



**HAL**  
open science

# La responsabilité, principe d'organisation de la décroissance. Réflexions à partir de la régulation financière

Sébastien Adalid

► **To cite this version:**

Sébastien Adalid. La responsabilité, principe d'organisation de la décroissance. Réflexions à partir de la régulation financière. *Revue Interdisciplinaire d'Etudes Juridiques*, 2020, 85 (2), pp.175. 10.3917/riej.085.0175 . hal-04229185

**HAL Id: hal-04229185**

**<https://hal.science/hal-04229185v1>**

Submitted on 5 Oct 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial 4.0 International License



# La responsabilité, principe d'organisation de la décroissance. Réflexions à partir de la régulation financière

**Sébastien Adalid**

DANS **REVUE INTERDISCIPLINAIRE D'ÉTUDES JURIDIQUES** 2020/2 (VOLUME 85), PAGES 175 À 203  
ÉDITIONS **PRESSES DE L'UNIVERSITÉ SAINT-LOUIS**

ISSN 0770-2310

DOI 10.3917/riej.085.0175

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://www.cairn.info/revue-interdisciplinaire-d-etudes-juridiques-2020-2-page-175.htm>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...

Flashez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Presses de l'Université Saint-Louis.  
Attribution - Pas d'Utilisation Commerciale 4.0 International (CC BY-NC 4.0).



## **NOUVELLES DU SIEJ**

### **La responsabilité, principe d'organisation de la décroissance. Réflexions à partir de la régulation financière**

Sébastien ADALID

Professeur de droit public à l'Université de Rouen Normandie

#### **Résumé**

*L'idée de croissance et le système qui l'accompagne sont remis en cause. Penser la décroissance devient un impératif. Il faut réfléchir aux moyens de « ré-encastrier » l'économie, la remettre à sa juste place dans un système où elle est devenue omniprésente. La finance est l'un des principaux éléments de cette domination économique. Elle agit parfois au mépris de l'économie réelle, qu'elle met en danger. Pour « réencastrier » l'économie, il faut responsabiliser la finance. L'encadrement juridique de celle-ci cultive une forme d'irresponsabilité individuelle, collective mais surtout politique qui empêche de lutter contre le risque systémique. La confiance aveugle dans l'hypothèse des marchés efficients rend toute réorientation politique de la régulation financière impossible. Or, les marchés sont une construction artificielle à laquelle le droit participe. La finance se fonde sur la liquidité des titres, impossible sans une configuration juridique spécifique. Comprendre le rôle joué par le droit permet d'envisager celui-ci comme un outil pour responsabiliser la finance. Une nouvelle forme de « responsabilité mission » doit être envisagée, où chacun des acteurs se voit rappeler ses devoirs vis-à-vis de la collectivité.*

#### **Abstract : Responsibility: a tool for degrowth. Lessons from financial regulation**

*Growth and its systems are called into question. Conceptualizing degrowth has become urgent. The ways to « re-embed » the economy need to be found, in order for it to take back its right place in a system where it has become omnipotent. Finance is one of the main drivers of economic domination. It develops to some extent in isolation from the real economy and puts it in danger. « Re-embedding » the economy requires finance to be made more responsible. The current legal framework does not encourage*

*individual, collective and political responsibility and hampers the fight against systemic risk. Blind trust in the efficient market hypothesis prevents any political shift in financial regulation. Markets are an artificial construction, partially based on legal frameworks. Finance is based on the liquidity of assets, inconceivable without a specific legal arrangement. Understanding the function of law allows to use it as a tool to empower finance. A new form of « mission-responsibility » must be considered, where all actors are reminded of their duties to the collectivity.*

La croissance n'est pas une idée, mais un système ; ou plutôt une idée qui est devenue un système. La modernité a construit une société dont le but principal est la recherche d'abondance<sup>1</sup>. L'impératif économique de croissance s'est diffusé, au-delà de la sphère économique, pour modeler les rapports sociaux, par le biais cumulatif d'une dissémination disciplinaire<sup>2</sup> et d'une transformation des rapports sociaux, notamment par le droit. La réflexion sur la croissance n'est alors plus réservée aux économistes.

Cette réflexion est urgente. L'évidence de la crise écologique impose un constat simple : « La croissance économique n'est pas une fin en soi ». Une telle affirmation n'est plus seulement le fruit de quelques idéologues ou militants, mais un constat partagé, y compris par la Commission européenne<sup>3</sup>. Tirer les conséquences d'une telle affirmation impose alors de déconstruire le système, théorique et social, des sociétés croissantielles.

C'est à cette tâche que se sont attelés, depuis plusieurs décennies, les tenants de la « décroissance ». Le mot est chargé d'ambiguïtés, tant ses sens sont divers selon les courants auxquels les auteurs se rattachent<sup>4</sup>. Un constat semble globalement partagé : la domination de la sphère et des

<sup>1</sup> Pour une histoire de cette construction, voir P. CHARBONNIER, *Abondance et liberté. Une histoire environnementale des idées politiques*, Paris, La Découverte, 2020.

<sup>2</sup> Voir, A. BAILLEUX et F. OST, « Six hypothèses à l'épreuve du paradigme croissanciel », *R.I.E.J.*, vol. 77, 2016, n°2, p. 27-53.

<sup>3</sup> « La croissance économique n'est pas une fin en soi. Une économie doit être au service des citoyens et de la planète. Les préoccupations climatiques et environnementales, le progrès technologique et le changement démographique sont appelés à transformer nos sociétés en profondeur. L'Union européenne et ses États membres doivent maintenant réagir à ces mutations structurelles en proposant un nouveau modèle de croissance, qui respectera les restrictions d'utilisation de nos ressources naturelles et garantira la création d'emplois et une prospérité durable pour l'avenir », Communication de la Commission du 17 décembre 2019, *Stratégie annuelle pour la croissance 2020*, COM(2019)650 final, p. 1.

<sup>4</sup> Sur cette diversité, voir D. BAYON, F. FLIPO et F. SCHNEIDER, *La décroissance*, Paris, La Découverte, 2010, notamment le Chapitre 1. Pour une vision personnelle de la décroissance, voir celle de S. LATOUCHE, *La décroissance*, coll. Que-sais-je ?, Paris, PUF, 2019.

idées économiques et la nécessité de remettre en cause cette domination, notamment face à l'impératif écologique. De manière, certes, simplificatrice, nous prendrons la notion de « dé-croissance » dans son sens presque littéral : retirer à l'idée de « croissance » son rôle central et donc « ré-encastrent » l'économie.

En effet, la place prise par la croissance est le fruit du « désencastrement » de l'économie. Théorisé par Karl Polanyi en 1944, largement confirmé par les transformations néolibérales des décennies suivantes, le désencastrement désigne l'autonomie prise par la sphère économique et son ascendant sur l'ensemble de la société :

Au lieu que l'économie soit encadrée dans les relations sociales, ce sont les relations sociales qui sont encadrées dans le système économique. L'importance vitale du facteur économique pour l'existence de la société exclut tout autre résultat. Car, une fois que le système économique s'organise en institutions séparées, fondées sur des mobiles déterminés et conférant un statut spécial, la société doit prendre une forme telle qu'elle permette à ce système de fonctionner suivant ses propres règles<sup>5</sup>.

Parmi les mobiles déterminés figure évidemment la croissance. Dire que la croissance ne doit plus être « une fin en soi » impose alors de remettre les mobiles économiques à leur juste place, et donc de réfléchir au réencastrement de l'économie.

Après le diagnostic théorique viennent les travaux pratiques. Or, au sein même de l'économie, une mutation s'est opérée : sa « financiarisation », la déconnexion de la finance et de l'économie réelle. D'un point de vue théorique, sur lequel nous reviendrons, André Orléan a clairement démontré que : « l'économie contemporaine se caractérise par une domination sans partage de la finance sur l'industrie »<sup>6</sup>. D'un point de vue pratique, la finance s'est largement déconnectée de l'économie réelle<sup>7</sup>, l'économie se financiarise, et avec elle d'autres pans de la société<sup>8</sup>. Réencastrent l'économie commence donc par le système financier.

Ce dernier peut se définir comme « l'ensemble des institutions (marchés de titres et intermédiaires financiers), des règles et pratiques qui

<sup>5</sup> K. POLANYI, *La grande transformation*, coll. Tel, Paris, Gallimard, 1983, p. 104.

<sup>6</sup> A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, p. 45.

<sup>7</sup> Il a récemment été rappelé par le FMI, voir : T. ADRIAN et F. NATALUCCI, « Financial Conditions Have Eased, but Insolvencies Loom Large », 25 juin 2020, en ligne, [www.blogs.imf.org](http://www.blogs.imf.org) (consulté la dernière fois le 7 octobre 2020).

<sup>8</sup> Sur ce mouvement, voir : M. BENQUET, T. BOURGERON et B. REYNAUD, « Économie politique de la financiarisation », *Actes de la recherche en sciences sociales*, vol. 4, 2019, n° 229, p. 4-13.

au sein d'un espace donné (un pays, une région ou le monde entier), rendent possibles les échanges d'argent »<sup>9</sup>. Il a pour rôle d'organiser « la rencontre entre les besoins de financement et les capacités de financement », il « favorise la bonne allocation des ressources au sein de l'économie, facilite l'investissement et la croissance »<sup>10</sup>. Or, la dérégulation et l'innovation financière permettent aisément à ce système de sortir de ce rôle pour adopter une logique spéculative autonome<sup>11</sup>. Ainsi, le système financier n'est plus uniquement au service de l'économie, mais au service de lui-même ; imposant corrélativement à l'économie de se mettre à son service. Or, la logique autonome de la finance est particulièrement instable, conduisant inévitablement à des crises, impactant l'économie réelle et déstabilisant, *in fine*, le lien social.

Réencastrier la finance, pour réencastrier l'économie, impose alors de garantir que la finance reprenne son rôle initial. Cette « dé-financiarisation » de l'économie et des sociétés contemporaines participe donc à la « décroissance », dans la définition étroite qui a été choisie. L'épineuse question de la pertinence du maintien d'une large sphère financière dans une économie, voire des sociétés, décroissante sera laissée de côté<sup>12</sup>. En effet, le propos n'est pas de dénoncer l'idée même de finance, mais de démontrer en quoi son encadrement juridique a participé de son désencastrement, et donc comment le droit peut participer de son réencastrement.

Dans l'économie capitaliste, la finance se voit attribuer un rôle : financer l'économie. Dans les économies contemporaines, elle s'est – en partie – affranchie de ce rôle. Cette bascule s'est opérée de manière simple : aucun mécanisme, juridique notamment, n'a affirmé ce rôle de la finance. Sa responsabilité vis-à-vis de l'économie n'a jamais été consacrée. Ainsi, le rejet par la finance du rôle qui devrait être le sien ne peut être sanctionné. Pire, les conséquences néfastes de ses dérives ne l'ont pas été. Le réencastrement passe par l'affirmation de cette responsabilité.

Ce sont les contours d'une nouvelle forme de responsabilité que le droit doit imposer. En intégrant l'idée même du risque systémique, auquel

<sup>9</sup> J. COUPPEY-SOUBEYRAN, *Monnaie, banques, finance*, Paris, PUF, 2017, p. 179.

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> Voir R. POSNER, *A failure of capitalism. The crisis of '08 and the descent into depression*, Harvard, Harvard University Press, 2011.

<sup>12</sup> Il n'y a aucun consensus entre économistes sur les liens entre finance et croissance, voir J. COUPPEY-SOUBEYRAN, *Monnaie, banques, finance*, Paris, PUF, 2017, p. 195-202. Voir aussi, d'un point de vue juridique, H. DE VAUPLANE, « Décroissance et marchés financiers », *Revue Banque*, Juin 2016, n° 797, p. 16-17. Pour ce dernier, le rôle des marchés financier se : « limitera au financement de l'"économie réelle", et non plus au financement d'une société de consommation ».

l'ensemble des acteurs du système financier participent, il faut intégrer la responsabilité individuelle dans un enjeu collectif. L'existence même du risque systémique démontre l'inefficacité intrinsèque des marchés et la nécessité d'une approche dépassant l'intérêt individuel, pour intégrer l'intérêt collectif. Ressurgit alors le besoin d'une « éthique individuelle »<sup>13</sup>. Après le constat selon lequel, « nous vivons en réalité une crise de l'éthique qui tend à ériger le cynisme en règle de conduite »<sup>14</sup>, il faut imposer : « un sentiment de responsabilité renouvelée », qui définisse les « conditions de l'agir éthique »<sup>15</sup>. Or, cette responsabilité est pour le moment quasiment absente (1), mais les voies de son institution peuvent être dessinées (2).

### 1. La finance irresponsable

La crise financière a amplement démontré les errements des marchés financiers et de leur régulation. Les causes de cette crise sont connues : prise de risque excessive, notamment du secteur bancaire, dissémination du risque dans l'ensemble du système financier mondialisé par l'excès de titrisation, caractère procyclique des règles prudentielles, incitation au risque et au court termisme du gouvernement d'entreprise, et défaillance d'une régulation parcellaire<sup>16</sup>. L'objectif ici, n'est ni de faire l'exégèse de ces causes, ni celle des réponses apportées à la crise<sup>17</sup>. La crise a soulevé un problème plus vaste : la « perte de moralité »<sup>18</sup> des acteurs, publics comme privés, de la sphère financière et de sa régulation. Si d'amples facteurs extra-juridiques ont certainement participé à cette perte de moralité, le droit a sa part. Loin d'organiser un lien entre les actes de ces acteurs et leurs conséquences, le droit cultive une forme d'indifférence où l'irresponsabilité individuelle (A) ou collective (B) règne.

<sup>13</sup> H. DE VAUPLANE, « Les marchés financiers comme bien commun », *Revue Banque*, Juin 2014, n° 773, p. 20-21, p. 20.

<sup>14</sup> A.-J. FULGÉRAS, « La conformité : alibi ou contre-pouvoir ? », *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, 2014, p. 87-93, p. 87.

<sup>15</sup> F. OST, « Mondialiser nos responsabilités : transmettre un milieu habitable », in *Mondialisation ou globalisation ? Les leçons de Simon Weil*, A. Supiot (dir.), Paris, Collège de France, 2019, p. 17-33, p. 21.

<sup>16</sup> Voir The High Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report*, Brussels, 25 February 2009 (dit *Rapport de Larosière*) et R. POSNER, *A failure of capitalism*, *op. cit.*

<sup>17</sup> Pour un résumé des causes et des réponses immédiates à la crise, voir, A. DELION, « La crise financière et les régulations », *Annales de la régulation*, vol. 2, 2009, p. 105-160. Sur les réformes consécutives à la crise, voir pour une analyse assez exhaustive : G. BABER, « The European Union's Legislative Response to the Financial Crisis: A perspective Taken from 2015 », *Current Politics and Economics of Europe*, 2015, p. 359-452

<sup>18</sup> Expression empruntée à A. DELION, « La crise financière et les régulations », *op. cit.*, p. 121.

### **A. L'irresponsabilité individuelle**

Il y a une multitude d'acteurs individuels sur les marchés financiers. De manière caricaturale, il est possible de distinguer les consommateurs (1) des opérateurs (2).

#### *1. Les consommateurs*

Tout investisseur n'est pas un consommateur. Au contraire, beaucoup d'investisseurs sont aussi des acteurs professionnels des marchés financiers, contribuant au caractère systémique du risque. Pour l'instant, l'attention se portera seulement sur les consommateurs. Reprenant la logique inhérente au droit de la consommation, le droit européen fait des investisseurs, non-professionnels, une partie faible qu'il convient de protéger, sans savoir réellement contre quoi (a). L'objectif implicite est de les guider dans leurs choix, au risque de les infantiliser (b).

##### (a) Le risque innommé

Qu'il soit appelé « client », « investisseur » ou « consommateur », le droit cherche à la « protéger », mais il est difficile de cerner les périls encourus, posant alors la question de la position dans laquelle le droit met les consommateurs.

Tous les textes traitant de la vente de produits financiers à des clients non-professionnels mettent en avant un impératif de « protection ». Ainsi, le règlement « prospectus » évoque : « un niveau élevé de protection des consommateurs et des investisseurs »<sup>19</sup>. D'après la directive Mifid II, il convient d'« offrir aux investisseurs un niveau élevé de protection »<sup>20</sup>. Quant à la directive relative à la distribution d'assurance, elle rappelle la nécessité de : « garantir aux clients un niveau adéquat de protection »<sup>21</sup>.

Or, aucun de ces textes ne précise explicitement l'objet de cette protection, à savoir les risques contre lesquels il convient de protéger les consommateurs. Implicitement, deux objectifs apparaissent. En premier lieu, classiquement, il s'agit de réduire les asymétries d'informations entre les

---

<sup>19</sup> Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, *J.O.*, L 168 du 30 juin 2017, p. 12, considérant 4.

<sup>20</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, *J.O.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 349, considérant 3.

<sup>21</sup> Directive (UE) 2016/97 du Parlement européen et du Conseil du 20 janvier 2016 sur la distribution d'assurances, *J.O.*, L 26 du 2 février 2016, p. 19, considérant 10.



consommateurs et les professionnels<sup>22</sup>. En second lieu, comme le précise la directive sur la distribution d'assurance : « Les turbulences financières récentes et actuelles ont montré l'importance de garantir aux consommateurs une protection efficace »<sup>23</sup>. En 2007, la Commission évoquait la nécessité pour les consommateurs d'« être conscients des opportunités et des risques financiers et de prendre des décisions en connaissance de cause en matière de services financiers »<sup>24</sup>.

L'investissement est donc dangereux, et cela en raison de la nature même du système financier. En effet, s'il existe des placements sans risques<sup>25</sup>, la majorité des produits financiers comporte des risques. Or, l'Union européenne cherche, en parallèle, à favoriser l'investissement dans ces produits<sup>26</sup>. De manière hypocrite, les consommateurs sont exhortés à prendre des risques, et le droit se charge de les protéger, mais sans jamais oser l'assumer en nommant ce risque. Sans formulation explicite du risque, il est impossible de rendre les consommateurs responsables du risque qu'ils prennent.

#### (b) L'information déresponsabilisante

La matière financière est complexe et les citoyens la connaissent peu. Il y a un large déficit d'éducation financière<sup>27</sup>. Même si l'Union tente de le combler<sup>28</sup>, ce déficit rappelle la complexité d'une décision d'investissement. Le droit cherche alors à le faciliter, en imposant l'information du consommateur. Celle-ci peut s'avérer pourtant biaisée, voir abêtissante.

<sup>22</sup> « Protéger les investisseurs en éliminant les asymétries d'information entre ces derniers et les émetteurs », Règlement (UE) 2017/1129, considérant 3.

<sup>23</sup> Directive (UE) 2016/97, précitée, considérant 10.

<sup>24</sup> Communication de la Commission du 18 décembre 2007, *Education financière*, COM(2007) 808 final, p. 1.

<sup>25</sup> Comme les dépôts bancaires jusqu'à 100 000 euros, Directive 2014/49/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux systèmes de garantie des dépôts, *J.O.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 149.

<sup>26</sup> Voir Communication de la Commission du 23 mars 2017, *Plan d'action relatif aux services financiers pour les consommateurs : de meilleurs produits, un plus grand choix*, COM(2017)139 final.

<sup>27</sup> Sur ce déficit, voir : Communication de la Commission du 18 décembre 2007, précitée.

<sup>28</sup> Règlement (UE) 2017/826 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 établissant un programme de l'Union en vue de soutenir des activités spécifiques favorisant la participation des consommateurs et autres utilisateurs finaux de services financiers à l'élaboration des politiques de l'Union dans le domaine des services financiers pour la période 2017-2020, *J.O.*, L 129 du 19 mai 2017, p. 17. Il est frappant que ce texte ne mentionne à aucun moment les « risques » inhérents aux placements financiers. L'action de l'Union n'a pas encore totalement porté ses fruits, le manque d'éducation financière ayant été récemment souligné, dans les pays d'Europe centrale et orientale (voir Vienna Initiative, *Report by the Working Group on Capital Market Union*, 12 March 2018, London).

Deux exemples le soulignent : le contenu du « prospectus » et l'information précontractuelle en matière assurantielle.

Pour l'émission de valeurs mobilières, la publication d'un prospectus est obligatoire. Ce dernier doit contenir : « les informations nécessaires qui sont importantes pour permettre à un investisseur d'évaluer en connaissance de cause », et notamment : « l'actif et le passif, les profits et pertes, la situation financière et les perspectives de l'émetteur »<sup>29</sup>.

Ceci appelle une remarque. Les informations à fournir portent uniquement sur l'émetteur et son produit. Elles ne permettent en aucun cas au consommateur de faire un choix éclairé quant à l'impact global de son investissement, même si des efforts sont faits en ce sens<sup>30</sup>. En étendant le principe fondateur de l'asymétrie d'information, il est logique d'en déduire que les investisseurs – non avertis – ne sauraient par eux-mêmes déterminer le type d'investissement le plus utile socialement, à savoir un investissement qui dépasse leur propre intérêt individuel.

Ainsi, le consommateur se voit reconnaître une liberté limitée, celle de poursuivre son intérêt égoïste, sans que le droit lui octroie la possibilité de le dépasser.

Cette logique est, au surplus, poussée beaucoup plus loin. La protection du consommateur peut ainsi tourner au paternalisme abêtissant. Un seul exemple, issu du droit des assurances, permettra de s'en convaincre. Préalablement à la vente d'un produit d'assurance, « le distributeur de produits d'assurance précise, sur la base des informations obtenues auprès du client, les exigences et les besoins de ce client et fournit au client des informations objectives sur le produit d'assurance sous une forme compréhensible afin de lui permettre de prendre une décision en connaissance »<sup>31</sup>. À supposer qu'un vendeur puisse fournir une information « objective », une telle règle met le consommateur à la merci du vendeur pour la formulation de ses besoins.

Au surplus, avant la souscription, le vendeur doit remettre au client un « document d'information clé »<sup>32</sup>. La Commission a établi un modèle

---

<sup>29</sup> Règlement (UE) 2017/1129, précité, art. 6 §1.

<sup>30</sup> Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes, *J.O.*, L 330 du 15 novembre 2014, p. 1. Les questions de « finance verte » ou « durable » ne seront pas abordées ici. L'objet porte sur la sphère financière dans sa globalité.

<sup>31</sup> Directive (UE) 2016/97, précitée, art. 20 §1.

<sup>32</sup> Directive (UE) 2016/97, précitée, art. 20 § 5 et suivants.

harmonisé<sup>33</sup>. Celui-ci contient neuf rubriques, toute symbolisées par une icône ou un code couleur. Ainsi, la rubrique « Qu'est-ce qui est assuré ? » est symbolisée par un parapluie de couleur verte et celle « Y a-t-il des exclusions à la couverture » par un point d'exclamation orange.

Il est louable de simplifier ainsi l'accès à l'information, mais la simplification – à l'extrême – risque d'entretenir l'état d'ignorance du consommateur et conduit à un nivellement par le bas du niveau moyen de compréhension des consommateurs, et donc des citoyens. En recevant une information prémâchée, le consommateur est privé de son besoin de la chercher et de s'instruire pour la comprendre. Cela produit une illusion d'accroissement de l'autonomie individuelle<sup>34</sup>. L'individu se croit bien informé, et donc autonome dans ses choix, alors même que l'information lui est imposée et qu'il ne dispose plus des compétences pour la comprendre. Loin d'être autonome, son choix est contraint et dépendant des professionnels, dont la responsabilité est aussi limitée.

## 2. Les professionnels

Les professionnels sont aujourd'hui accablés sous la réglementation. Cet excès de normes transforme le rapport au droit, qui se traduit aujourd'hui par l'émergence de l'idée de « compliance » (a). Au surplus, la teneur même des règles aboutit à un effet contre-productif : l'obsession des différents législateurs pour le risque conduit à la mise en place de mécanismes qui ne limitent pas réellement la prise de risque mais qui en atténuent les conséquences néfastes, autorisant ainsi implicitement la prise de risque (b).

### (a) L'excès de règles

Nouvelle venue dans l'univers juridique, la notion de « compliance » est aujourd'hui au cœur de l'attention de la doctrine, notamment sous la plume de Marie-Anne Frison Roche<sup>35</sup>. La « Compliance » peut agir comme un biais supplémentaire de la déresponsabilisation des acteurs qui se contentent d'appliquer la réglementation, sans réellement projeter leur action au-delà d'eux-mêmes.

---

<sup>33</sup> Pour plus de détails, voy. Règlement d'exécution (UE) 2017/1469 de la Commission du 11 août 2017 établissant un format de présentation normalisé pour le document d'information sur le produit d'assurance, *J.O.*, L 209 du 12 août 2017, p. 19.

<sup>34</sup> Sur la question de l'autonomie et de la consommation, voy. A. BAILLEUX, « Le droit en transition. La science juridique face aux défis d'une prospérité sans croissance » *in Les clés juridiques d'une prospérité sans croissance*, A. Bailleux (dir.), Bruxelles, Presses de l'Université Saint-Louis – Bruxelles, 2020, p. 13-69.

<sup>35</sup> Voir M.-A. FRISON ROCHE, *Régulation, supervision, compliance*, Paris, Dalloz, 2017.

La multiplication des normes et leur complexité<sup>36</sup> peut avoir l'effet inverse de celui initialement attendu, sans compter l'effet déstabilisant sur les acteurs d'une production normative incessante<sup>37</sup>. La réglementation est, à la fois, en constante augmentation et en constant changement<sup>38</sup>. Le volume de cette dernière est exponentiel. À titre d'exemple, les établissements de crédits sont encadrés par une directive de quatre-vingt-neuf pages<sup>39</sup>, un règlement de trois cent trente-sept pages<sup>40</sup>, ce dernier ayant été complété par quarante règlements d'exécution (dont l'un fait plus de mille pages<sup>41</sup>) et trente-quatre règlements délégués<sup>42</sup>. La longueur de ces textes démontre que le législateur et les régulateurs œuvrent avec un souci constant de technicité et d'exhaustivité, modifiant ainsi le rapport des acteurs à la norme. Consciemment, l'exhaustivité n'est jamais totale, voire même : « plus une législation est bavarde et plus elle est silencieuse » et « l'opérateur se glissera dans cet "espace non régulé" »<sup>43</sup>. Inconsciemment, l'excès de norme peut favoriser la prise de risque. La conformité à un droit pléthorique rassure en apparence, faisant croire que le seul respect d'une réglementation ultra-technique peut conduire à une meilleure gestion des risques. Or, la finance est connue pour sa capacité d'innovation permanente, de nouvelles techniques et de nouveaux instruments sont créés quotidiennement. La conformité à un droit trop précis ne permet en rien de garantir la sécurité de ces nouvelles transactions.

<sup>36</sup> Sur la complexité inhérente à la norme prudentielle, voy. T. BONNEAU, « La norme prudentielle », *Revue de Droit bancaire et financier*, 2015, n° 3, Étude 36.

<sup>37</sup> Voir J. FONTAINE, « Comment construire un plan stratégique à moyen terme dans le nouvel environnement bancaire », *Revue d'économie financière*, vol. 2, 2015, n° 118, p. 37-51, notamment p. 39-41.

<sup>38</sup> F. CHAMPARNAUD, « Introduction. Régulation et gouvernance internationales par temps de crise : maîtriser la complexité », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, s.l., AEF, p. 9-16, p. 14.

<sup>39</sup> Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, *J.O.*, L 176 du 27 juin 2013, p. 338.

<sup>40</sup> Règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, *J.O.*, L 176 du 27 juin 2013, p. 1.

<sup>41</sup> Règlement d'exécution (UE) n° 2020/429 de la Commission du 14 février 2020 modifiant le règlement d'exécution (UE) n° 680/2014 définissant des normes techniques d'exécution en ce qui concerne l'information prudentielle à fournir par les établissements, *J.O.*, L 96 du 30 mars 2020, p. 1.

<sup>42</sup> Décompte opéré à partir de [www.eur-lex.eu](http://www.eur-lex.eu) au 7 septembre 2020.

<sup>43</sup> Voir M.-A. FRISON ROCHE, « La nature prométhéenne du droit en construction pour réguler la banque et la finance », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, *op. cit.*, p. 37-47, p. 44.

## (b) L'acceptation du risque

Au-delà de l'aspect formel, la teneur des règles applicables en matière financière interroge. Les réformes récentes ne remettent pas en cause les pratiques responsables de la crise, mais cherchent à en atténuer les effets ou les conséquences. Ce faisant, le législateur cautionne implicitement de telles dérives. La réglementation européenne mettant en œuvre l'accord de Bâle III<sup>44</sup> en est un bon exemple. Dans d'autres cas, le législateur se contente de prévenir les acteurs contre les risques qui leur sont propres, sans prendre en compte le risque dans sa globalité.

Les réformes issues de Bâle III instituent des coussins de fonds propres contra-cycliques. Leur objectif apparaît louable : limiter les pertes des établissements de crédit en cas de crise. Mais implicitement, la prise de risques excessifs est intégrée au cœur même du paradigme de la régulation. Il ne s'agit pas tant de l'éviter que de lutter contre ses effets néfastes.

La lecture des motifs ayant conduit à la création et au renforcement de ces coussins le démontre. Le Comité de Bâle écrit :

Le volant contracyclique vise à faire en sorte que les exigences de fonds propres du secteur bancaire tiennent compte de l'environnement macrofinancier dans lequel les banques évoluent. Il sera activé par les autorités nationales quand celles-ci estimeront qu'une croissance excessive du crédit est associée à une accumulation de risques à l'échelle du système, et il servira à doter le secteur bancaire d'un volant de fonds propres lui permettant de se protéger contre des pertes potentielles futures<sup>45</sup>.

« Croissance excessive du crédit » et « accumulation du risque » sont intégrés dans la justification même de la règle.

Il y a là une caution implicite de la prise de risque et, au minimum, une déresponsabilisation des acteurs prenant ces risques. Se sachant couverts par des coussins, ceux-ci risquent d'être incités à une prise de risque. De contracycliques dans une perspective économique, les coussins se transforment en procycliques dans une perspective juridique.

De même, les intervenants du marché ne se voient assigner comme rôle que leur propre protection. Par exemple, la directive Mifid II, lorsqu'elle évoque l'organe de direction, exige qu'il : « définisse, supervise et soit

---

<sup>44</sup> Sur ces accords, voir 1.B.2.

<sup>45</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, Décembre 2010 (document révisé juin 2011), § 137, p. 63.

responsable de la mise en œuvre d'un dispositif de gouvernance qui garantisse une gestion efficace et prudente de l'entreprise d'investissement »<sup>46</sup>. Il en va de même pour les établissements de crédit, la directive CRD IV exige elle aussi la : « gestion saine et prudente de l'établissement de crédit »<sup>47</sup>. Cependant, dans ce dernier texte, la formule cohabite avec celle de « gestion saine et efficace des risques »<sup>48</sup>. Rien n'est dit, dans ces textes, du risque systémique. Des progrès ont cependant été faits afin de responsabiliser les acteurs, notamment en matière bancaire, par le biais du renflouement interne qui impose, aux actionnaires notamment, de participer au sauvetage des établissements de crédit<sup>49</sup>.

Ainsi, les professionnels commencent à être responsabilisés pour la prise de risque individuelle, exigeant qu'ils limitent cette dernière. Cependant, la nature même des normes prudentielles invite à la prudence dans ce domaine. Mais surtout, la responsabilité reste individuelle, voire « égoïste », alors même qu'en matière financière le risque est collectif, posant la question des acteurs sur lesquels repose cette responsabilité.

### **B. L'irresponsabilité collective**

Collectivement, c'est le marché qui prend les risques. Ce serait donc à lui de les assumer, mais le marché est introuvable, il n'est ni un acteur, ni un collectif, seulement une addition de choix individuels, formant une volonté mimétique. Il ne saurait, en tant que tel, être responsable (1). Reste alors la puissance publique, ultime responsable. Mais cette dernière, même si elle assume certaines responsabilités, semble disparaître derrière ses atours techniques et technocratiques (2).

#### *1. Le marché*

En matière financière, on blâme ou flatte souvent « le marché ». Mais « on » est aussi indéfinissable que « le marché ». Ce dernier, en raison de son caractère mimétique, peut parfois apparaître comme ayant une volonté propre. Mais, au moment de rechercher sa responsabilité, elle fait souvent

<sup>46</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.*, L 173 du 12 juin 2014, p. 349, art. 9 § 3.

<sup>47</sup> Art. 14 § 2 de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, *J.O.*, L 176 du 27 juin 2013, p. 338.

<sup>48</sup> Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013, précitée, art. 74 § 1.

<sup>49</sup> Voir. K.-P. WOJCIK, « Bail-in in the Banking Union », *Common Market Law Review*, 2016, n° 53, p. 91-138.

défaut, faute d'acteurs identifiables (a). L'objectif des régulateurs a alors été de charger certains acteurs du soin d'assurer la sécurité du marché à sa place (b).

(a) Le marché introuvable

Le marché n'a pas une volonté propre, c'est une addition de volonté individuelle, suivant une logique mimétique. Pour le comprendre, il faut revenir sur l'analyse de la finance d'André Orléan, qui insiste sur la spécificité de la logique spéculative du marché, laquelle souligne le caractère mimétique de son fonctionnement.

Pour André Orléan, il existe deux valeurs pour un titre : sa valeur fondamentale et sa valeur spéculative. La première représente « la puissance du capital ; à savoir la capacité à faire des profits »<sup>50</sup>. Les titres étant liquides, échangeables<sup>51</sup>, leur valeur ne correspond pas réellement à cette valeur fondamentale<sup>52</sup>, mais à la valeur que le marché estime être celle du titre : « la valeur spéculative ».

Or, comme le dit l'auteur, « l'opinion spéculative est à la fois l'objet, ce que chacun cherche à anticiper, mais également le produit, ce qui émerge des opinions individuelles »<sup>53</sup>. En effet, les agents sur les marchés financiers ne cherchent pas à évaluer la valeur fondamentale, mais la valeur que les autres acteurs du marché donnent à un titre. Le marché est alors prisonnier d'une « rationalité autoréférentielle »<sup>54</sup>, où chacun va chercher à « imiter le choix majoritaire »<sup>55</sup>. Cette évaluation, même si elle se fonde sur « un diagnostic de type fondamentaliste »<sup>56</sup>, va procéder par « hiérarchisation : elle privilégie certains facteurs et en néglige d'autres »<sup>57</sup>.

En cas d'évènement extérieur déstabilisant, la logique autoréférentielle va jouer à plein. Les acteurs anticipant tous les mêmes conséquences vont les provoquer. Quand bien même individuellement ils auraient fait le diagnostic inverse de la tendance dominante, ils cherchent à anticiper le comportement des autres. C'est pour cela que le marché apparaît parfois comme ayant une logique propre, qui n'est pas imputable à

<sup>50</sup> A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., p. 20.

<sup>51</sup> Sur cette propriété, voir *infra* 2. A. 1.

<sup>52</sup> Qui est, dans tous les cas, particulièrement difficile à évaluer.

<sup>53</sup> A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., p. 59.

<sup>54</sup> « Il s'agit de s'appuyer sur les croyances partagées pour faire apparaître une manière de concevoir le problème qui recueille l'adhésion de tous : la rationalité autoréférentielle a pour objet la découverte des références communes au groupe », *ibidem*, p. 76.

<sup>55</sup> *Ibidem*, p. 80.

<sup>56</sup> *Ibidem*, p. 176.

<sup>57</sup> *Ibidem*.

un acteur mais à l'ensemble des acteurs individuels, qui forment un collectif mimétique irrationnel, au regard des fondamentaux. Ce mimétisme explique qu'il semble parfois que le marché ait une volonté, qui n'est en réalité que l'opinion que la majorité des participants sont font de l'opinion collective.

(b) Les nouveaux acteurs systémiques

Il s'avère impossible d'engager collectivement la responsabilité de l'ensemble des acteurs du marché. À défaut, l'État a pris le relais, renforçant l'irresponsabilité du marché dans sa globalité. Puis, le législateur a cherché à limiter la dissémination du risque dans l'ensemble du marché, à travers la création d'agents centralisateurs, *in fine* pas beaucoup plus responsables.

L'histoire du sauvetage des établissements *too big to fail* en 2008 est bien connue<sup>58</sup>. Il convient simplement de rappeler qu'en renflouant des établissements bancaires ayant abusé de leur effet de levier et donc consciemment mis en danger leur propre stabilité, les États ont implicitement cautionné de tels comportements et admis qu'ils étaient, non seulement les prêteurs, mais aussi les garants des marchés en dernier ressort. L'excès de risque pris par les marchés ne repose plus sur eux, mais sur les États, qui s'en font alors les responsables.

L'une des premières mesures a été de casser la diffusion du risque dans le marché à travers la création de nouveaux opérateurs systémiques. Dans l'Union européenne, c'est notamment le rôle du règlement EMIR<sup>59</sup>, censé remédier aux problèmes de l'échange de produits dérivés de gré à gré.

Pour rappel, les échanges de dérivés de gré à gré ont été l'une des principales causes de la crise de 2008 en raison de la dissémination opaque du risque qu'ils ont occasionnée<sup>60</sup>. Ces produits étant échangés en dehors des marchés réglementés, le risque de contrepartie n'était pas assuré et aucune information n'était disponible sur ces échanges. Or, le risque de contrepartie est particulièrement problématique pour des contrats qui portent sur une certaine durée et qui comportent, parfois, un élément aléatoire.

---

<sup>58</sup> Voir, en plus de références citées précédemment sur la crise, E. AVOUGLEAS, « The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation », *European Company and Financial Law Review*, vol. 6, 2009, n°4, p. 440-475.

<sup>59</sup> Règlement (UE) n ° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, *J.O.*, L 201 du 27 juillet 2012, p. 1.

<sup>60</sup> Voir, A. KERKEMEYER, « A Decade after Lehman: An Assessment of Key Regulatory Responses to the Global Financial Crisis », *European Company and Financial Law Review*, vol. 16, 2019, n° 4, p. 457-483, plus précisément p. 466-467.



Le règlement<sup>61</sup> prévoit dès lors la création de « contreparties centrales » par lesquelles les transactions de gré à gré doivent transiter. Au travers de ces contreparties, les transactions vont pouvoir se compenser entre elles<sup>62</sup>, réduisant le risque de contrepartie. La centralisation permet, en effet, de regrouper les transactions, de les compenser et de transférer la responsabilité sur les contreparties centrales.

Une telle technique présente cependant deux limites. Elle déresponsabilise individuellement les acteurs, qui transfèrent leurs risques à un tiers et qui ne sont en rien dissuadés d'une prise de risque excessive, voire encouragés par l'aléa moral qu'induit le mécanisme<sup>63</sup>. Au surplus, elle fait peser le risque sur la contrepartie centrale, qui doit être agréée<sup>64</sup>. C'est donc encore et toujours sur les pouvoirs publics que la responsabilité repose *in fine*.

## 2. Les pouvoirs publics

Si le marché ne peut se discipliner lui-même, s'il n'est pas capable de gérer les risques qu'il crée, la puissance publique doit prendre le relai et endosser la responsabilité du bon fonctionnement des marchés financiers. Sur la forme, les normes applicables en matière financière souffrent d'une absence totale d'imputabilité, empêchant de rendre un seul acteur responsable (a). Sur le fond, elles incluent des choix politiques dans des normes techniques, empêchant l'exercice de toute responsabilité politique (b).

### (a) L'absence d'imputabilité des normes

Le système financier ayant largement dépassé les frontières nationales, sa régulation doit se faire à l'échelle internationale. La crise financière a donné naissance à un système complexe de supervision multiniveau où le G20 donne les impulsions politiques et établit un programme d'action<sup>65</sup>, le Forum sur la stabilité financière « coordonne le travail des autorités financières nationales et des organismes internationaux

<sup>61</sup> Sur ce règlement, voir *ibidem*, p. 461-477 et Th. BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationales*, Bruxelles, Bruylant, 2018, 4<sup>e</sup> éd., p. 317-340.

<sup>62</sup> Règlement (UE) n° 648/2012, précité, art. 5.

<sup>63</sup> B. BIAIS, « La compensation centralisée crée-t-elle plus de risque qu'elle n'en assure ? », *Revue Banque*, février 2015, n° 781, p. 40-41.

<sup>64</sup> *Ibidem*, Titre III.

<sup>65</sup> Voir les déclarations de Washington (15 novembre 2008), Londres (2 avril 2009) et Pittsburg (24-25 septembre 2009).

de normalisation »<sup>66</sup> et ces derniers « adoptent des standards » et « fournissent des forums de coopération » pour chaque secteur<sup>67</sup>. Cette architecture pose de nombreuses questions<sup>68</sup>, une seule résume parfaitement les enjeux : identifier l'auteur de ces normes, celui auquel elles peuvent être imputées. Or, la diversité des acteurs rend l'opération délicate, comme l'exemple de la régulation bancaire le démontre bien.

Dans ce domaine, le Comité de Bâle adopte des « standards », communément appelés « Accords de Bâle ». Leur valeur juridique est largement indéterminée. D'un côté, la Charte précise que le Comité : « ne possède aucune autorité formelle » et donc que ses décisions « n'ont aucune force contraignante », le processus de repose que sur « l'engagement » de ses membres<sup>69</sup>. En effet, ces derniers s'engagent à « mettre en œuvre et appliquer les standards » du Comité, en suivant un « échéancier » établi par ce dernier<sup>70</sup>. Au surplus, le Comité « s'attend à ce que les standards soit intégralement mis en œuvre » et intégrés dans « l'ordre juridique » de chaque membre<sup>71</sup>. En droit de l'Union européenne, les normes adoptées en matière bancaire constituent la transposition des standards adoptés par le Comité<sup>72</sup>.

<sup>66</sup> « *Coordinate at the international level the work of national financial authorities and international standard setting bodies* », Charter of the Financial Stability Board, June 2012, art. 1.

<sup>67</sup> Basel Committee Charter, 5 June 2018, I.1. « Mandate » : « *The BCBS is the primary global standard setter for the prudential regulation of banks and provides a forum for cooperation on banking supervisory matters. Its mandate is to strengthen the regulation, supervision and practices of banks worldwide with the purpose of enhancing financial stability* ».

<sup>68</sup> Voir. R. BISMUTH, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruxelles, Bruylant, 2011 et L. CHERCHENEFF, *L'influence des standards financiers sur l'architecture du droit international public*, Thèses Paris 1 Panthéon Sorbonne, soutenue le 26 septembre 2018.

<sup>69</sup> Basel Committee Charter, I.3: « Legal Status » : « *The BCBS does not possess any formal supranational authority. Its decisions do not have legal force. Rather, the BCBS relies on its members' commitments, as described in Section 5, to achieve its mandate* ».

<sup>70</sup> « *Implement and apply BCBS standards in their domestic jurisdictions within the pre-defined timeframe established by the Committee* » (Basel Committee Charter, précitée, II.5: « BCBS members' responsibilities »).

<sup>71</sup> « *The BCBS sets standards for the prudential regulation and supervision of banks. The BCBS expects full implementation of its standards by BCBS members and their internationally active banks. However, BCBS standards constitute minimum requirements and BCBS members may decide to go beyond them.*

*The Committee expects standards to be incorporated into local legal frameworks through each jurisdiction's rule-making process within the pre-defined timeframe established by the Committee* » (Basel Committee Charter, précitée, V.12: « Standards »).

<sup>72</sup> Ainsi, le règlement CRD IV évoque les travaux du Comité dès son premier considérant, son considérant 41 précise que : « Par conséquent, comme il incorpore les éléments supplémentaires du dispositif de Bâle III, le présent règlement constitue le pendant des dispositions des dispositifs de Bâle II et III » (Règlement (UE) n° 575/2013, précité).

Ainsi, déterminer l'auteur des normes bancaires est impossible. Si formellement, elles sont adoptées par le Parlement et le Conseil, elles sont prédéterminées par les accords de Bâle, adoptés par les autorités de supervisions bancaires et les banques centrales des États membres qui composent Comité<sup>73</sup>, qui à leur tour adopteront, ou participeront à l'élaboration, des normes d'exécution<sup>74</sup> des actes adoptés par le Parlement et le Conseil ; sans compter évidemment la *soft law*.

Au-delà de l'aspect formel, empêchant d'identifier un auteur et donc un responsable des normes, leur teneur démontre leur connotation politique, sans que cela ne s'intègre dans un projet assumé comme tel.

#### (b) La teneur politique des normes

Ainsi, il ne faut pas sous-évaluer l'impact des décisions prises au niveau international. Sous leurs atours techniques se cachent des véritables questions de société, réglées au niveau technocratique, fréquemment influencé par le lobbying<sup>75</sup>. L'exemple topique est celui des normes comptables<sup>76</sup>. L'Union européenne a fait le choix d'intégrer directement, et sans adaptation, les normes comptables internationales, modifiant ainsi profondément la manière dont la valeur est appréhendée au sein des entreprises<sup>77</sup>, et donc au sein de la société dans son ensemble. Preuve en est, le Parlement européen s'est inquiété de l'effet de certaines normes comptables sur l'investissement à long terme<sup>78</sup>, thème sur lequel il a été suivi par le groupe de travail sur la finance durable<sup>79</sup>. La Commission a alors décidé d'étudier comment « intégrer la possibilité d'apporter des

<sup>73</sup> Basel Committee Charter, II.4: « Membership ».

<sup>74</sup> Voir R. VABRES, « Les compétences de la Commission et de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'élaboration de la législation financière européenne », *Revue de droit bancaire et financier*, mai/juin 2012, étude 12.

<sup>75</sup> Voir G.R.F. UNDERHILL et X. ZHANG, « Setting the rules: private power, political underpinnings and legitimacy un global monetary and financial governance », *International Affairs*, vol. 84, 2008, n°3, p. 535-554.

<sup>76</sup> Sur leur adoption, voir M. PRADA, « Les normes comptables internationales : gouvernance et déploiement », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, op. cit., p. 197-207.

<sup>77</sup> Voir, J. HAAS et D. NECHELIS, « Les nouveaux enjeux de la comptabilité : du droit comptable à la régulation économique et financière. Réflexions autour du rôle de l'autorité des normes comptables », *Annales de la Régulation*, vol. 3, 2013, p. 381-398.

<sup>78</sup> Résolution du Parlement européen du 6 octobre 2016 sur les normes internationales d'information financière : IFRS 9 (2016/2898(RSP)).

<sup>79</sup> High-Level Expert Group on Sustainable Finance, *Financing a sustainable European Economy*, 31 January 2018, p. 56-59.

ajustements spécifiques aux normes lorsque celles-ci ne favorisent pas l'intérêt général européen »<sup>80</sup>.

Implicitement, la Commission reconnaît que les normes internationales ne reflètent pas l'intérêt général européen, si d'aventure celui-ci existe. En effet, l'Union peine à définir de véritables objectifs politiques en matière financière, bien souvent elle s'aligne sur les standards internationaux<sup>81</sup> sans beaucoup d'opposition de la part des États membres ou du Parlement européen<sup>82</sup>. En réalité, il n'y a pas de « téléologie » de la supervision financière<sup>83</sup>, en raison de « l'absence d'une réelle volonté politique pour réformer la finance en profondeur »<sup>84</sup>.

Instaurant des responsabilités au mieux « égoïstes » et diffuses, au pire inexistantes, l'encadrement juridique de la finance ne s'organise pas pour faire porter la responsabilité du risque sur les acteurs. L'explication en est simple : le paradigme sur lequel repose la finance n'envisage pas la responsabilité collective, car il n'intègre pas le risque collectif. Fondé sur l'efficacité des marchés financiers<sup>85</sup>, la régulation financière estime que l'addition des choix individuels aboutira à un équilibre collectif. Les normes se focalisent alors sur la prudence des établissements, à titre individuel, au moyen de standards techniques. Les choix politiques n'ont aucune raison d'être, le marché agrégeant les préférences individuelles. La responsabilité financière impose alors d'intégrer le risque systémique en revenant sur l'hypothèse fondatrice d'efficacité des marchés financiers.

<sup>80</sup> Communication de la Commission du 8 mars 2018, *Plan d'action : financer la croissance durable*, COM(2018)97 final, p. 12.

<sup>81</sup> Conduisant à une forme de « privatisation » de la régulation, voir A. BERNARD et F. RIEM, « Les régulations financières », in *Pluralisme juridique et effectivité du droit économique*, L. Boy, J.-B. Racine et J.-J. Sueur (dir.), Bruxelles, Larcier, 2011, p. 121-161.

<sup>82</sup> Voir E. POSNER et N. VÉRON, « The EU and financial regulation: Power without purpose », *Journal of European Public Policy*, vol. 17, April 2010, n°3, p. 400-415.

<sup>83</sup> F. CHAMPARNAUD, « Introduction. Régulation et gouvernance internationales par temps de crise : maîtriser la complexité », *op. cit.*

<sup>84</sup> H. DE VAUPLANE, « Changer les paradigmes de la régulation financière », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, *op. cit.*, p. 25-35, p. 31.

<sup>85</sup> Sur cette hypothèse, voir E. FAMA, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, vol. 25, 1970, n°2, p. 383-417. Pour une discussion de cette hypothèse, E. AVGOUGLEAS, « The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation », *European Company and Financial Law Review*, vol. 6, 2009, n°4, p. 440-475.

## 2. Les voies d'une finance responsable

Derrière l'efficacité des marchés financiers pointent les fondements même du marché et de la science économique : l'idée que le marché additionne les volontés individuelles pour atteindre un optimum, sur lequel l'État, et la politique, n'ont pas à se prononcer. Toute responsabilisation impose alors de revenir sur l'encastrement de l'économie (A) afin de pouvoir dégager l'idée même d'une inefficacité des marchés imposant la responsabilité de ses acteurs (B).

### A. Réencastrer

Réencastrer l'économie impose de revoir son statut au sein des sciences sociales, et donc corrélativement dans la société dans son ensemble. Le désencastrement a pour source principale la « naturalisation » de l'économie, la prétention de l'économie à être une science, faite de lois immuables auxquelles les autres sciences sociales ne pourraient déroger. Il faut alors commencer par « dénaturiser » (1) pour faire apparaître la place du droit dans la construction du marché, et donc, de la finance (2).

#### 1. Dénaturiser la finance

Assez logiquement, dans un premier temps, il s'agira de « dénaturiser » l'économie (a), avant d'étendre le raisonnement à la finance (b).

##### (a) L'économie

Il ne faut pas aller très loin pour démontrer que l'économie n'est pas une construction autonome, mais qui s'appuie sur des institutions. La sociologie économique le démontre, de même que l'économie institutionnelle.

La sociologie économique<sup>86</sup> s'emploie à expliquer que les marchés sont une construction sociale complexe, et non une configuration spontanée des relations humaines<sup>87</sup>. Ainsi, Michel Callon, à l'issue d'une analyse concrète des marchés, dévoile que ceux-ci sont fondés sur des « agencements marchands », « structurés (...) par des cadrages qui formatent le cours des actions en même temps qu'ils sont l'enjeu de

<sup>86</sup> Sur ce courant, voir R. LE VELLY, *Sociologie du marché*, Paris, La Découverte, 2012.

<sup>87</sup> Pour une approche théorique, voir P. BOURDIEU, *Anthropologie économique (Cours au Collège de France 1992-1993)*, Paris, Seuil, 2017.

l'action »<sup>88</sup>. L'agencement et les cadrages qui le constituent ont pour objectif « l'instauration et la multiplication de transactions bilatérales marchandes »<sup>89</sup>. Il dénombre cinq cadrages<sup>90</sup> qui « contribuent à alimenter et à structurer l'action collective »<sup>91</sup>.

Ce travail, de l'aveu même de l'auteur, a pour ambition de soulever « la question des dispositions pratiques à imaginer afin de concevoir les agencements et leur articulation avec l'action politique et morale »<sup>92</sup>. Ainsi, comprendre la nature artificielle des marchés, et leur fonctionnement concret, permettra notamment de revaloriser le rôle des États. Ceux-ci « s'avèrent être des acteurs centraux » qui ont « pour mission de trouver et d'assurer des modalités de coexistence durable entre les différentes agences »<sup>93</sup>. Le rôle, potentiel, des États dans la reconfiguration des cadrages et des agencements est alors rendu possible par l'analyse concrète de ces derniers.

L'importance des États et des normes est soulignée par l'économie institutionnelle, d'origine anglo-saxonne, qui insiste sur le rôle des institutions dans la création du marché<sup>94</sup>. Selon Olivier Bomsel : « L'économie n'est pas naturelle. Elle est le produit des institutions et non l'inverse »<sup>95</sup>. Même si, selon l'auteur, les institutions sont « exogènes à l'économie », « elles exercent une fonction tutélaire ». La notion d'institution a été définie par le pionnier de l'économie institutionnelle, Douglas North, selon lequel « les institutions dictent *les règles du jeu*, les modèles d'interaction qui régissent et canalisent les relations entre individus. Les institutions incluent des règles formelles, des lois écrites, des conventions sociales, des codes de conduite informels et des croyances communes sur le monde, ainsi que le moyen de faire appliquer les règles »<sup>96</sup>. Ainsi, les

<sup>88</sup> M. CALLON, *L'emprise des marchés, comprendre leur fonctionnement pour pouvoir les changer*, Paris, La Découverte, 2017, p. 403.

<sup>89</sup> *Ibidem*, p. 416.

<sup>90</sup> Le premier permet de transformer « une entité quelconque en un bien susceptible de devenir un marchandise » (p. 63, et plus largement Chapitre 2), comme par exemple les produits dérivés sur le marché financier (p. 121-125), le second permet d'évaluer la valeur, qualitative et quantitative, des marchandises (Chapitre 3), à l'image des marchés financiers qui permettent d'évaluer la valeur d'une entreprise (p. 189-194), le troisième de permettre « l'organisation des rencontres marchandes » (Chapitre 4), le quatrième à rendre la transaction souhaitable et possibles (Chapitre 5) et enfin le dernier la « formulation des prix » (Chapitre 6).

<sup>91</sup> *Ibidem*, p. 404.

<sup>92</sup> *Ibidem*, p. 468.

<sup>93</sup> *Ibidem*.

<sup>94</sup> Sur ce courant, voir B. CHAVANCE, *L'économie institutionnelle*, Paris, La Découverte, 2012.

<sup>95</sup> O. BOMSEL, *La nouvelle économie politique. Une idéologie du XX<sup>e</sup> siècle*, Paris, Folio, 2017, p. 129.

<sup>96</sup> D. NORTH, *Institutions, Institutional change and Economic Performances*, Cambridge,

règles du marché ne sauraient être naturelles, elles sont au contraire une contrainte exogène.

(b) La finance

La finance aussi fait partie de ces créations sociales. Elle ne répond à aucune loi immuable, ce que la crise a démontré.

La caractéristique première des marchés financiers est leur « liquidité », à savoir la possibilité d'y échanger de manière fluide des titres, au gré de l'offre et de la demande. Or, cette propriété est purement artificielle. Comme le souligne André Orléan, un titre représente une part de capital immobilisé. La liquidité transforme cette immobilité en mobilité, mais de manière artificielle car lorsque le titre change de propriétaire et de valeur, le capital représenté par le titre reste statique. L'auteur en déduit que « la liquidité n'est en rien une propriété intrinsèque du titre, comme pouvait l'être la valeur fondamentale. La liquidité est le produit d'une invention institutionnelle : les marchés financiers organisés »<sup>97</sup>.

Au surplus, la liquidité a un effet rétroactif sur la société. Elle constitue « une force capable de transformer le lien social »<sup>98</sup>, donnant naissance à une forme spécifique de celui-ci : « l'individualisme patrimonial »<sup>99</sup>. Cette dernière partie de l'analyse est fondamentale, elle souligne les biais de la naturalisation de l'économie que nous souhaitons remettre en cause. La théorie comme l'activité économiques ont une influence sur la société, intégrant leurs règles comme des données immuables des rapports sociaux, alors même qu'elles ne sont – à l'origine – que des constructions artificielles.

Cette reconnaissance du caractère artificiel des marchés, et donc de ses fameuses « lois », a été confirmée par la crise, qui a démontré concrètement leur inefficience<sup>100</sup>. Un exemple topique permet de s'en

Cambridge University Press, 1990, p. 3-4 cité par O. BOMSEL, *ibidem*, p. 138.

<sup>97</sup> A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, *op. cit.*, p. 32.

<sup>98</sup> *Ibidem*, p. 193.

<sup>99</sup> « C'est, en effet, un nouveau pacte social que propose la finance. Il a pour fondement l'affirmation des droits individuels, mais dans une conception tout à fait financière de ces droits, identifiés à des titres. On assiste en conséquence au dépérissement des formes traditionnelles de la solidarité citoyenne au profit d'une dépendance aux autres, toujours plus abstraite et anonyme, sous l'égide des marchés. L'individu s'y définit comme un propriétaire de droit-titres dont il faut défendre la valeur. Pour cette raison, on parlera à son propos d'un "individualisme patrimonial". Ce patrimoine que les individus se partagent peut être défini sans référence à l'État. », *ibidem*, p. 244.

<sup>100</sup> Voir pour des exemples concrets d'inefficience des marchés, d'un point de vue économique : G. GIRAUD, « Régulation financière : l'essentiel reste à faire », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, *op. cit.*, p. 117-127 et d'un point de vue juridique : E. AVGOUGLEAS, « The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation », *op. cit.*

convaincre : l'évolution de l'opinion d'Alan Greenspan, ancien Président de la Réserve fédérale des États-Unis de 1987 à 2006, qui déclarait en 1994 que :

Rien dans la régulation fédérale ne rend cette dernière supérieure à la régulation des marchés », pour réaliser en 2006 qu'il a « fait une erreur en pensant que des organisations mues par la recherche de leur intérêt privé (...) étaient, pour cette raison, les mieux à même de protéger leurs actionnaires et leurs investissements ». Il reconnaissait alors avoir : « découvert une faille dans [son] idéologie<sup>101</sup>.

C'est dans cette faille qu'il est possible de s'engouffrer pour souligner le rôle du droit dans la construction des marchés.

## 2. Revaloriser le droit

Si le marché est une construction artificielle, il faut des outils pour cette construction. Le droit en l'un d'entre eux. Il fournit certains instruments clés du fonctionnement du marché (a). Revenir sur cette évidence permet ainsi de rappeler que le droit est un médium indispensable à la transformation du marché (b), y compris pour aller à l'encontre des pratiques actuelles, calquées sur les « pseudo-lois » économiques.

### (a) Le droit et la construction du marché

La caractéristique principale des marchés financiers, la liquidité, n'est autre qu'un artifice juridique, de même, plus largement, que le capital.

La liquidité est une propriété juridique des titres. En effet, c'est le droit qui autorise et encadre l'émission des titres<sup>102</sup>, mais aussi leur revente sur des marchés réglementés<sup>103</sup> ou non. Au surplus, le droit permet de créer des produits standardisés et ainsi faciliter les échanges sur le marché. L'échange exigeant la confiance, leur développement au-delà des sphères interpersonnelles se fonde sur la standardisation des biens échangés<sup>104</sup>. Ainsi, pour relancer la titrisation, l'Union a créé la désignation : « Titrisations simples, transparentes et standardisées »<sup>105</sup>. Le droit peut faire plus :

<sup>101</sup> « The financial crisis and the role of federal regulators », Committee on Oversight and Government Reform, Committee Hearings of the US House of Representatives, 23 octobre 2008, p. 31 (cité par A. ORLÉAN, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Paris, Éditions Rue d'Ulm, 2019, p. 12-13).

<sup>102</sup> Voir par exemple : Règlement (UE) 2017/1129, précité.

<sup>103</sup> Voir par exemple : Directive 2014/65/UE, précité.

<sup>104</sup> Point clairement démontré par M. CALLON, *L'emprise des marchés, comprendre leur fonctionnement pour pouvoir les changer*, op. cit., Chapitre 2.

<sup>105</sup> Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, *J.O.*, L 347 du 28 décembre 2017, p. 35, Chapitre 4.



interdire, par exemple la « vente de titrisation à des clients de détail »<sup>106</sup> ou la « retitrisation »<sup>107</sup> ; rendant alors les titres titrisés moins liquides.

Le droit construit les marchés en octroyant certaines qualités à des « entités »<sup>108</sup> afin de les rendre propres à l'échange. Mais, son rôle ne s'arrête pas là. Comme l'a démontré Katharina Pistor, le capitalisme se fonde sur un code juridique, qui offre à certaines de ces entités des qualités supplémentaires qui en font du « capital ». Ces qualités sont au nombre de quatre : priorité (notamment sur les autres créiteurs), durabilité (la prolongation dans le temps l'entité ou la priorité sur celle-ci), universalité (des droits reconnus sur l'entité) et convertibilité (de l'entité en monnaie)<sup>109</sup>.

Revenir à ces fondamentaux, notamment en droit financier, permet de souligner la puissance transformatrice du droit, une puissance qui semble avoir été oubliée seulement des juristes.

Le droit financier est une construction finalisée, dont l'objectif est de faire garantir par le droit les propriétés des marchés financiers. Derrière ce projet, c'est plus l'effacement du politique que du droit qui se dévoile.

#### (b) Le droit et la transformation du marché

Il ne faut pas se tromper. Le désencastrement de l'économie passe, avant tout, par une instrumentalisation du droit. Ce dernier n'est ni discrédité, ni sous-estimé. Il est perçu comme l'outil nécessaire des transformations à l'œuvre. Les néolibéraux l'ont parfaitement compris<sup>110</sup> :

Être libéral (...) [c'est] être essentiellement progressif, dans le sens d'une perpétuelle adaptation de l'ordre légal aux découvertes scientifiques, aux progrès de l'organisation et de la technique économique, aux changements de structure de la société, aux exigences de la conscience contemporaine<sup>111</sup>.

Dans le domaine financier, la logique est la même. Il ne faut pas réformer le système financier, mais s'adapter à ses évolutions, quand bien

<sup>106</sup> Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017, précité, art. 3.

<sup>107</sup> Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil du 12 décembre 2017, précité, art. 8.

<sup>108</sup> Pour reprendre la formule de M. CALLON.

<sup>109</sup> K. PISTOR, *The Code of Capital. How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2019.

<sup>110</sup> Sur ce point, voir les développements de B. STIEGLER, « *Il faut s'adapter* ». *Sur un nouvel impératif politique*, Paris, Gallimard, 2019, Chapitre VI « Réformer l'espèce humaine par le droit ».

<sup>111</sup> L. ROUGIER in *Le Colloque Lippman. Aux origines du néolibéralisme*, S. Audier (dir.), Lormont, Le Bord de l'eau, 2008, p. 254, cité par *ibidem*, p. 197.

même les crises se répètent. Pour cela, le droit devient un « droit néolibéral »<sup>112</sup> caractérisé par le « formalisme juridique » et la « neutralité axiologique »<sup>113</sup>. La neutralité de la règle de droit est le prolongement logique de son caractère instrumental : le droit, étant au service du marché, il doit être neutre pour en respecter les lois.

Mais le droit a toujours été un instrument, il n'est que le reflet de la volonté politique qui l'écrit. Or, en matière financière, cette volonté politique a été effacée par les arrangements institutionnels décrits précédemment, construits sur le fondement d'un nécessaire effacement de politique, et donc de l'État, au profit des experts, y compris des juristes. La pensée de Walter Lippmann l'a parfaitement souligné : « Nous avons défini l'État libéral comme celui dans lequel le contrôle social s'accomplit surtout en administrant la justice entre les hommes plutôt qu'en administrant les hommes et leurs affaires par une autorité surplombante »<sup>114</sup>. C'est donc une refonte de l'État<sup>115</sup>, par la valorisation technique du droit, qui s'est opérée. La « surnormativité » et la technicité du droit financier le démontrent très bien.

Le droit est l'outil de construction du marché, il peut donc être celui de sa réorientation, voire si on le souhaite, de sa déconstruction. Il faut pour cela une volonté politique. Ces développements étaient nécessaires pour rappeler que l'économie n'est pas un donné, mais un construit est que, y compris en matière financière, « [l]e droit est ainsi en amont de l'économie : il permet de penser l'économie dans une projet politique, et non l'inverse »<sup>116</sup>. Ce projet politique doit s'articuler autour de la notion de responsabilité.

### **B. Responsabiliser**

La responsabilité est centrale pour repenser le rôle de la sphère financière. L'existence même du risque systémique impose une conception théorique renouvelée de la responsabilité (1), dont certaines traductions juridiques pourront être proposées (2).

<sup>112</sup> Formule empruntée à H. DE VAUPLANE, « Changer les paradigmes de la régulation financière », in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2014*, op. cit., p. 25-35, p. 26.

<sup>113</sup> *Ibidem*, p. 28.

<sup>114</sup> W. LIPPMANN, *The Good Society*, Boston, Brown & Company, 1937, p. 493, cité par B. STIEGLER, « Il faut s'adapter ». *Sur un nouvel impératif politique*, op. cit., p. 314.

<sup>115</sup> Voir, P. MIROWSKI, *Never let a serious crisis go to waste. How neoliberalism survived the financial meltdown*, London, Verso, 2013, p. 56 et s.

<sup>116</sup> H. DE VAUPLANE, « Changer les paradigmes de la régulation financière », op. cit., p. 27.

### 1. Responsabilité et risque systémique

Redéfinir la responsabilité est devenu un impératif théorique, y compris pour les juristes<sup>117</sup>, face au risque écologique notamment (a). Son extension à la finance est logique. Le risque écologique est une forme de risque systémique, risque que la finance ne connaît que trop bien (b).

#### (a) Responsabilité et risque écologique

Repenser la responsabilité est une exigence contextuelle. Parce que l'homme dispose désormais des moyens de remettre en cause le système grâce auquel il vit, il se doit d'être responsable vis-à-vis de ce système.

L'évolution déterminante pour l'émergence d'une nouvelle forme de responsabilité est l'apparition d'un risque inédit : « la promesse de la technique moderne s'est inversée en menace »<sup>118</sup>, rendant la nature « vulnérable » et la survie de l'homme incertaine<sup>119</sup>. Pour le dire plus juridiquement, les risques se sont transformés : la menace est celle de « préjudices hors norme », « causés par des comportements diffus et non-coupables », « le lien de causalité entre cause et dommage s'est formidablement étiré » et « le degré de certitude caractérisant ce lien de causalité s'affaiblit (...) ; c'est désormais le dommage simplement possible »<sup>120</sup>. C'est bien un risque systémique que décrivent les auteurs, qui exigent donc une responsabilité fondée sur « l'éthique de la conservation »<sup>121</sup>.

Les contours de cette responsabilité sont doubles, quant à sa teneur et à ses destinataires. Sa teneur évolue, il faut passer d'une responsabilité pensée de manière individuelle à une responsabilité pensée de manière collective et préventive. Une forme de « responsabilité mission »<sup>122</sup>, dont l'objectif est de garantir la pérennité du milieu dans lequel se déploie le pouvoir. Elle doit se fonder sur une reconnaissance de cette précarité, en

<sup>117</sup> Voir A. SUPIOT et M. DELMAS MARTY, *Prendre la responsabilité au sérieux*, Paris, PUF, 2015.

<sup>118</sup> H. JONAS, *Le principe de responsabilité. Une éthique pour la civilisation technologique*, Paris, Cerf, 1992, p. 7.

<sup>119</sup> *Ibidem*, p. 24-32.

<sup>120</sup> F. OST, « Mondialiser nos responsabilités : transmettre un milieu habitable », *op. cit.*, p. 23.

<sup>121</sup> H. JONAS, *Le principe de responsabilité. Une éthique pour la civilisation technologique*, *op. cit.*, p. 190.

<sup>122</sup> F. OST, « Mondialiser nos responsabilités : transmettre un milieu habitable », *op. cit.*, p. 25.

acceptant à la fois « la peur » et « l'espoir » qui doivent inciter et guider l'action<sup>123</sup>.

Ses destinataires prioritaires sont les pouvoirs publics. Leur rôle, qu'ils acceptent en même temps que la charge qui est la leur, est de se faire les garants de cette mission de pérennité. En effet, « une des responsabilités de l'art de gouverner consiste à veiller à ce que l'art de gouverner reste encore possible dans l'avenir »<sup>124</sup>. Cette responsabilité doit aussi se diffuser à l'ensemble de la société car : « la bonne constitution doit d'elle-même promouvoir la vertu des citoyens »<sup>125</sup>. Cette promotion de la responsabilité incombe prioritairement aux pouvoirs publics.

La nécessité d'une nouvelle approche de la responsabilité vient donc de l'existence d'un risque spécifique, reconnu en matière financière comme un « risque systémique ».

#### (b) Risque systémique et risque écologique

Le risque systémique est celui qui, s'il se réalise, peut détruire le système dans lequel il se déploie. Il y a là une analogie naturelle entre le risque systémique et le risque écologique tel qu'il vient d'être décrit.

La dernière crise financière illustre parfaitement les quatre transformations du risque précité. Le préjudice, l'effondrement du système financier et avec lui d'une grande partie des économies mondiales, est bien « hors norme ». Il provient de la prise de risque excessive de certaines institutions financières, risque qui s'est diffusé à l'ensemble du système par le biais de la titrisation. Chaque agent participe alors au risque, mais de manière « diffuse et non coupable ». Il n'y a aucun lien de causalité direct entre l'une de ces actions et le risque ou sa réalisation. Enfin, le risque ne se matérialise que rarement, c'est surtout sa menace qui pèse. C'est donc un « dommage possible ».

En matière financière, il est possible d'identifier la source de ce risque : « le paradoxe de la liquidité »<sup>126</sup>. Le capital, représenté par les titres, étant fixe, seuls ces derniers circulent. Le volume de capital au sein du marché est constant. Lorsque l'ensemble des agents cherche à vendre ses titres, le marché atteint une impasse. Pour le dire autrement : « la préférence pour la liquidité est un désir contradictoire qui ne peut manquer

<sup>123</sup> H. JONAS, *Le principe de responsabilité. Une éthique pour la civilisation technologique*, op. cit., p. 300.

<sup>124</sup> *Ibidem*, p. 164.

<sup>125</sup> *Ibidem*, p. 172.

<sup>126</sup> A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, op. cit., p. 33.

de se détruite dès l'instant qu'il est poursuivi simultanément par tous. La liquidité introduit de ce fait un écart entre la rationalité individuelle et la rationalité collective »<sup>127</sup>. Cet écart se transforme en risque systémique lorsqu'un évènement extérieur conduit à la crise<sup>128</sup>. La seule solution est alors le recours aux pouvoirs publics, notamment aux banques centrales qui injectent des liquidités<sup>129</sup>, ce qu'elles n'ont pas manqué de faire lors de la crise financière.

Pour lutter contre ce risque systémique, il convient donc d'importer l'éthique de la responsabilité dans le domaine financier.

## 2. La responsabilité financière

Instituer la responsabilité financière appartient en premier lieu aux pouvoirs publics, qui doivent soit prendre les décisions radicales permettant de limiter l'autonomie et la dangerosité de la sphère financière (a), soit imposer aux acteurs les conditions d'une responsabilité mission (b).

### (a) Deux décisions radicales

Il appartient aux pouvoirs publics de se doter d'une volonté politique pour se départir des pseudo-lois économiques et imposer l'intérêt général, démocratiquement déterminé, aux marchés financiers, par le biais du droit. Deux décisions radicales pourraient être prises.

Tout d'abord, supprimer la liquidité en interdisant le transfert de titre financier par leur acheteur initial. Keynes a parfaitement résumé l'intérêt d'une telle mesure :

Devant le spectacle des marchés financiers modernes, nous avons parfois été tentés de croire que, si, à l'instar du mariage, les opérations d'investissement étaient rendues définitives et irrévocables, hors le cas de mort ou d'autre raison grave, les maux de notre époque pourraient être utilement soulagés ; car les détenteurs de fonds à placer se trouveraient obligés de porter leur attention sur les perspectives à long terme et sur celles-là seule<sup>130</sup>.

<sup>127</sup> *Ibidem*, p. 33-34.

<sup>128</sup> « Dans ces périodes de crise, c'est la liquidité qui est remise en question, à savoir le pari collectif qui est celui de la communauté financière dans son ensemble de détenir les titres émis. Chacun essaie de se dégager de cette contrainte en la reportant sur les autres. Mais cela ne peut qu'augmenter la confusion générale au fur et à mesure qu'apparaît le fait que, dans sa globalité, le capital reste immobilisé », *ibidem*, p. 112.

<sup>129</sup> *Ibidem*, p. 191.

<sup>130</sup> J.-M. KEYNES, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot, 1971, p. 172 cité par A. ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, *op. cit.*, p. 44.

Cette simple mesure impose aux investisseurs de considérer le temps long et élimine la cause principale du risque systémique.

Ensuite, pour limiter le risque systémique, il est aussi possible de supprimer les acteurs *too big to fail*, ceux dont la faillite entrainerait avec elle l'ensemble du système financier. Ce serait notamment le sens d'une séparation des banques de dépôt et des banques d'investissement<sup>131</sup>. Un temps envisagée à l'échelle de l'Union européenne<sup>132</sup>, une telle séparation n'a jamais été actée. Elle aurait un mérite politique immédiat : démontrer que les États n'entendent plus tolérer des institutions dont la puissance rivalise avec le leur, voire les mets en danger.

La crise des dettes souveraines a, en effet, démontré les risques pour les États à venir soutenir financièrement les banques. La responsabilité mission des dirigeants est alors de supprimer le risque que cela n'advienne à nouveau. En l'absence d'une telle volonté, les pouvoirs publics peuvent se contenter de responsabiliser les acteurs.

#### (b) Revenir aux standards

Pour responsabiliser les acteurs, c'est avant tout la formulation des règles qu'il faut changer<sup>133</sup>. Certaines propositions ont déjà émergé en ce sens.

Les règles techniques ont un effet déresponsabilisant. Il convient de revenir à des règles plus simples et se voulant moins exhaustives. Confronté à une règle technique, l'agent ne se pose aucune question au moment de son application. Confronté à un standard vague, l'agent doit s'interroger sur la compatibilité entre son action et le standard, et donc appréhender les effets de son action. La teneur floue d'une règle a un effet responsabilisant. Il convient évidemment de garder un certain degré de précision, pour assurer que la norme soit effective.

À titre d'exemple, la directive Mifid II comporte un article 24 intitulé : « Principes généraux et information des clients ». Son premier paragraphe est clair : « lorsqu'elles [les entreprises d'investissement] fournissent à des

---

<sup>131</sup> Voir A. GAUDEMET, « Le risque de système », in *Face à l'irresponsabilité : la dynamique de la solidarité*, A. Supiot (dir.), Paris, Collège de France, 2018, p. 161-180.

<sup>132</sup> Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire (Présidé par E. LIKANEN), *Rapport final*, Bruxelles, 2 octobre 2012.

<sup>133</sup> Certains suggèrent aussi la démocratisation des instances de production des normes, qui va pour nous de pair avec leur politisation, voir H. DE VAUPLANE, « Les marchés financiers comme bien commun », *Revue Banque*, Juin 2014, n° 773, p. 20-21, p. 21 et « Réformer la gouvernance des marchés financiers par les biens communs », *Revue Banque*, Octobre 2015, n° 788, p. 16-17.

clients des services d'investissement ou, le cas échéant, des services auxiliaires, les entreprises d'investissement agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients »<sup>134</sup>. Ce même paragraphe précise aussi qu'elles doivent se conformer aux « principes énoncés au présent article et à l'article 25 ». Or, l'article 24 comporte quatorze paragraphes et le 25 onze, tous de quasiment plus de dix lignes ; alors même que l'essentiel est dit dès le tout premier. Celui-ci pose un standard de comportement qui doit guider l'acteur et le forcer à évaluer son comportement face à ce standard.

Reprendre la forme de standards généraux pour responsabiliser les marchés a été proposé sous la forme de « six engagements »<sup>135</sup>, comme par exemple : « Tu ne mettras par un produit sur le marché ou tu ne feras pas usage d'une technique sans avoir acquis la conviction de leur utilité sociale », « Tu ne proposeras pas un produit financier à un client (...) que tu ne proposerais pas à la maison qui t'emploie » ou « Tu t'interdiras de faire usage de produits ou de techniques dont tu n'es pas en mesure de maîtriser les effets ». Ces principes démontrent, à la fois, le besoin de faire appel à la responsabilité personnelle des agents, mais aussi à des lignes de conduite qui doivent irriguer la régulation financière en rappelant aux agents la dimension systémique de leurs choix.

Tout ceci permettra-t-il la décroissance ? Au regard de la diversité des significations du terme, ce n'est pas certain. Mais réaliser que l'irresponsabilité irrigue le droit alors même que celui-ci a une fonction institutionnalisante pour les marchés permet de sortir d'une naturalisation de ces derniers pour se donner les outils pour les changer.

---

<sup>134</sup> Directive 2014/65/UE, précitée.

<sup>135</sup> G. BÉNUDEAU, M. CASTEL, B. GIZARD et H. DE VAUPLANE, « Six engagements en matière financière », *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2011-2012*, p. 349-357. Les autres engagements sont : « Tu ne communiqueras pas à ton client une évaluation du produit que tu lui as vendu de gré à gré différente du prix auquel ton établissement serait prêt à le lui racheter », « Tu t'interdiras d'exploiter la faille réglementaire que tu auras perçue » et « Tu t'interdiras de faire faire à l'étranger ce que ne permet pas la législation de ton pays ».