l'échange de capitaux et de crédit, permettant un flux intersectoriel de fonds permettant aux entités présentant un déficit temporaire d'obtenir des fonds nécessaires, et des entités disposant de fonds libres pour les gérer, en utilisant divers types d'instruments à cette fin.

Il convient également de noter que le concept de régulation utilisé dans le titre de cette étude est entendu beaucoup plus largement dans le marché financier que dans le droit économique dont il est issu. Ainsi, le concept de régulation du marché financier couvrira beaucoup plus de processus et d'activités que le concept de réglementation classique de la liberté d'entreprendre. La théorie française de la régulation, qui utilise très souvent indifféremment les

¹ E. Fojcik-Mastalska, *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Warszawa 2016, s. 19 i nast.

² H. Causse, *Droit bancaire et financier*, Paryż 2015, s. 23.

termes régulation et réglementation, fait essentiellement référence à une action normative prise pour contrôler un processus ou une pratique commerciale donnée³.

Au niveau de la réflexion sur l'environnement juridique spécifique comme le marché financier, il convient de noter que le résultat de la régulation devrait être la formation d'un environnement fonctionnel et ouvert à la concurrence. Du fait qu'il s'agit d'un environnement où coexistent des normes de droit public et de droit privé, il est légitime de s'interroger sur l'éventuelle extension du champ d'application de ce concept, notamment au regard des constructions de droit privé. La régulation du marché financier, en raison de sa nature transfrontalière, peut également revêtir un caractère indirect, soit en raison de la nécessité d'adapter le marché donné aux normes de *soft law* développées dans la pratique, soit en raison de la possibilité de choisir la loi applicable à une opération financière donnée⁴.

Dans le cadre de cet article, dans lequel l'approche fonctionnelle de la méthode comparative, ainsi que la méthode historique-descriptive et dogmatique sont utilisés, l'auteur va tenter de montrer que la spécificité du droit des marchés financiers ne se manifeste pas seulement dans le fait qu'il est un lieu où sont présents à la fois les normes de droit privé et de droit public⁵, les normes juridiques et les lois de l'économie. Cette spécificité se manifeste dans le fait que la nature transfrontalière de nombreuses transactions sur le marché est une impulsion pour la survenance de ce que l'on appelle la régulation indirecte liée à la concurrence des systèmes juridiques.

Régulation indirecte et concurrence des systèmes juridiques

Les libertés européennes qui sont les caractéristiques les plus importantes du marché financier transfrontalier – comme la liberté de circulation des personnes, liberté des capitaux ou des paiements, combinées avec à la possibilité de choisir la loi applicable aux transactions financières par les parties – sont un facteur favorisant l'émergence d'une régulation indirecte – à la suite du phénomène de la concurrence des systèmes juridiques⁶. Ce processus est particulièrement mis en avant sur le marché financier par la doctrine française

³ M.-A. Frison-Roche, *Définition du droit de la régulation économique*, „Recueil Dalloz” 2004, nr 2, s. 126 i nast.

⁴ M. Mariański, *Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym. Analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego*, Olsztyn 2020, s. 15–16.

⁵ M. Lemonnier, *Prawo publiczne a prawo prywatne. Uwagi prawno-porównawcze na podstawie prawa francuskiego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, nr 100, s. 75.

⁶ M. Mariański, op. cit., s. 24 i nast.

et renvoie au postulat de base qui repose sur l'idée la protection des entités qui utilisent les services financiers, et sur l'idée que les marchés financiers sont, en règle générale, efficaces et concurrentiels, et leurs acteurs majoritairement se comporter de manière consciente, rationnelle et économiquement justifiée⁷. Ainsi, la régulation classique des marchés financiers peut être considérée comme un dernier recours, car ses fonctions sont relayées par une régulation indirecte, en vertu de laquelle des systèmes juridiques nationaux ou des institutions financières mondiales, dans le cadre d'une concurrence mutuelle, devraient solliciter les clients en leur offrant les meilleurs termes des contrats et adapter leur offre aux tendances actuelles du marché. Le processus ci-dessus a été considérablement renforcé par l'adoption au sein de l'UE du règlement (CE) n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (Rome I)⁸. Conformément au point 11 du préambule dudit règlement, c'est la liberté de choix de la loi applicable par les parties à une relation donnée qui doit être le fondement des relations transfrontalières au sein de l'Union européenne. A ce stade, il convient de noter que l'impact de ce règlement sur la régulation indirecte du marché financier semble donc crucial.

La régulation indirecte résultant des libertés européennes au sein du marché intérieur et du principe de libre choix de la loi applicable par les parties sont également désignés dans la doctrine française comme la révolution 3D (fr. Désintermédiation, Décloisonnement, Déréglementation)⁹. Cette révolution du marché financier repose sur trois piliers fondamentaux, qui sont la disparition de l'intermédiation, ouverture du système judiciaire, et la marginalisation de la réglementation classique. De ce fait, en droit français, on accorde de moins en moins d'importance au mode de détermination de l'entité créant un produit spécifique sur le marché financier, ce qui contribue à la réflexion sur la disparition ou marginalisation de l'institution de l'émetteur sur le marché financier¹⁰. Le rôle clé est joué par les entités opérant sur le marché financier (personnes physiques ou personnes morales), qui choisissent le système ou la solution juridique qui leur convient le mieux. Alors que dans le passé ce processus était considérablement rétréci territorialement, aujourd'hui grâce à des phénomènes tels que la mondialisation, la création des interconnexions commerciales, la disparition des frontières ou la marginalisation de l'importance du temps, du lieu et de l'espace sur le marché financier, on observe que

⁷ M. Salah, *La mise en concurrence des systèmes juridiques nationaux*, „Revue internationale de droit économique” 2001, nr 3, s. 251 i nast.

⁸ M. Wojewoda, *Zakres prawa właściwego dla zobowiązań umownych*, Warszawa 2007, s. 3.

⁹ M.-A. Frison-Roche, *Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places financières*, „Banque et Droit” 1995, nr 41, s. 48.

¹⁰ M. Mariański, *Pozycja emitenta na rynku finansowym – ewolucja oraz kierunki przemian*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8, s. 37 i nast.

telles limitations n'existent plus¹¹. Ainsi, à l'ère de la dématérialisation et de la numérisation des échanges d'instruments financiers, de la création de nouvelles formes de ces actifs et de l'absence de la règle de *numérus clauzus* à cet égard, le principe de libre choix de la loi exprimé à l'art. 3 du Règlement Rome I, semble compatible avec la nature et la spécificité du marché des instruments financiers. De plus, utilisation de plus en plus efficace des nouvelles technologies, utilisation de plus en plus fréquente de logiciels en lieu et place de la loi¹² ainsi que la personnalisation croissante des services, fait que la technologie pourrait dans l'avenir devenir une sorte de substitut à la réglementation traditionnelle.

La spécificité du marché financier

Le droit des marchés financiers est un environnement juridique assez particulier, puisqu'il couvre à la fois les institutions de droit privé et de droit public. L'une des manifestations de ce qui précède est l'émergence de formes de régulation indirecte, comme la nécessité de suivre les phénomènes financiers et économiques. La conséquence de l'émergence de cette forme de réglementation est que les changements très importants intervenus dans le droit de l'Union européenne, visant à l'unification des dispositions juridiques, se font en quelque sorte par le marché.

Le développement du marché financier et sa mondialisation au sens économique ont entraîné la nécessité de créer un environnement juridique approprié encadrant le fonctionnement des acteurs sur ce marché. Ainsi, les dépendances économiques ont été graduellement complétées d'abord par le droit souple et la pratique, et seulement ensuite par divers types de réglementations juridiques essayant de suivre l'évolution dynamique de la réalité. La complexité du marché financier et sa nature transfrontalière et transnationale exigent une intervention juridique à la fois privée et publique, tant au niveau national qu'international.

La spécificité du marché financier et la nécessité de recourir à la régulation indirecte résultent également de la nécessité d'utiliser les acquis et la science du droit civil, du droit financier, du droit administratif, du droit commercial ou encore du droit pénal. En raison de ce qui précède, une nouvelle branche potentielle du droit, qui est aujourd'hui plutôt une spécialisation de recherche – le droit des marchés financiers – était dès le début marquée par une nature interdisciplinaire et très complexe. La séparation d'une branche

¹¹ Ph. Kahn, E. Loquin, *La mondialisation du droit*, Paryż 2000, s. 11 i nast.

¹² W. Szpringer, *Fintech – konkurencja a regulacja na rynku usług finansowych*, [w:] W. Rogowski (red.), *Regulacje finansowe. Fin Tech – nowe instrumenty finansowe – resolution*, Warszawa 2017, s. 4.

du droit est déterminée non seulement par son objet spécifique ou son mode de réglementation, mais aussi par référence à un champ distinct de relations sociales. En ce sens, le marché financier n'est qu'une plate-forme qui rassemble un certain nombre de constructions juridiques et de relations sociales déjà connues, utilisées soit pour spéculer avec certaines formes d'actifs, soit pour se prémunir contre les fluctuations excessives de certains indicateurs économiques.

En référence à la spécificité du marché financier et au concept de régulation indirecte, il existe également dans la doctrine française un terme appelé renversement des systèmes juridiques, faisant référence au phénomène d'inversion de la hiérarchie traditionnelle des sources du droit. La science française voit non seulement les côtés positifs mais aussi les côtés négatifs de la régulation indirecte et de la concurrence des systèmes juridiques qui en découle. A savoir, la possibilité pour les acteurs du marché de choisir la loi régissant les enjeux d'une transaction donnée, ou d'invoquer des règles non contraignantes supranationales en la matière, se traduit très souvent par la diffusion effrénée de constructions juridiques souvent très risquées ou dangereuses pour la stabilité de l'ensemble du marché. Ainsi, la concurrence des systèmes juridiques accentue et accélère en outre la soi-disant effet de contagion (*contagiom effect*) ou effet d'entraînement (*spill-over-effect*), qui fait que les menaces et les crises se propagent à d'autres zones, pays ou régions du monde beaucoup plus rapidement qu'auparavant¹³. Ce qui précède peut être l'un des arguments en faveur d'une application prudente de la réglementation indirecte, en raison de la nécessité d'assurer un niveau approprié de sécurité financière et juridique aux acteurs du marché¹⁴.

Cependant, compte tenu de l'impossibilité d'éliminer la réglementation indirecte, en raison de la possibilité d'appliquer le principe du conflit de lois aux transactions liées à plus d'un pays, il existe également des postulats pour une protection approfondie des consommateurs sur le marché des services financiers par rapport aux consommateurs au sens traditionnel. À savoir, cette protection sur le marché financier implique non seulement d'assurer un niveau de protection uniforme dans tous les États membres de l'UE, mais également certaines restrictions à la concurrence des systèmes juridiques dans ce domaine. Les solutions très attractives pour les clients des services financiers à un moment donné et proposées par le marché ne doivent pas toujours être bonnes pour l'ensemble du système financier à long terme. Des exemples de prêts subprime, ou de prêts indexés ou libellés dans une devise étrangère qui ne font qu'aggraver l'ampleur de la crise, peuvent être un très bon exemple ici. La

¹³ A. Jurkowska-Zeidler, *Nowa globalna architektura finansowa*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2011, nr 25, s. 535 i nast.

¹⁴ M. Krzykowski, M. Mariański, *Failure to ensure legal certainty as a basis for damage claims. A legal and comparative analysis*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2018, t. CIX, s. 73 i nast.

concurrence entre les systèmes juridiques est également favorisée par la manière dont les directives de l'UE sont réglementées, parce que les États membres peuvent introduire ou maintenir des mesures de protection plus strictes que celles prévues dans les directives, créant ainsi les règles allant plus loin que l'harmonisation minimale¹⁵. Ainsi, certains pays peuvent, afin d'accroître l'attractivité de leur système juridique, introduire des solutions juridiques incitant les consommateurs à choisir leur loi comme applicable à une relation juridique donnée. Ce qui précède peut conduire à l'introduction de produits ou de services innovants sur un marché intérieur donné, qui lui étaient jusqu'à présent inconnus ou qui n'y sont pas entièrement réglementés. À cet égard, la meilleure réponse semble être principalement la mise en œuvre du droit à l'information et à l'éducation, auquel tous les États membres sont tenus. Les hypothèses évoquées ci-dessus laissent donc une marge très large au comportement des entités sur le marché, s'inscrivant dans le cadre de la régulation indirecte et de la concurrence des systèmes juridiques. Ainsi, les pays dont les réglementations légales ne sont pas claires ou en manquent, sont perçus comme non adaptés aux exigences du fonctionnement du marché moderne, et par conséquent peu attractifs pour les clients du point de vue de la sécurité financière et juridique.

Il est intéressant de noter que la régulation indirecte combinée avec la concurrence des systèmes juridiques peut également conduire à l'émergence de nombreux paradoxes sur le marché. À savoir, une réglementation accrue des activités des entrepreneurs fournissant des services financiers peut être perçue par certaines entités comme un phénomène positif et conduire à les lier au domaine juridique où un tel phénomène se produit, tandis que pour d'autres entités, une telle réglementation peut être perçue d'une manière complètement différente et conduire à éviter ce système judiciaire. Un très bon exemple peut être l'issue de la qualification juridique et la légalisation du commerce des monnaies virtuelles, comme l'une des plus grandes innovations du marché financier ces dernières années. En l'occurrence, en France, dès le départ, le développement de tels instruments a été traité plus comme une opportunité de dynamiser le marché local que comme une menace pour sa sécurité¹⁶. La qualification juridique de monnaie virtuelle n'était pas une condition préalable à la reconnaissance de cette forme d'instrument comme l'un des éléments de la pratique des marchés financiers. Ainsi, dans le cadre d'une régulation indirecte, de nombreux clients du marché des services financiers, du fait de l'existence de plusieurs dizaines de crypto-monnaies basées sur le même protocole, regardaient très favorablement le système juridique qui ne limitait pas

¹⁵ R. Tokarczyk, *Harmonizacja polskiej kultury prawnej z kulturą prawną UE*, „Studia Europejskie” 2004, nr 3, s. 70 i nast.

¹⁶ M. Mariański, *Problematyka kwalifikacji prawnej wirtualnej waluty we Francji*, „Państwo i Prawo” 2015, nr 10, s. 92 i nast.

le commerce de tels instruments. Pour d'autres, les crypto-monnaies étaient une menace pour la stabilité du système, et pour certains, comme dans le cas de la loi polonaise, leur fonctionnement et leur commerce étaient considérés comme neutres mais dépourvus de qualification juridique¹⁷. Selon l'auteur, c'est la concurrence des systèmes juridiques (régulation indirecte) dans le cas des monnaies virtuelles qui a poussé le législateur européen à commencer les travaux sur la qualification juridique de cet instrument et à développer une conception cohérente des cryptomonnaies contenues dans le projet de règlement MICA¹⁸. Le projet de règlement sur les marchés de crypto-actifs et modifiant la directive (UE) 2019/1937 (MiCA) a été publié par la Commission européenne le 24 septembre 2020 dans le cadre du Digital Finance Package¹⁹ et il a adopté des solutions qui, du fait de leur concurrence sur le marché intérieur de l'UE, ont été considérées comme les meilleures tant du point de vue de la pratique que du régulateur du marché.

La crise financière comme base de réflexion sur la régulation des marchés

La crise financière, comme la crise de 2007 et les crises suivantes liées à la pandémie de COVID-19 et à la guerre en Ukraine, a été une sorte de choc réglementaire qui a obligé à réfléchir sur l'état et le mode de régulation des marchés financiers²⁰. Ces événements ont également fait que souvent les hypothèses économiques et financières antérieures ont commencé à être remises en question. Il s'est avéré que le marché financier n'est pas un environnement dominé par un mécanisme d'autorégulation, et par conséquent il ne revient pas à l'équilibre de lui-même, mais à travers une intervention internationale et coordonnée, très souvent associée à un vaste ensemble de mesures réglementaires. Avec la faillite de Lehmann Brothers, la croyance en la sécurité absolue des institutions financières supranationales et mondiales, et donc la sécurité de l'ensemble du marché financier, a été détruite²¹. Par conséquent, la question s'est posée de savoir si la concurrence des systèmes juridiques, qui

¹⁷ J. Przyłuska-Schmitt, *Bitcoin intrygująca innowacja*, „Bank i Kredyt” 2016, nr 47(2), s. 138; K. Zacharzewski, *Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 21, s. 1132 i nast.

¹⁸ Ang. Markets in Crypto-assets, (MiCA) COM/2020/593.

¹⁹ P. Kobielski, *Podstawy prawne bezpieczeństwa finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem przepisów dotyczących nowych technologii cyfrowych*, „Przegląd Prawa Podatkowego” 2022, nr 10, s. 57 i nast.

²⁰ P. Staszczuk, *Akty soft law jako reakcja instytucji unijnych na skutki pandemii COVID-19*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2020, nr 7, s. 41 i nast.

²¹ M. Konopczak, R. Sieradzki, M. Wiernicki, *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 6, s. 56 i nast.

est une manifestation de la réglementation indirecte, ne conduirait pas à l'avenir au développement de modèles commerciaux défectueux et instables. Les consommateurs et clients de services financiers, profitant de la liberté de choisir la loi applicable, se sont très souvent appuyés sur des déterminants comportementaux, prenant des décisions hâtives et impulsives affectant leur situation financière, contredisant ainsi le paradigme d'un client rationnel sur le marché. On pouvait également bien noter que les innovations sur le marché financier liées à la révolution 3D et au progrès technologique présentent un risque très élevé pour le marché mondial en raison de leur tendance à le déstabiliser.

La réflexion décrite ci-dessus après la crise financière de 2007 a conduit à une sorte de renaissance du concept de finance comportementale sur le marché financier. En combinant finance et psychologie, le comportement des entités sur le marché financier dans la période d'avant la crise a commencé à être analysé, en recherchant non seulement la cause de la crise, mais également des preuves de l'inefficacité et de l'insuffisance de la soi-disant ajustement indirect²². Il s'est toutefois confirmé que l'éventail des comportements humains est très large, dépendant principalement de la survenance du risque dans les investissements entrepris, ce qui revêt une importance particulière dans un environnement juridique assez spécifique tel que le marché financier²³. Surtout dans cet environnement, une personne physique n'est pas toujours capable de résoudre rationnellement les problèmes et de prendre les bonnes décisions, car, surtout, dans la perspective transfrontalière, elle rencontre des limites de temps et limites d'informations. Initialement, dans le cadre d'une finance comportementale au sens large, des outils de recherche caractéristiques de la psychologie ont été utilisés, mais très rapidement, notamment dans le cadre des marchés financiers, les utiles mathématiques ont commencé à être utilisées, comme mieux adaptées pour expliquer les comportements et les phénomènes du monde financier. Dans le cadre de ces études, l'accent a été mis soit sur l'explication des irrégularités du marché, soit sur la recherche de comportements non rationnels des acteurs du marché. Malgré l'utilisation de nouvelles technologies et algorithmes, et la construction de plateformes numériques, il s'est avéré que même sur le marché financier, les clients se comportent encore souvent de manière traditionnelle, c'est-à-dire qu'ils ont des émotions et ne sont pas des êtres entièrement programmables et prédictibles.

Du fait de ce qui précède, la doctrine française a abandonné l'analyse comportementale des entités des marchés financiers au profit d'une évolution

²² E. Mackaay, *Est-il possible d'évaluer l'efficacité d'un système juridique*, [w:] J-F. Gaudreault-Desbiens, E. Mackaay, B. Moore, S. Rousseau (red.), *Convergence, concurrence et harmonisation des systèmes juridiques*, Montreal 2009, s. 21 i nast.

²³ P. Zielonka, T. Tyszka, *Nowoczesne finanse: efektywność rynku czy finanse behawioralne?*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 11, s. 8 i nast.

plus poussée du concept de concurrence entre systèmes juridiques (régulation indirecte). Ainsi, à l'ère de l'importance croissante de l'innovation financière et technique et du développement de nouveaux marchés de monnaies virtuelles combinés à l'inadaptation et au décalage des réglementations légales en la matière, il a été reconnu que c'est le concept de concurrence des systèmes juridiques qui détermine toujours la spécificité du droit des marchés financiers. Ainsi, la régulation des marchés financiers peut être indirectement limitée par la nécessité pour le législateur de s'adapter aux nécessités de la pratique économique²⁴. C'est la concurrence des systèmes juridiques qui fait que les pays n'appliquant pas et ne mettant pas en œuvre les normes ou standards internationaux dans le domaine des marchés financiers peuvent être ignorés par les investisseurs. Certes, ce processus se référerait surtout aux normes juridiques souples, c'est-à-dire des *soft law*, qui ne sont pas formellement contraignantes, mais paradoxalement, ce sont elles qui ont le plus d'influence sur la formation de l'image et du cadre de fonctionnement du marché financier actuel. Ce qui précède peut s'expliquer par le fait que la non-adaptation de la législation d'un pays donné à ces normes, pratiques, recommandations ou codes, entraîne sa marginalisation dans le cadre de la concurrence des systèmes juridiques. Dans la pratique, ce sont les recommandations, pratiques ou normes décrites ci-dessus qui jouent très souvent un rôle plus important que les actes réglementaires. En conséquence, ce qui précède peut conduire à l'approfondissement du phénomène de régionalisation du droit au sein de l'Union européenne²⁵.

Conclusion

Le phénomène de régulation indirecte, résultant de la concurrence des systèmes juridiques sur le marché financier transfrontalier, est une autre expression de la spécificité du droit des marchés financiers. La régulation indirecte, malheureusement, permet souvent au législateur, tant national qu'europpéen, d'adopter une attitude réglementaire passive afin d'observer les concepts et solutions émergents, puis de sélectionner le modèle qui est accepté par la majorité du marché. La réglementation indirecte peut également être un processus visant à déréglementer et à accroître l'importance des normes coutumières et non contraignantes. Il peut également s'agir d'un processus

²⁴ O. Pfersmann, *Existe-t-il véritablement une concurrence des systèmes juridiques?*, [w:] J. Du Bois de Gaudusson, F. Ferrand (red.), *La concurrence des systèmes juridiques*, Marsylia 2008, s. 35 i nast.

²⁵ J.S. Bergé, *Lenchevêtement des normes internationales et européennes dans l'ordre juridique communautaire: contribution à l'étude du phénomène de régionalisation du droit*, „Les Petites Affiches” 2003, nr 117, s. 588 i nast.

montrant, en particulier sur le marché financier, que l'innovation technologique peut créer des niches de marché, voire des segments de marché extrêmement difficiles à surveiller ou à réguler de manière traditionnelle.

La concurrence des systèmes juridiques, résultant de la possibilité pour les parties de choisir la loi applicable à leur obligation contractuelle liée à plus d'un pays, qui se produit souvent sur le marché financier, peut contribuer à un certain nombre d'effets secondaires supplémentaires. L'un de ces effets peut être, par exemple, une baisse des tarifs des services, ou la promotion de solutions moins formalisées et ainsi affecter négativement la sécurité financière des consommateurs. D'autres effets de la réglementation indirecte peuvent être la marginalisation des marchés qui ne suivent pas les développements techniques et juridiques actuels dans leur infrastructure et leur cadre réglementaire, en particulier dans le secteur FinTech.

Ainsi, selon l'auteur, le phénomène de régulation indirecte devrait contribuer à mettre davantage l'accent des législateurs tant nationaux qu'européens sur les règles de conflit de lois et les règles qui en découlent pour déterminer la loi applicable aux relations juridiques liées à plus d'un État. La nature et la spécificité du droit des marchés financiers font que les aspects de conflit de lois ne peuvent être omis dans la réglementation qui s'y rapporte, car en l'absence de réglementation détaillée, les parties pourront choisir à une transaction donnée la loi applicable, ce qui peut à son tour affecter négativement le niveau de sécurité juridique et l'efficacité de la surveillance sur le marché financier transfrontalier.

References

- Bergé J.S., *L'enchevêtrement des normes internationales et européennes dans l'ordre juridique communautaire: contribution à l'étude du phénomène de régionalisation du droit*, „Les Petites Affiches” 2003, nr 117.
- Causse H., *Droit bancaire et financier*, Maré & Martin, Paryż 2015.
- Fojcik-Mastalska E., *Prawo rynku finansowego w systemie prawa*, [w:] A. Jurkowska-Zeidler, M. Olszak (red.), *Prawo rynku finansowego. Doktryna, instytucje, praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- Frison-Roche M.-A., *Définition du droit de la régulation économique*, „Recueil Dalloz” 2004, nr 2.
- Frison-Roche M.-A., *Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places financières*, „Banque et Droit” 1995, nr 41.
- Jurkowska-Zeidler A., *Nowa globalna architektura finansowa*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2011, nr 25.
- Kahn Ph., Loquin E., *La mondialisation du droit*, Litec, Paryż 2000.
- Kobielski P., *Podstawy prawne bezpieczeństwa finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem przepisów dotyczących nowych technologii cyfrowych*, „Przegląd Prawa Podatkowego” 2022, nr 10.

- Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 6.
- Krzykowski M., Mariański M., *Failure to ensure legal certainty as a basis for damage claims. A legal and comparative analysis*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2018, t. CIX.
- Lemonnier M., *Prawo publiczne a prawo prywatne. Uwagi prawnoporównawcze na podstawie prawa francuskiego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, nr 100.
- Mackaay E., *Est-il possible d'évaluer l'efficience d'un système juridique*, [w:] J-F. Gaudreault-Desbiens, E. Mackaay, B. Moore, S. Rousseau (red.), *Convergence, concurrence et harmonisation des systèmes juridiques*, Thémis, Montreal 2009.
- Mariański M., *Pozycja emitenta na rynku finansowym-ewolucja oraz kierunki przemian*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 8.
- Mariański M., *Problematyka kwalifikacji prawnej wirtualnej waluty we Francji*, „Państwo i Prawo” 2015, nr 10.
- Mariański M., *Problematyka regulacji rynku finansowego w ujęciu transgranicznym. Analiza na przykładzie prawa polskiego i prawa francuskiego*, Wyd. UWM, Olsztyn 2020.
- Pfersmann O., *Existe-t-il véritablement une concurrence des systèmes juridiques?*, [w:] J. Du Bois de Gaudusson, F. Ferrand (red.), *La concurrence des systèmes juridiques*, Presses Universitaires d'Aix-Marseille, Marsylia 2008.
- Przyłuska-Schmitt J., *Bitcoin intrygująca innowacja*, „Bank i Kredyt” 2016, nr 47(2).
- Salah M., *La mise en concurrence des systèmes juridiques nationaux*, „Revue internationale de droit économique” 2001, nr 3.
- Staszczuk P., *Akty soft law jako reakcja instytucji unijnych na skutki pandemii COVID-19*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2020, nr 7.
- Szpringer W., *Fintech – konkurencja a regulacja na rynku usług finansowych*, [w:] W. Rogowski (red.), *Regulacje finansowe. Fin Tech – nowe instrumenty finansowe – resolution*, C.H. Beck, Warszawa 2017.
- Tokarczyk R., *Harmonizacja polskiej kultury prawnej z kulturą prawną UE*, „Studia Europejskie” 2004, nr 3.
- Wojewoda M., *Zakres prawa właściwego dla zobowiązań umownych*, Wolters Kluwer, Warszawa 2007.
- Zacharzewski K., *Bitcoin jako przedmiot stosunków prawa prywatnego*, „Monitor Prawniczy” 2014, nr 21.
- Zielonka P., Tyszka T., *Nowoczesne finanse: efektywność rynku czy finanse behawioralne?*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 11.

Summary

The phenomenon of indirect regulation as one of the key elements influencing the shaping of the specificity of the modern financial market

Keywords: French law, financial market, indirect regulation, international private law.

This publication is a fragment of research on the contemporary cross-border financial market. The purpose of this publication is to show that the specificity of the financial market law manifests itself not only in the fact that it is a place where the norms of private law and public law coexist, where legal norms and laws of economics interpenetrate, but above all in the fact that the cross-border nature of many transactions on the market is an impulse for the emergence of the so-called indirect regulation related to the competition of legal systems. The competition of legal systems, resulting from the possibility for the parties to choose the law applicable to their contractual obligation related to more than one country, which often occurs on the financial market, may result in a number of consequences indicated in this work. The nature and specificity of the financial market law mean that conflict-of-law aspects cannot be omitted in the regulations relating to it, because in the absence of detailed regulations, the parties of a given transaction that has the form of a contractual obligation may be able to choose the applicable law each time, which in turn may affect negatively the legal security and the effectiveness of supervision over the cross-border financial market. Therefore, this publication in which the author uses the functional approach of the comparative legal method, the historical-descriptive and the dogmatic method, is an incentive to reflect on the state of conflict of law regulations in the field of financial markets and the effects caused by indirect regulation and competition of legal systems resulting from the application of the rules of private international law.

Streszczenie

Zjawisko regulacji pośredniej jako jeden z kluczowych elementów wpływających na kształtowanie się specyfiki współczesnego rynku finansowego

Słowa kluczowe: prawo francuskie, rynek finansowy, regulacja pośrednia, prawo prywatne międzynarodowe.

Niniejsza publikacja stanowi fragment badań nad współczesnym transgranicznym rynkiem finansowym. Jej celem jest ukazanie, że specyfika prawa rynku finansowego przejawia się nie tylko w tym, iż jest to miejsce przenikania się norm prawa prywatnego oraz prawa publicznego, norm prawnych oraz praw ekonomii, ale przede wszystkim w tym, że transgraniczny charakter wielu transakcji na rynku jest impulsem do występowania zjawiska tzw. regulacji pośredniej związanej z konkurencją systemów prawnych.

Konkurencja systemów prawnych, wynikająca z możliwości wyboru przez strony prawa właściwego dla łączącego je zobowiązania umownego, związanego z więcej niż jednym państwem, co często występuje na rynku finansowym, może przyczynić się do powstania szeregu konsekwencji wskazanych w ramach niniejszej pracy. Charakter i specyfika prawa rynku finansowego powoduje bowiem, że nie można pomijać w regulacjach do niego się odnoszących aspektów kolizyjnych, gdyż w przypadku braku szczegółowych regulacji strony danej transakcji mającej formę zobowiązania umownego będą mogły za każdym razem dokonywać wyboru prawa właściwego, co może z kolei wpływać negatywnie na poczucie bezpieczeństwa prawnego oraz efektywność nadzoru nad transgranicznym rynkiem finansowym.

Niniejsza publikacja, w której autor posługuje się funkcjonalnym ujęciem metody prawnoporównawczej, metodami historyczno-opisową oraz dogmatyczną, stanowi asumpt do refleksji nad stanem regulacji kolizyjnoprawnych w zakresie rynków finansowych i skutków wywołanych przez regulację pośrednią i konkurencję systemów prawnych, będących następstwem stosowania norm prawa prywatnego międzynarodowego.

