

CHANGER LES PARADIGMES DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

HUBERT DE VAUPLANE*

L'Europe est en crise. Économique et politique. Celle-ci trouve ses racines bien avant la faillite de Lehman Brothers, le jour où l'Union européenne s'est convertie à une vision de l'Europe se réduisant à une grande et vaste zone de libre-échange, abandonnant tout projet politique à la construction de ce nouvel ensemble : une Europe politique était en effet contraire aux principes qui guidaient l'approche mercantiliste de l'Union européenne. La finance est l'illustration la plus éclatante de cette vision. Alors que l'Europe pouvait construire un ensemble financier cohérent et puissant, sous la supervision d'instances de régulation européennes fortes, elle a préféré adopter une approche exclusivement utilitariste de la régulation en considérant l'ouverture de la concurrence comme un objectif en soi et non comme un moyen. L'Europe a ainsi abandonné aux autres (en particulier les États-Unis) une vision stratégique pour son industrie financière. Cette conception a aujourd'hui fait faillite. La crise financière a mis en évidence les erreurs de régulation et de supervision financière ainsi que l'inefficacité de la loi de marché comme principal (seul ?) mode de régulation. Ce constat a contribué à un renforcement de la réglementation bancaire et financière ces dernières années, sans pour autant que la question de la régulation financière et en particulier celle de sa gouvernance ne soient véritablement traitées. Autrement dit, on a adopté de nouvelles règles, mais sur les mêmes bases que les anciennes. L'incapacité à réguler efficacement la finance entretient une instabilité structurelle qui interdit toute sortie de crise durable.

C'est la raison pour laquelle il convient de changer les paradigmes de la régulation. Mais changer les fondements de la régulation financière nécessite tout d'abord de bien cerner les principes qui ont guidé cette régulation jusqu'à présent.

* Avocat au barreau de Paris.

LES FONDEMENTS JURIDIQUES DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

Si la théorie de la régulation a suscité l'intérêt de nombreux juristes ces dernières années¹, en particulier dans les rapports entre marché et concurrence², au point de voir émerger un « droit de la régulation économique » (Frison-Roche, 2004), la question des bases juridiques théoriques de la régulation financière reste étrangement peu abordée dans les débats publics et ne dépasse pas un petit cercle de spécialistes³. Elle est pourtant une question clé pour bien comprendre le phénomène de rejet de beaucoup d'Européens dans la finance actuelle et l'image qu'elle véhicule. L'industrie financière a longtemps été le champ d'expérimentation des théories économiques les plus libérales. Or ce modèle de régulation emprunte à des principes juridiques eux-mêmes empruntés à ce que l'on a coutume d'appeler le « droit néolibéral », principes peu connus dont il convient de préciser les contours pour mieux appréhender les bases théoriques de cette régulation.

Le concept du « droit néolibéral » est apparu il y a quelques années en même temps que la critique du « néolibéralisme ». Cette dernière expression est d'ailleurs un concept « valise » auquel on rattache des auteurs et des mouvements forts divers et parfois opposés, comme l'a décrit Audier (2012) dans son essai. Il n'existe pas à proprement parler de doctrine du « droit néolibéral » pour la bonne raison que le concept même est sujet à discussion. Il n'est pas possible de lui attribuer un auteur, un courant de pensée ou un mouvement particulier. Mais plusieurs économistes et juristes ont placé la question du droit au centre de leur réflexion (qu'il s'agisse le plus souvent du droit constitutionnel, mais aussi du droit privé et en particulier du droit des contrats). Il en est ainsi de Friedrich von Hayek bien sûr, mais aussi de Richard Posner et Ronald Coase avec l'approche *Law & Economics*, ou encore de James Buchanan et Gordon Tullock avec l'école du *Public Choice*, ou encore de David Friedman et, enfin, dans un ordre différent, de Robert Nozick et Murray Rothbard. Si des différences profondes séparent ces auteurs, entre un courant *jus naturaliste* et un positivisme juridique, tous s'accordent autour du principe d'autorégulation spontanée du droit. C'est en ce sens que la réflexion sur les fondements du droit constitue la pierre angulaire du « néolibéralisme » ; elle sous-tend ses deux piliers : l'individualisme et l'auto-régulation, « le premier justifiant moralement le second, qui lui donne son efficacité sociale » (Valentin, 2002). Le droit est ainsi en amont de l'économie : il permet de penser l'économie dans un projet politique, et non l'inverse. Toutes ces réflexions sur la philosophie du droit participent au renouveau de la pensée économique en ce qu'elles permettent à celle-ci de se projeter au-delà des seules questions économiques. C'est d'ailleurs en ce sens que le libéralisme n'est pas tant une école de pensée économique qu'un projet de société global. Le « droit néolibéral » serait ainsi l'expression normative de concepts économiques pour une organisation de la société. C'est ce qu'ont bien compris les adversaires du

libéralisme qui concentrent leur critique sur les fondements théoriques de ce « droit néolibéral »⁴.

Le principe d'« ordre spontané du marché » s'applique tout autant à la régulation financière qu'au reste de l'économie. Il constitue la base de la régulation des places de marché dominantes, à savoir New York et Londres. Durant les dernières décennies, le maître mot des acteurs de ces places a été de promouvoir l'autorégulation (Carson, 2011)⁵. Ce principe de fonctionnement a irrigué toute la régulation financière mondiale, y compris (et surtout) au sein des grandes instances de régulation comme la BRI (Banque des règlements internationaux) ou le FMI (Fonds monétaire international). Il a été décliné dans toutes les régions du monde au nom du *level playing field* et du risque de se trouver déconnecté des grandes places boursières mondiales par des régulations peu attractives pour les capitaux. Tout a donc été mis en œuvre pour « libéraliser » les conditions d'accès et de fonctionnement des marchés financiers, laissant ces derniers s'auto-réguler. Ce qui était attendu de l'État pendant toutes ces années, c'était avant tout (uniquement ?) qu'il dérégle les marchés financiers au nom du principe de libre concurrence.

La crise est passée par là, soulignant les limites (dangers ?) de l'autorégulation. Et la nécessité du retour de l'État et de la puissance publique dans la régulation.

Aujourd'hui, la régulation des marchés financiers se caractérise par un paradoxe : elle garde certains aspects de ce que l'on appelle le « droit néolibéral » d'avant-crise (formalisme procédural ou neutralité axiologique du droit, utilitarisme de la norme, nécessité de prévisibilité de celle-ci). Mais elle est aussi marquée par un certain retour du rôle de l'État comme acteur central de la régulation, semblant consacrer, apparemment, la prophétie de Joseph Schumpeter dans son ouvrage *Capitalisme, socialisme et démocratie* de 1942 qui décrivait l'avènement d'une culture étatique de la régulation. Or comment réformer substantiellement la finance sans s'interroger sur la pertinence de ses fondements théoriques ? Pour changer la finance, moins que de mettre en œuvre de nouvelles règles, ce sont les fondements de ces règles qu'il convient de modifier en profondeur.

Tout d'abord, le retour de l'État : la prise en main par les dirigeants politiques eux-mêmes de la régulation financière illustrerait de façon frappante ce retour de l'État comme acteur central dans la régulation. Longtemps absent de la sphère financière au nom de la neutralité et de l'autorégulation, l'État est apparu pendant la crise comme l'ultime rempart contre la logique du marché. Les G20 de Pittsburgh et ceux qui ont suivi ont ainsi donné lieu à des déclarations puissantes et des engagements forts, comme la limitation de l'utilisation des produits dérivés, ou l'encadrement des bonus, ou encore la lutte contre l'évasion fiscale et les paradis fiscaux. Que reste-t-il de ces annonces ? Certes, des lois ont été adoptées, à commencer par le *Dodd-Frank Act* aux États-Unis, mais l'opposition des milieux financiers eux-mêmes a fini par édulcorer, voire parfois vider, les beaux engagements d'origine. Le retour de l'État comme acteur de la régulation

n'a été que temporaire et de faible ampleur ne permettant pas une remise en cause des fondements néolibéraux de la régulation financière.

L'État de nouveau évacué, marginalisé et réduit à se concentrer sur quelques mesures politiquement visibles (comme la taxe sur les transactions financières), la place est de nouveau libre pour une régulation qui s'inspire des principes du « droit néolibéral ».

Quels sont les principes qui ont fondé la régulation financière et qui l'irriguent encore ?

Formalisme juridique ou neutralité axiologique : dans cette vision, le droit n'a pas vocation à prendre partie sur telle ou telle valeur morale ; il écarte par principe toute interrogation philosophique ou morale relative au bien-fondé de la norme. La règle de droit doit seulement permettre à tout à chacun de pouvoir agir librement dans la mise en œuvre de ses décisions. La seule limite est que cette liberté ne porte pas atteinte à celle d'autrui. Dès lors, seule la stricte application du droit importe, ce que l'expression anglaise « *tick the box* » résume parfaitement. Ce positivisme juridique théorisé par Hans Kelsen aboutit à une conception formelle du droit et non substantielle (*form over substance*). Il conduit à une disparition progressive du droit au profit de la réglementation. L'application de ce principe dans la finance est flagrante : ce qui compte avant tout, c'est de disposer des procédures en place. Et de vérifier périodiquement par des services de contrôle et d'audit de plus en plus pléthoriques leur adaptation à la situation de l'entreprise. À cet égard, il suffit de regarder la manière dont sont conduits les contrôles effectués par le régulateur bancaire ou boursier (en France comme ailleurs) : la grille de contrôle de ces régulateurs n'est pas une grille d'analyse, mais de « conformité » formelle à la règle : tout ce qui n'est pas « conforme » de façon littérale à la norme est relevé. Voire sanctionné. Cette conception de la régulation, outre qu'elle ne permet pas la mise en place d'une culture de responsabilité individuelle, s'auto-entretient : les financiers demandent de plus en plus à leur régulateur, voire au législateur, de rédiger des normes toujours plus précises et objectives, avec la moindre marge d'interprétation possible. Afin de pouvoir les appliquer sans se poser de questions. Il en ressort des « manuels de procédures » toujours plus épais et détaillés, connus le plus souvent uniquement de ceux qui les ont rédigés (comment demander à un agent commercial au guichet d'une banque d'absorber ces milliers de pages de ce qu'il doit faire ou ne pas faire ?). Le droit perd ainsi sa valeur humaine et se retranche derrière la norme. L'autre conséquence réside dans un renversement du cadre juridique de l'économie de marché : devient permis ce qui est autorisé par la norme. Au risque de contradiction avec le principe – constitutionnel – de liberté du commerce et de l'industrie.

De façon assez curieuse, ce formalisme juridique n'est pas incompatible avec la nouvelle approche étatique de la régulation. Il permet au législateur (national ou européen) de légiférer à profusion, justifiant auprès de l'opinion publique la « reprise en main des marchés » et son interventionnisme « protecteur ».

Mais dans les faits, ce législateur délègue au pouvoir réglementaire la mise en œuvre de mesures de plus en plus techniques, lesquelles ne peuvent être rédigées qu'avec l'aide des professionnels qui seuls en maîtrisent l'étendue. Le paradoxe est en place : pensant guider les réformes, l'État redonne la main aux professionnels eux-mêmes qui peuvent alors s'en tenir à une approche purement technique, objective et formelle de la réglementation.

Ce positivisme juridique postcrise a ainsi remplacé efficacement l'autorégulation qui laissait aux acteurs de l'économie le soin de s'organiser en fonction de leur interprétation des principes définis par le législateur. Le résultat n'est pas différent : dans les deux cas, la norme est le fruit de l'action des professionnels.

L'utilitarisme juridique : deuxième pilier du « droit néolibéral », le critère d'utilité pour le marché comme guide d'élaboration de la norme. Ce qui est bon pour le marché suffit à justifier l'élaboration d'une norme. Il ne s'agit là que de l'application du principe plus général du critère de maximisation des richesses comme critère d'évaluation d'une règle juridique, tel que développé notamment par Richard Posner : est utile une norme qui accroît la richesse de la société. Nombreuses sont les références de textes normatifs qui motivent le besoin d'élaborer telle ou telle réglementation financière du seul fait que celle-ci serait utile au bon développement du marché, ou à son bon fonctionnement, voire à son efficience ! Autorisant ainsi, au nom du principe de neutralité précédent, l'absence de limite à l'optimisation : écartant toute conception naturaliste ou moraliste du droit, tout peut être permis dès lors que cela participe à la maximisation des richesses. Il ne s'agit là que d'une modalité du principe d'« ordre spontané du marché ».

Prévisibilité juridique : troisième principe du « droit néolibéral », l'absence d'interférence interprétative dans la mise en œuvre de la règle de droit. Celle-ci doit être claire et sans ambiguïté, afin de permettre aux agents économiques d'anticiper la réponse juridique aux cas concrets auxquels ils sont quotidiennement confrontés. Cette prévisibilité de la norme passe par l'importance accordée aux « précédents », dans la logique des droits anglo-américains. La jurisprudence ne doit pas être source d'incertitude avec des tribunaux et des cours qui prennent des décisions contradictoires, voire opèrent des revirements, mais les décisions antérieures s'imposent aux affaires en cours selon le degré de juridiction : une décision d'une cour suprême ne peut pas être remise en cause autrement que par la même cour.

Primauté au contrat : dans la même logique, le quatrième principe du « droit néolibéral » passe par le rôle central accordé au contrat dans les relations juridiques entre les agents. Son analyse passe par le critère d'efficacité au sens de Pareto. Le contrat est non seulement la « loi des parties », mais aussi la valeur suprême, qui parfois l'emporte même sur la loi elle-même ! Il en résulte que plutôt que de renvoyer à des principes définis dans la loi ou des considérations générales explicitant les rapports entre les parties, le contrat est un texte extrêmement

détaillé qui essaye de prévoir toutes les situations de conflit possibles entre les parties et les solutions afférentes à chacun d'entre eux. La conséquence en est une inflation rédactionnelle de la documentation contractuelle (que l'on compare aujourd'hui un contrat de crédit syndiqué dépassant les 100 pages à ce qui existait il y a une quinzaine d'années et qui ne dépassait pas une dizaine de pages) où seuls les spécialistes arrivent à s'y retrouver. Et dont l'efficacité reste à démontrer du fait que lorsqu'un problème arrive, « tout n'a pas été prévu » dans le contrat. Dans cette conception, le juge ne doit pas s'immiscer dans le contrat et essayer de deviner l'« intention des parties », mais il doit strictement l'appliquer dès lors qu'il est clair et sans ambiguïté.

Tous ces principes du « droit néolibéral » continuent d'irriguer en profondeur la régulation financière (et au-delà). Or il ne peut pas y avoir de réforme efficace de la finance et de redéfinition de son rôle (nécessaire et incontournable) dans la société sans discussion sur les principes qui fondent sa régulation.

QUEL NOUVEAU MODÈLE DE RÉGULATION ?

La régulation consiste pour les uns à minimiser l'intervention régulatrice des pouvoirs publics qui ne doit pas nuire au libre jeu des forces du marché. Pour les autres, elle doit modifier le fonctionnement de certains marchés en fonction d'objectifs d'intérêt général en incitant les acteurs à modifier leurs comportements. Dans un cas comme dans l'autre, il s'agit de déterminer positivement ou négativement le rôle de l'État et celui du marché comme force de régulation. La régulation de la finance au cours des dernières décennies s'est organisée autour de ce débat, en privilégiant la première alternative.

La faillite de l'ordre ancien (celui que l'on nomme par facilité le « capitalisme financier » – Aglietta et Rebérioux, 2004)⁶ appelle à l'établissement d'un nouveau régime. Les principes ayant guidé jusque-là la régulation financière doivent être renouvelés. Or il est difficile de poser les bases d'une nouvelle régulation sans s'accorder sur les objectifs politiques et économiques attendus par celle-ci. Toute régulation n'est en effet que le prolongement de choix politiques et économiques pour une société. Quelle place la finance doit-elle avoir dans l'économie et la société ? Quel doit être le rôle des acteurs privés et publics dans la régulation de la finance ? Pour quels objectifs ? Sur ce dernier point, un consensus sera assez vite trouvé autour des idées suivantes : assurer le financement de la croissance et de l'emploi ; garantir la sécurité de l'épargne ; améliorer la résilience des institutions financières aux chocs ; limiter et contrôler les risques et l'instabilité financière. À ces objectifs politiques, il convient d'ajouter des considérations macro-économiques : comment concevoir un cadre susceptible de limiter la procyclicité des systèmes financiers ? comment promouvoir la capacité de résistance aux chocs des infrastructures et des institutions financières ? Ici, l'approche traditionnelle

des régulateurs se concentre sur deux questions : la nécessité de mettre en œuvre une surveillance macroprudentielle et la question de savoir si des activités ou des acteurs spécifiques (ceux présentant une importance systémique) justifieraient des règles particulières.

Ce qui frappe l'observateur face aux décisions des politiques depuis la crise, c'est l'absence de cohérence de celles-ci. Des choix – ou des non-choix – de régulation sont mis en œuvre sans même s'accorder sur le modèle de société et d'économie qui sous-tend la finance. Il est vrai que la difficulté vient notamment du fait qu'une régulation de la finance passe par une gouvernance régionale, voire mondiale des enjeux financiers et qu'il n'y a pas de consensus politique au sein de ces instances (G8, G20, Forum de stabilité, etc.). Difficile de s'accorder sur des choix de régulation si l'on ne s'accorde pas sur des choix économiques et monétaires (les divergences entre la Fed – Federal Reserve – et la BCE – Banque centrale européenne – sont à cet égard une illustration). Il est donc illusoire de fonder les espoirs d'une régulation cohérente de la finance dans ces « grands machins » que sont les institutions internationales comme le FMI, la BRI ou autres. Au mieux, ces institutions peuvent-elles être le lieu de rencontres et d'échanges, voire de diagnostics d'experts sur tel ou tel point technique. Mais elles ne peuvent pas remplir le rôle de « gouvernement mondial de la finance », que peu de personnes d'ailleurs leur demandent de jouer.

Cette impossibilité à s'accorder au niveau global sur un mode de régulation souligne en même temps l'absence d'une réelle volonté politique pour réformer en profondeur la finance. Car derrière les mots des uns et des autres sur les méfaits de la finance, quels actes concrets réellement innovants en matière de régulation peut-on mettre au crédit des gouvernants sur la régulation financière ? Cette impuissance des politiques à réformer la gouvernance de la finance mondiale traduit tout simplement les limites de toute approche traditionnelle en matière de régulation, celle où l'on s'en remet à la puissance publique pour donner le cadre général, quitte à ce que celle-ci délègue ensuite celui-ci à des instances administratives ou professionnelles censées être plus compétentes. Cette conception de la régulation n'a pas fonctionné.

Toute nouvelle régulation de la finance serait-elle dès lors impossible ? S'il semble clair que l'horizon d'une régulation mondiale de la finance n'est pas pour demain, il reste toutefois possible au niveau régional et en particulier européen de changer les paradigmes en tenant compte des expériences du passé. Cette refondation passe notamment par poser les jalons d'un nouvel ordre juridique⁷, où la norme de droit ne doit pas être neutre, mais, au contraire, où elle doit clairement afficher des objectifs (de protection), où le formalisme juridique doit être abandonné pour privilégier une responsabilité individuelle, où l'utilitarisme de la norme doit être proscrit au bénéfice de l'intérêt général.

Cette refondation nécessite une remise en cause structurelle du mode opératoire de la Commission européenne ; celle-ci doit rompre avec les schémas jusque-là en place. En premier lieu, le principe de l'autorégulation comme mode principal

de régulation de la finance qui conduit inévitablement à une « marchandisation » de la régulation⁸. Les textes européens qui procèdent de cette logique sont nombreux. À commencer par les principales directives européennes qui forment le cadre réglementaire du marché unique au sein de l'Union européenne. L'harmonisation des conditions d'accès, d'organisation et de fonctionnement des « marchés » constitue l'objectif principal des différentes directives sectorielles en matière financière. Depuis le Livre blanc du 14 juin 1985 sur l'*Achèvement du marché intérieur* qui a conduit à la signature de l'acte unique en 1986, le but principal de la Commission européenne est de tout mettre en œuvre pour achever la création de ce grand marché⁹. L'idée sous-jacente à cette politique d'harmonisation consiste à considérer que la création d'un grand marché européen est créatrice de richesses, mais surtout permet aux consommateurs (aux épargnants dans le cadre des activités financières) de bénéficier d'une baisse des prix. Autrement dit, l'accent a été d'abord et principalement mis sur la concurrence, entre les acteurs bien sûr, mais aussi entre les places financières. D'où les directives DSI (directive sur les services d'investissement), MIF (marchés d'instruments financiers) I et bientôt MIF II, mais aussi les directives UCTIS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) I, II, IV, et bientôt V et VI, ou encore les nombreux textes en matière bancaire ou d'assurance. C'est la critique classique d'une approche trop exclusivement « libérale » ou plus exactement « mercantile » de la politique économique européenne. Ce n'est que dans un second temps que la protection du consommateur (de l'investisseur) est apparue comme un objectif additionnel à la Commission. Et d'essayer ensuite de combiner harmonisation et protection, ce qui ne va pas de soi. En effet, il n'est pas démontré en quoi une harmonisation (comprendre/concurrence) conduit à une meilleure protection des consommateurs. Moins que des objectifs complémentaires, il s'agit d'objectifs distincts qu'il faut donc mener de façon séquentielle. C'est cette approche principalement mercantiliste qui a montré ses limites pendant la crise en ne permettant pas une protection suffisante des citoyens consommateurs ou épargnants. Non que l'harmonisation doive être abandonnée des objectifs de la Commission, des secteurs nombreux étant encore à ouvrir. Mais les priorités doivent être changées. Tout au moins pour les secteurs où l'harmonisation est déjà appliquée depuis de nombreuses années, comme ceux des services financiers.

Une bonne régulation est aussi une régulation qui sait alterner temps de réforme et temps de pause. Or, depuis le passage à la monnaie unique, ce sont près de vingt années de réformes interrompues qu'ont connues les marchés financiers en Europe. Il est désormais urgent de faire une pause en matière de régulation financière après toutes ces années d'harmonisation forcée. Et laisser aux acteurs de la finance le temps d'assimiler les milliers de pages de directives, règlements et autres textes publiés depuis une dizaine d'années.

N'est-il pas aussi préférable de temporiser un accord commercial avec les États-Unis et de reconsolider d'abord son propre marché financier avant d'ouvrir

encore plus celui-ci aux acteurs tiers ? N'est-il pas temps de mieux équilibrer dans la régulation harmonisation et subsidiarité ? Plus fondamentalement, et à défaut de pouvoir renforcer les pouvoirs des instances de régulation européennes (ESMA – European Securities and Markets Authority –, IEOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority –, EBA – Euro Banking Association), ne serait-il pas préférable d'assigner aux régulateurs locaux dans leurs statuts des missions identiques et de décliner au niveau national l'ordre des priorités définies au niveau européen ? Ne faut-il pas supprimer le pouvoir de régulation primaire aux autorités administratives tant nationales qu'européennes, trop influençables par les acteurs et souvent les plus puissants, et qui s'auto-alimentent en régulation, et rendre ce pouvoir au Parlement européen ? Autrement dit, mettre fin à l'expérience, qui devait être temporaire, du processus Lamfalussy et redonner aux parlementaires leur rôle primaire en matière d'élaboration des normes, conjointement bien sûr avec le Conseil européen et toujours sur proposition de la Commission européenne ? La solution n'est-elle pas de rendre aux élus et au pouvoir politique le soin de déterminer le cadre du marché intérieur ? La légitimité des décisions en sortira renforcée. Bien sûr, on dira que les députés ne sont pas des experts financiers, que les États membres se livrent à des arbitrages complexes, voire douteux au Conseil, et que tout cela n'est pas « efficace pour les marchés ». Mais n'est-ce pas là justement le jeu de la démocratie ? Et n'est-ce pas mieux que de voir ces mêmes textes élaborés au final par les plus puissants acteurs de la finance au travers des « groupes d'experts », et autres études d'impact le plus souvent rédigées par leur soin ?

Le défi de l'Europe financière est de renouer la confiance rompue entre les citoyens et leur système financier. Seul un nouveau cadre conceptuel de la régulation financière conduisant non à « mieux » protéger les épargnants et les clients, mais tout simplement à les protéger, permettra un retour de la confiance. La sortie de crise ne passe pas par une fuite en avant consistant à libéraliser sans fin les marchés et harmoniser au maximum leur cadre légal (les habitudes de consommation et d'épargne ne sont pas les mêmes d'un pays à un autre en Europe). Elle passe par une refondation des liens entre la finance et l'économie dans le cadre d'une économie sociale de marché¹⁰. Comment ? En redonnant à la finance le rôle qui est la sienne, celui de financer l'économie à long terme et de voir dans la finance elle-même un « bien commun »¹¹, c'est-à-dire une communauté où les individus communiquent et négocient dans une perspective qui ne se réduit pas à des intérêts immédiats et où la gouvernance n'est imposée ni par le marché, ni par l'État, mais où tous les acteurs de la société participent, directement ou non. La question des rapports entre la finance et le bien commun, longtemps ignorée, fait depuis peu, même en France, l'objet d'attentions de plus en plus nombreuses¹². Un manifeste a été signé en ce sens par plusieurs économistes français en 2011 (Dembinski, 2011). Ces réflexions tendent à remettre l'éthique au centre des propositions. Mais celles-ci peuvent aller encore plus loin et pourraient s'inspirer des réflexions sur la gestion des ressources rares en matière de gouvernance.

Car si les attitudes individuelles de tout à chacun sont une condition nécessaire du changement des comportements, elles ne peuvent rien seules et doivent être accompagnées de réformes en termes de gouvernance en modifiant profondément l'organisation et le fonctionnement des instances internationales en la matière : FSB (Financial Stability Board), BRI, FMI et autres. La composition de ces institutions doit intégrer non seulement des banquiers centraux et des banques commerciales, mais aussi des représentants d'entreprises et de consommateurs. Voir dans la finance un bien commun, c'est considérer que la régulation des marchés financiers ne doit pas dépendre que des seuls financiers. Car la monnaie, comme toute ressource rare, doit être gérée avec toutes les parties prenantes. Sous ce nouvel angle, une nouvelle page de la régulation de la finance reste à écrire.

NOTES

1. Pour une analyse des théories de la régulation, voir Boyer et Saillard (1995), Chevallier (1995), Commaille et Jobert (1999), Boy (2001), du Marais (2004).
2. Sur la notion de marché et la nombreuse littérature, voir notamment Rosanvallon (1989), Frison-Roche (1995) et (1996), Depambour-Tarride (1996) et Torre-Schaub (2002).
3. On citera bien sûr le travail de Pistor (2013).
4. Voir, par exemple, Michéa (2008).
5. Voir aussi l'article publié juste avant la crise par Jordan et Hughes (2007).
6. On se souvient que Michel Aglietta est avec Robert Boyer le créateur de l'école de la régulation qui tend à analyser les cycles longs à partir des structures de l'économie.
7. Voir notamment les travaux de Katharina Pistor (déjà cité) dans le cadre du réseau *Global Law in Finance* dont les principaux points sont résumés dans Pistor (2013). Ou bien encore, ceux de Caffagi (2010).
8. Voir aussi Scialom (2010).
9. Ainsi, la Commission européenne estime que « l'achèvement du marché intérieur pour les services financiers est un élément clé de l'objectif général de la Commission européenne visant à stimuler la reprise économique en Europe » (première phrase du site de la DG Marché intérieur/Services financiers) : http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/financial_capital/index_fr.htm.
10. L'expression n'est pas innocente : elle fait référence à la pensée de Wilhelm Röpke (1899-1966) et à la théorie de l'ordo-libéralisme.
11. Voir les propos en introduction.
12. Voir Mabille F. (dir.) (2009) et en particulier Baule et Giraud (2009), ou la revue *Finance & bien commun* de Boeck éditeur, ou le colloque « La Finance comme bien commun » organisé par l'Association française d'économie politique (<http://afep2014.sciencesconf.org/resource/page/id/10>).

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et REBÉRIOUX A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.
- AUDIER S. (2012), *Néo-libéralisme(s), une archéologie intellectuelle*, Grasset.
- BAULE F. et GIRAUD G. (2009), « Finance des marchés et bien commun », *Finance & bien commun*, Mabillet F. (dir.), n° 1, octobre.
- BOY L. (2001), « Réflexions sur le droit de la régulation », *Daloz*, pp. 3031-3038.
- BOYER R. et SAILLARD Y. (1995), *La théorie de la régulation*, Paris, La Découverte.
- CAFFAGI F. (2010), « New Foundation of Transnational Private Regulation », Robert Schuman Center for Advanced Studies, *Working Paper*, n° 2010/53.
- CARSON J. W. (2011), *Self Regulation in Securities Market*, Banque mondiale, *Working Paper*, n° 5542.
- CHEVALLIER J. (1995), « De quelques usages du concept de régulation », in Miaille M. (dir.), *La régulation entre droit et politique*, Paris, L'Harmattan.
- COMMAILLE J. et JOBERT B. (dir.) (1999), *Les métamorphoses de la régulation politique*, Paris, LGDJ.
- DEMBINSKI P. (2011), « Pour une finance au service du bien commun », Observatoire de la finance, *Revue Banque & Stratégie*, juillet.
- DEPAMBOUR-TARRIDE L. (1996), « Quelques remarques sur les juristes français et l'idée de marché dans l'histoire », *Archives de philosophie du droit*, tome 40, p. 264.
- DU MARAIS B. (2004), *Droit public de la régulation économique*, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz, p. 482 et suivantes.
- FRISON-ROCHE M.-A. (1995), « L'État, le marché et les principes du droit interne et communautaire de la concurrence », *Les petites affiches*, n° 59, note 7, 17 mai, p. 5.
- FRISON-ROCHE M.-A. (1996), « Le modèle du marché », *Archives de philosophie du droit*, tome 40, p. 304.
- FRISON-ROCHE M.-A. (2004), « Définition du droit de la régulation économique », *Daloz*, p. 126.
- JORDAN C. et HUGHES P. (2007), « Which Way for Market Institutions: the Fundamental Question of Self Regulation », *Berkeley Business Law Journal*, vol. 4, n° 2, septembre.
- MABILLE F. (dir.) (2009), *Finance & bien commun, Revue de Sciences humaines/Éthique/Société*, n° 1, octobre.
- MICHÉA J.-C. (2008), *La double pensée, retour sur la question libérale*, Flammarion, Champs Essais.
- PISTOR K. (2013), « A Legal Theory of Finance », *Journal of Comparative Economics*, n° 41, mars.
- ROSANVALLON P. (1989), *Le libéralisme économique. Histoire de l'idée de marché*, Paris, Seuil, paru en 1979 sous le titre *Le capitalisme utopique. Critique de l'idéologie économique*.
- SCIALOM (2010), « Pour un renouvellement des principes de la régulation financière : une esquisse », *Les journées de l'AFSE*, Orléans.
- TORRE-SCHAUB M. (2002), *Essai sur la construction juridique de la catégorie de marché*, Paris, LGDJ, collection Bibliothèque de droit privé, tome 363.
- VALENTIN V. (2002), *Les conceptions néo-libérales du droit*, *Economica*, p. 14.

