



**Université Paris II Panthéon-Assas**  
**Master II Professionnel Juriste d'affaires – DJCE**

2009-2010

# **Crise financière et faillite du Droit**

Emeline Petit

Sous la direction du professeur  
Hubert de Vauplane



L'université PANTHEON ASSAS (PARIS II) droit - économie - sciences sociales n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

# Sommaire

Introduction .....	5
1. Un droit instrumentalisé .....	14
1.1. L'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs.....	14
1.1.1. Un droit technique sujet à l'autorégulation .....	15
1.1.2. Un rôle majeur des lobbies dans l'élaboration des normes .....	21
1.2. L'instrumentalisation du droit financier par son objet .....	27
1.2.1. Des théories économiques fondant l'efficacité des marchés à adapter.....	27
1.2.2. Une évolution du rôle des marchés appelant une évolution du droit.....	34
2. Un droit dépassé .....	42
2.1. Droit des marchés et marché du droit.....	42
2.1.1. Une inversion du rapport des entreprises aux Etats.....	42
2.1.2. Vers un darwinisme normatif ? .....	48
2.2. Une tentative de reconstruction du droit financier .....	54
2.2.1. La coopération internationale pour contrer la concurrence entre les droits.....	54
2.2.2. La coopération, mécanisme pré-juridique à l'efficacité limitée .....	61
Conclusion.....	66
Table des matières .....	69
Bibliographie .....	72

## Introduction

### Lettre persane n°146 - Montesquieu

*Usbek à Rhédi, à Venise*

Il y a longtemps que l'on a dit que la bonne foi était l'âme d'un grand ministère. Un particulier peut jouir de l'obscurité où il se trouve: il ne se décrédite que devant quelques gens ; il se tient couvert devant les autres ; mais un ministre qui manque à la probité a autant de témoins, autant de juges, qu'il y a de gens qu'il gouverne.

Oserai-je le dire? Le plus grand mal que fait un ministre sans probité n'est pas de desservir son prince et de ruiner son peuple ; il y en a un autre, à mon avis, mille fois plus dangereux : c'est le mauvais exemple qu'il donne.

Tu sais que j'ai longtemps voyagé dans les Indes. J'y ai vu une nation, naturellement généreuse, pervertie en un instant, depuis le dernier de ses sujets jusqu'aux plus grands, par le mauvais exemple d'un ministre. J'y ai vu tout un peuple, chez qui la générosité, la probité, la candeur et la bonne foi ont passé de tous temps pour les qualités naturelles, devenir tout à coup le dernier des peuples ; le mal se communiquer et n'épargner pas même les membres les plus sains; les hommes les plus vertueux faire des choses indignes et violer les premiers principes de la justice, sur ce vain prétexte qu'on la leur avait violée.

Ils appelaient des lois odieuses en garantie des actions les plus lâches, et nommaient *nécessité* l'injustice et la perfidie.

J'ai vu la foi des contrats bannie, les plus saintes conventions anéanties, toutes les lois des familles renversées. J'ai vu des débiteurs avarés, fiers d'une insolente pauvreté, instruments indignes de la fureur des lois et de la rigueur des temps, feindre un paiement au lieu de le faire, et porter le couteau dans le sein de leurs bienfaiteurs.

J'en ai vu d'autres, plus indignes encore, acheter presque pour rien, ou plutôt ramasser de terre des feuilles de chêne, pour les mettre à la place de la substance des veuves et des orphelins.

J'ai vu naître soudain, dans tous les cœurs, une soif insatiable des richesses. J'ai vu se former en un moment une détestable conjuration de s'enrichir, non par un honnête travail et une généreuse industrie, mais par la ruine du prince, de l'État et des concitoyens.

J'ai vu un honnête citoyen, dans ces temps malheureux, ne se coucher qu'en disant : « J'ai ruiné une famille aujourd'hui; j'en ruinerai une autre demain. »

« Je vais, disait un autre, avec un homme noir qui porte une écritoire à la main et un fer pointu à l'oreille, assassiner tous ceux à qui j'ai de l'obligation. »

Un autre disait : « Je vois que j'accorde mes affaires. Il est vrai que, lorsque j'allai, il y a trois jours, faire un certain paiement, je laissai toute une famille en larmes, que je dissipai la dot de deux honnêtes filles, que j'ôtai l'éducation à un petit garçon. Le père en mourra de douleur, la mère périt de tristesse; mais je n'ai fait que ce qui est permis par la loi. »

Quel plus grand crime que celui que commet un ministre lorsqu'il corrompt les mœurs de toute une nation, dégrade les âmes les plus généreuses, ternit l'éclat des dignités, obscurcit la vertu même, et confond la plus haute naissance dans le mépris universel ?

Que dira la postérité lorsqu'il lui faudra rougir de la honte de ses pères ? Que dira le peuple naissant lorsqu'il comparera le fer de ses aïeux avec l'or de ceux à qui il doit immédiatement le jour ? Je ne doute pas que les nobles ne retranchent de leurs quartiers un indigne degré de noblesse, qui les déshonore, et ne laissent la génération présente dans l'affreux néant où elle s'est mise.

*De Paris, le 11 de la lune de Rhamazan 1720.  
Montesquieu, Lettres persanes*

Cette « lettre persane », écrite à la suite de la Banqueroute de Law en 1720, n'a pas perdu de son actualité. Montesquieu y fait allusion aux opérations qui avaient permis à des banquiers de ruiner des familles en toute impunité, c'est-à-dire dans le respect des lois, menant à la faillite de la banque royale et entraînant une crise affectant la société française. Le droit, à l'époque tout comme aujourd'hui, est au centre de la crise, en ce qu'il a permis ou qu'il n'a pas su empêcher de tels comportements, menant à une bulle financière et à son éclatement.

De la faillite de Law à la crise actuelle, en passant par la crise de 1929 ou l'éclatement de la bulle Internet, il semble que le scénario se répète : la formation d'une bulle financière sur les marchés qui éclate, entraînant des conséquences néfastes pour l'économie. Et tout cela dans le respect de la Loi !

## **La crise financière**

Au sens strict, une crise est un « processus de retournement du cycle économique en son point le plus haut, qui interrompt la phase d'expansion et précipite l'économie dans la dépression<sup>1</sup> ». La crise actuelle marque à ce point les esprits qu'elle est considérée comme la plus importante jamais connue depuis celle de 1929. Elle a commencé par l'éclatement d'une bulle immobilière aux États-Unis et s'est propagée dans le monde entier en raison des liens qu'entretiennent les différentes institutions financières mondiales.

Aurait-elle pu être évitée ? C'est la question qui se pose dès lors qu'un « cygne noir » apparaît à l'horizon, au sens où Nassim Nicholas Taleb l'entend<sup>2</sup>, soit un événement imprévisible tel l'attaque du World Trade Center le 11 septembre 2001. Mais, pour Taleb, les crises économiques ne sont pas des cygnes noirs mais plutôt des cygnes gris<sup>3</sup>, en ce qu'elles sont prévisibles. Pourtant, si la crise était prévisible puisque l'éclatement d'une bulle financière l'est toujours, nul ne savait vraiment quand elle allait se produire ni ses

---

<sup>1</sup> Dictionnaire d'économie et de sciences sociales – Nathan – 4<sup>ème</sup> édition 1998

<sup>2</sup> Nassim Nicholas Taleb, *Le cygne noir – la puissance de l'imprévisible*, éditions Les belles lettres, 2008

<sup>3</sup> Nassim Nicholas Taleb, *Le cygne noir – la puissance de l'imprévisible*, éditions Les belles lettres, 2008, p.390 : Cygne gris de Mandelbrot - Les Cygnes Noirs que l'on peut prendre un tant soit peu en compte – tremblements de terre, libes ayant un succès retentissant, krachs boursiers – mais dont les propriétés vous demeurent en partie incompréhensibles et pour lesquels il n'est pas possible d'effectuer de calculs précis.

conséquences. En outre, tant que la bulle est en phase ascendante, elle profite à ceux qui l'auto-entretiennent, sans que ces derniers ne songent à la stopper, encore qu'ils puissent le faire. En effet, dans notre monde globalisé, il semble à Elie Cohen que la crise n'aurait pu être évitée que par une « coordination des politiques économiques américaine, européennes et chinoise<sup>4</sup> ». Or, les difficultés qui sont à noter pour trouver un simple accord au niveau européen, notamment face à la faillite de la Grèce, laissent à penser qu'un « atterrissage en douceur<sup>5</sup> » était impensable. La crise paraît alors inéluctable. Il reste alors à relever tous les mécanismes à l'œuvre qui ont fait défaut pour éviter qu'un même événement ne se reproduise dans le futur. Des failles dans la réglementation sont ainsi identifiées telles que l'absence de réglementation des fonds alternatifs<sup>6</sup>, le rôle néfaste des paradis fiscaux, la prise de risque excessive d'institutions financières garanties par leur Etat, encouragée par des modes de rémunérations inadaptés, une mauvaise gestion et une dilution des risques ou encore une comptabilité inadéquate (remise en cause de la théorie de la juste valeur ou de l'absence de comptabilisation des véhicules hors-bilan). Pour empêcher qu'une crise du même type ne réapparaisse dans le futur, de nombreuses réformes sont donc à l'œuvre dans le monde financier.

Toutefois, au-delà de ces réformes ponctuelles, face à cette crise, ne faudrait-il pas prendre du recul et se demander en quoi elle illustre, non pas des failles dans la réglementation, mais, plus globalement, une faillite du Droit ? Pour cela, il conviendrait de redonner au Droit tout son sens, de revenir aux prémices de celui-ci, de réfléchir à son objectif premier et de voir en quoi celui-ci n'est plus au centre du Droit.

## **Une définition du droit ?**

Comme l'indique Michel Troper<sup>7</sup>, il n'existe pas d'accord sur une définition du droit.

Bien sûr, l'étude dans laquelle nous nous lançons nous invite non pas à considérer que le Droit est le droit positif puisqu'il s'agit de mettre ce dernier face à ses imperfections.

---

<sup>4</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010, p. 100

<sup>5</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010, p.100

<sup>6</sup> Hedge Funds

<sup>7</sup> Michel Troper, *La philosophie du droit*, Que sais-je, p.9

Le dictionnaire Cornu donne sept définitions du terme « Droit ». L'une d'entre elles est la suivante : « Employé absolument peut être synonyme de Droit idéal ou de Droit naturel ou encore de justice ». Qu'est-ce que le « Droit idéal » ? De prime abord, un idéal n'existe pas mais il sert de référence. Ainsi, la notion de Droit, dans le sens qui sera retenu pour cette étude, renvoie bien à un droit « idéal », servant de point de comparaison. En admettant qu'un idéal n'est pas de l'ordre du possible, il convient néanmoins de voir de quelle manière il peut être approché ou fui.

Le droit naturel est le droit que chaque homme tient de sa nature. Cette notion préside à l'élaboration des Droits de l'Homme. Ce n'est pas celle qui sera utilisée comme point de repère.

Le Droit synonyme de justice est celui qui retiendra notre attention dans le cadre de cette étude. Il ne s'agit pas d'un Droit « moral » mais d'un droit « juste ». Ainsi, comme l'indique Kant<sup>8</sup>, repris par René Sève dans son ouvrage *Philosophie et théorie du droit*<sup>9</sup>, « la morale couvre [...] potentiellement l'ensemble du champ de l'activité humaine, exceptées les actions indifférentes (si elles existent), alors que le droit ne concerne que les actes nécessaires au maintien de la coexistence sociale ». Au vu de cette explication, le Droit n'est pas la morale mais plutôt une sorte de garde-fou pour que chacun puisse vivre dans le respect des libertés des autres.

Le droit aurait donc pour objectif la réalisation d'un ordre juste. Le dictionnaire Cornu donne plusieurs définitions de ce terme. L'une d'elle est la suivante : « conforme à l'équité et à la raison, équitable ». Il semble ainsi que, si le Droit a pour finalité un « ordre juste », cette notion est emprunte de subjectivité. Faut-il pour autant l'ignorer dans la définition de ce qu'est le Droit ? Le postulat de cette étude est qu'elle n'en demeure pas moins pertinente pour prendre du recul face au droit positif et servir de mesure.

---

<sup>8</sup> Kant, *Métaphysique des Mœurs, Doctrine de la Vertu*, §19, §45

<sup>9</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.60



## Droit et justice sociale

Derrière la notion de « juste », se trouve celle de « justice sociale ». Dans son ouvrage intitulé *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*<sup>10</sup>, Alain Supiot y voit une notion fondatrice du Droit, dont l'atteinte faisait notamment l'objet d'un consensus entre les nations à la fin de la seconde guerre mondiale mais qui a été ensuite ignorée au profit d'une concurrence entre tous, érigée en fin. Alain Supiot évoque, dans son ouvrage, ce qu'il nomme « l'esprit de Philadelphie », en référence à une déclaration adoptée le 10 mai 1944 et faisant figure de « première déclaration internationale des droits à vocation universelle<sup>11</sup> ». Prenant la mesure des atrocités commises lors de la seconde guerre mondiale, ce texte met au cœur de l'élaboration des normes juridiques, la notion de justice sociale. Cet « esprit de Philadelphie » se retrouve également dans la Charte des Nations Unies du 26 juin 1945 et dans la Déclaration Universelle des Droits de l'Homme du 10 décembre 1948. Il présente plusieurs traits fondamentaux : les principes qu'il contient sont affirmés et procèdent de l'expérience des deux guerres mondiales. La dignité humaine, considérée comme pierre angulaire de l'ordre juridique, conduit à ériger un système équilibrant liberté et sécurité. Enfin, la « justice sociale » définie ainsi : « tous les êtres humains, quels que soient leur race, leur croyance ou leur sexe, ont le droit de poursuivre leur progrès matériel et leur développement spirituel dans la liberté et la dignité, dans la sécurité économique et avec des chances égales.<sup>12</sup> » est érigé en but de toute politique nationale et internationale. Le moyen d'atteindre ce but, « l'instrument qui permet aux hommes de tous pays et de toutes confessions de bâtir ensemble un ordre juste et de tirer les leçons de l'expérience de la barbarie, c'est le Droit<sup>13</sup> ».

L'ensemble des auteurs ne s'accordent pas sur le fait que la justice sociale soit l'objet du Droit. Certains la jugent trop empreinte de subjectivité pour être utilisée comme fondement des règles juridiques. La notion a ainsi été discréditée, notamment par les théories économiques dominantes. Selon Adam Smith, fondateur du courant des classiques puis des néoclassiques, la recherche du gain individuel (objectif qui semble aux antipodes de la justice

---

<sup>10</sup> Editions du Seuil, janvier 2010

<sup>11</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p.9

<sup>12</sup> Déclaration de Philadelphie, art. II c

<sup>13</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil, janvier 2010, p. 22

sociale), conduit à un intérêt général par le biais d'une « main invisible ». Au regard de cette théorie, pourquoi rechercher à faire preuve de justice puisque le seul fait de rechercher son propre intérêt conduit au bien de tous ? Peu à peu, il semble que la recherche du gain individuel ait pris la place de la recherche de justice.

Si cette notion ne semble plus à la base du droit positif et spécialement du droit des affaires ou du droit financier, elle paraît tout de même avoir été remise au goût du jour à l'aune de la crise financière, dont l'éclatement a révélé des pratiques bien éloignées d'un principe de justice. Il convient alors d'étudier les traits du droit financier afin de comprendre notamment pourquoi le principe de justice n'est pas en son cœur.

## **Droit financier et faillite du Droit ?**

Pour se faire une idée des enjeux du droit financier, il faut prendre la mesure des liens étroits que celui-ci entretient avec son objet, à savoir le système financier. Selon Bertrand Jacquillat et Vivien Levy-Garboua, le système financier a pour objet « la mise en relation des agents économiques qui ont des ressources excédentaires (les ménages notamment) avec ceux qui en manquent<sup>14</sup> ».

L'objectif du droit financier, également appelé droit des marchés financiers quoiqu'il ne concerne pas uniquement lesdits marchés, est de régir ce système financier, à savoir les opérations financières (sur les marchés financiers mais aussi en dehors de ces marchés) mais aussi les acteurs les réalisant, communément appelés institutions financières, qui sont, en France du moins, les entreprises agréées pour réaliser des services d'investissement (entreprises d'investissement et, le cas échéant, établissements de crédit).

### **Un droit instrumentalisé**

Le droit des marchés financiers se caractérise par sa finalité : « permettre et [...] garantir un bon fonctionnement des marchés. Le bon fonctionnement des marchés financiers est une fin qui justifie les techniques juridiques mises en œuvre pour y parvenir<sup>15</sup> ». Ainsi, ce

---

<sup>14</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 20

<sup>15</sup> N. Rontchevsky, J-P Storck et M. Storck, *Le réalisme du droit des marchés financiers*.

droit est en quelque sorte happé par son objectif, qui est l'efficacité des marchés. Mais quels sont les principes à la source de l'efficacité des marchés ? Il s'agit des théories économiques dominantes, tout du moins avant la crise actuelle, à savoir les théories de l'efficience et de l'autorégulation des marchés, prônées par la doctrine néoclassique. Le droit des marchés financiers est donc au service de cette idéologie économique.

Le fonctionnement des marchés et leur étude est réservé aux économistes et les juristes sont en quelque sorte réduits à édicter des lois mettant en œuvre les principes économiques dominants. Certains parlent de « clôture normative du système<sup>16</sup> », inaccessible aux juristes, en raison de sa complexité.

Est-ce inéluctable ? La question se pose d'autant plus que les théories économiques prônant une autorégulation et une efficience des marchés ont montré maintes fois leurs limites. La crise actuelle en est un nouvel exemple. Le droit doit-il rester instrumentalisé par le marché ? Le marché est indispensable au bon fonctionnement de l'économie mais la question de sa réglementation ne doit pas échapper aux juristes. Tout un chacun doit pouvoir comprendre les mécanismes en jeu afin de prendre position sur la mise en place d'une régulation ou d'une autre. Il faut garder à l'esprit que les marchés ont été construits par les hommes et ne devraient pas leur échapper.

Au vu de ces éléments, il peut sembler que le droit des marchés financiers, qui a pour objectif l'efficacité des marchés, s'écarte de l'objectif premier assigné au droit, à savoir la justice sociale. Sauf à démontrer que ces marchés la favorisent. Eu égard à leur évolution, la question mérite d'être posée.

Si les règles juridiques organisant les échanges, d'une manière générale, sont le fruit de la recherche d'un équilibre entre justice sociale et sécurité ou efficacité juridique, en droit des affaires et, plus spécialement le droit des marchés financiers, l'objectif d'efficacité des marchés a pris le pas sur la justice. Mais la crise nous amène à remettre en cause cette recherche de l'efficacité au niveau microéconomique, qui a conduit à une instabilité macroéconomique, démontrant qu'aucun équilibre n'avait été trouvé, les deux objectifs assignés au droit : justice et sécurité, ayant tous deux été délaissés.

---

<sup>16</sup> Alain Couret, Hervé le Nabasque, *Droit financier*, éditions Dalloz, 2008, p. 5

La complexité du fonctionnement des marchés financiers a conduit également à une externalisation de l'édiction des règles régissant ce domaine, par l'utilisation d'autorités de régulation et par un rôle accru donné aux acteurs dans la formalisation des règles les concernant. Cela a conduit à une mainmise des professionnels sur le droit les régissant, voire à une « capture » de ce droit par ces derniers, organisés en puissants lobbies.

Ce droit est ainsi instrumentalisé, non seulement par ses acteurs qui arguent de sa complexité mais aussi par la théorie économique dominante. Est-ce contraire aux principes du Droit ? Pour quelles raisons la justice sociale n'est pas au centre des considérations de ce droit ? Le rôle du marché justifie-t-il cette mise à l'écart ? Le juriste a-t-il son mot à dire face aux économistes ? Ces thèmes de réflexion seront l'objet de la première partie de cette étude, consacrée à l'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs et son objet.

## **Un droit dépassé**

En principe, le Droit s'inscrit dans un territoire donné ; un ordre juridique est rattaché à un Etat, qui dispose du pouvoir, non seulement d'édicter les règles mais aussi de les sanctionner. Aussi, pour Hobbes, le Droit ne peut se concevoir sans Etat, c'est-à-dire sans instance supérieure susceptible d'assurer un pouvoir de sanction en cas de méconnaissance des règles. Notre société actuelle se caractérise par un phénomène de mondialisation, c'est-à-dire par une interaction de plus en plus grande entre les différentes économies et par la possibilité pour les entreprises multinationales de réaliser leur activité sur un marché devenu planétaire. Ainsi, en l'absence d'ordre juridique international, les entreprises choisissent leur Etat d'installation ou, du moins, les règles qui vont s'appliquer à elles. L'objectif de toute entreprise restant la maximisation du profit, elle cherchera logiquement le système qui lui permettra de l'atteindre. Seront donc préférés les ordres juridiques dont les contraintes sont les moins importantes (contraintes en termes de fiscalité, de charges sociales...), permettant un profit plus important. Devant cet arbitrage législatif que peuvent opérer les entreprises, les droits nationaux doivent revoir leurs fondamentaux. Cette fois-ci, ce n'est plus l'efficacité des marchés qui prime la justice sociale mais l'attractivité du droit.

Eu égard à l'importance prise par l'industrie financière dans les économies capitalistes, la question de l'attractivité des places financières est à l'ordre du jour. C'est elle

qui est à l'origine des déréglementations initiées en Grande Bretagne puis imitées par les autres pays. L'environnement réglementaire des places financières se doit d'être attractif pour assurer leur expansion.

Si, dans un premier temps, l'objectif d'efficacité des marchés pouvait paraître en contradiction avec la justice sociale, en raison notamment de l'évolution du rôle des marchés et des difficultés manifestes à les appréhender, l'objectif d'attractivité paraît encore plus en antithétique avec celui-ci.

Comment concilier justice sociale et attractivité ? Ce phénomène de marchandisation du Droit est-il inéluctable ? Comment les Etats essaient-ils de l'endiguer ? Ce sont ces considérations qui seront étudiées dans le cadre de la seconde partie de cette étude, consacrée à l'étude de la formation des règles de droit dans un monde globalisé où la mondialisation transcende le droit.

\*

\* \*

En bref, d'une part, le droit financier se détache peu des acteurs du monde de la finance, ni des théories économiques qu'il permet de faire vivre ; d'autre part, tout comme les autres branches du droit des affaires, eu égard à l'importance et de l'industrie financière et à la possibilité offerte aux entreprises de choisir le lieu de leur activité, l'efficacité et l'attractivité sont ses maîtres mots.

Ainsi, l'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs et son objet sera étudiée dans une première partie qui tentera de montrer qu'en matière financière, le Droit est non seulement au service des lobbies mais aussi de la théorie économique dominante. La seconde partie sera, quant à elle, consacrée à l'analyse des rapports qu'entretient le Droit et la mondialisation pour tenter de montrer que celle-ci le transcende. Elle s'articulera autour de deux sous-parties, traitant respectivement de la concurrence entre les systèmes de droit et des nouveaux mécanismes d'édiction des lois au niveau international.

## 1<sup>ère</sup> partie :

### **1. Un droit instrumentalisé**

Au service de l'efficacité des marchés, le droit financier est non seulement instrumentalisé par les acteurs du marché, les institutions financières, thème qui sera étudié dans le cadre d'une première sous-partie (1.1. L'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs), mais aussi par les théories économiques dominantes fondant l'efficacité desdits marchés, ce dont il sera question dans une seconde sous-partie (1.1 L'instrumentalisation du droit financier par son objet).

#### **1.1. L'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs**

Par principe, la loi est censée être l'expression de la volonté générale. En droit français, c'est ce qui est postulé par l'article 6 de la Constitution. Pour Jean Carbonnier<sup>17</sup> comme pour Michel Tropper, il s'agit d'un mythe : « La somme des votes d'une majorité de parlementaires est présumée être l'expression de la volonté du Parlement et celle-ci est présumée être l'expression de la volonté générale, c'est-à-dire la volonté du souverain, qui est lui-même une fiction.<sup>18</sup> » Beaucoup de fictions s'ajoutent donc pour supposer que la loi exprime l'intérêt général.

Idéalement, les députés élus au sein d'un parlement votent pour l'intérêt de tous. Néanmoins, les premiers penseurs du droit avaient déjà identifié que ces derniers pouvaient souffrir d'un manque de connaissance de la matière sur laquelle ils étaient amenés à se prononcer. Ainsi « les paradoxes de la vie démocratique<sup>19</sup> », théorisés notamment par Platon et Hegel, menaient à l'externalisation de la production de certaines normes en raison de leur complexité. Du fait du manque de compétence des élus dans certains domaines, il convenait de faire appel à des « experts » qui comprendraient mieux le sujet et seraient plus à même de

---

<sup>17</sup> Jean Carbonnier, *Droit et passion du droit sous la 5<sup>ème</sup> République*, éditions Flammarion, 1996, p.39

<sup>18</sup> Michel Tropper, *La philosophie du droit*, Que sais-je, p. 84

<sup>19</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p. 168

prendre position. La simple externalisation correspond à un abandon par l'Etat d'une partie de ses prérogatives mais elle ne veut pas forcément dire que l'intérêt général est délaissé. Le paradoxe qui veut que les députés soient démunis et externalisent une partie de leurs compétences peut entraîner des conflits d'intérêts quand les acteurs d'un domaine sont amenés à s'autoréguler. Le phénomène d'autorégulation, qui porte en lui le conflit d'intérêt, peut être encadré par le législateur mais il peut aussi, au contraire, être accentué par le rôle de groupes de pression appelés communément « lobbies », qui opèreront une pression sur le législateur afin que celui-ci légifère en leur faveur. Ainsi, si l'externalisation paraît inéluctable dans certains domaines, elle doit être encadrée pour éviter que l'intérêt privé prime l'intérêt général.

Dans le domaine du droit financier, ces deux mécanismes que sont l'autorégulation et le « lobbying » sont particulièrement à l'œuvre. Aux Etats-Unis, certains parlent même d'une « capture de Washington par Wall-Street<sup>20</sup> ».

### **1.1.1. Un droit technique sujet à l'autorégulation**

Le droit financier est devenu, au fil du temps, un domaine très complexe qui échappe à la compréhension des non-initiés. Le rôle des experts paraît donc indispensable pour réguler la matière. L'externalisation de la production des normes est donc de mise dans la majorité des pays. Elle a souvent été exacerbée, menant à une autorégulation dont les dérives sont à noter.

#### **1.1.1.1. De l'externalisation de la production des règles à l'autorégulation**

L'externalisation passe, en principe, par le recours à des autorités de régulation sectorielles. En droit français, le pouvoir d'édition des lois en matière financière (établissements de crédit, entreprises d'investissements et entreprises d'assurance) appartient

---

<sup>20</sup> Simon Johnson, « *The Quiet Coup* », The Atlantic Online, mai 2009, repris par Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 106

au ministre de l'économie qui statue après avis du Comité Consultatif de la Législation et de la Régulation Financière (CCLRF)<sup>21</sup>. Toutefois, les règles relatives au fonctionnement et à la surveillance des marchés financiers sont édictées, pour partie par une autorité de régulation : l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), dont le règlement général est homologué par arrêté en conseil d'Etat, et par une société privée, Euronext, qui gère le marché réglementé et dont les règles sont homologuées par l'AMF.

Cette « privatisation des sources du droit financier<sup>22</sup> » est à l'œuvre dans la majorité des pays. Il s'agit d'une externalisation de la production justifiée, semble-t-il, par la technicité du secteur en question.

L'externalisation, de mise dans le domaine financier, s'est toutefois accompagnée d'une autorégulation, justifiée d'après les acteurs de deux points de vue. D'une part, ces derniers, comme à chaque fois qu'une autorégulation est prônée, se sentent les plus à même de réglementer leur domaine d'activité, en raison de leur meilleure connaissance de leur métier et de leurs besoins. D'autre part, ils considèrent que « la coresponsabilité et la participation des acteurs concernés au processus de réglementation accroissent l'acceptation des normes qui en découlent<sup>23</sup> ». Forcément, rien n'est plus simple que de se choisir des règles pour les appliquer sans rechigner. A vrai dire, ces justifications, qui pourraient être données par n'importe quel sujet concernant n'importe quelle réglementation, semblent bien peu convaincantes, le rôle des experts paraissant suffisant. En effet, la question de l'acceptation des normes ne devraient pas se poser. Bien sûr, il est permis à tout un chacun de se révolter, voire de manifester, si l'adoption d'une nouvelle norme ne lui convient pas mais il n'empêche que la norme en question est censée, quelle que soit le jugement que chacun puisse lui porter, être appliquée. En principe, au fil du temps, la règle décriée entrera dans les mœurs.

---

<sup>21</sup> Ce comité a succédé à la suite de la Loi de Sécurité Financière de 2003 au Comité de la Réglementation Bancaire et Financière, qui avait, quant à lui, un rôle normatif.

<sup>22</sup> Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009

<sup>23</sup> Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009



Quelles que soient les critiques qui puissent être formulées à son égard, l'autorégulation a pris un rôle croissant en matière de droit financier, menant parfois à des dérives.

### **1.1.1.2. Les dérives d'une autorégulation non-encadrée**

Différents exemples tirés la crise financière illustrent le phénomène de dérives d'une autorégulation exacerbée (codes de conduite, réglementation des dérivés...). Celui de la réglementation prudentielle est particulièrement significatif.

#### **L'exemple de du Comité de Bâle**

Le Comité de Bâle, institué dans le cadre de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), regroupe les professionnels du secteur bancaire et se charge d'élaborer des principes de réglementation prudentielle pour la profession. Il s'agit de principes de « droit mou » ou « soft-law » en ce qu'ils ne sont pas censés avoir de valeur contraignante mais servir de bonnes pratiques pour la profession. Toutefois, les banques s'y réfèrent dès leur publication car ces principes sont repris par le régulateur. Ainsi, en droit français, le règlement CRBF 97/02 relatif au contrôle interne des banques prend en compte les dispositifs issus de Bâle et fait ainsi passer les principes du statut de droit non contraignant au statut de droit contraignant. Il s'agit donc d'un exemple significatif d'autorégulation libre devenant obligatoire, dont les limites prennent tout leur sens à l'aune de la crise financière.

Aux premiers accords de Bâle ont succédé les accords dits « Bâle II », adoptés par la majorité des régulateurs, tout du moins européens, puis les accords « Bâle III », toujours au stade de « droit mou », dont la réflexion a été menée à la suite de la crise financière.

Le passage de « Bâle I » à « Bâle II » est montré comme une des nombreuses raisons de la crise ou de son accentuation, du fait des prises excessives de risques des établissements de crédit, facilitées par le nouveau ratio de solvabilité. En effet, un des dispositifs phares prévus par le Comité de Bâle est la mise en place d'un ratio de solvabilité pour les établissements de crédits. Ces derniers doivent détenir des fonds propres à la mesure des risques pris dans le cadre de leur activité. Alors que le ratio Cook, adopté par le Comité de

Bâle I en 1988, était fondé sur une évaluation forfaitaire des risques en fonction des catégories de clients bénéficiaires des prêts (administrations centrales, établissements de crédits et entreprises ou particuliers), le ratio Mac Donough, qui lui a succédé à la demande des professionnels, permet aux institutions de déterminer elles-mêmes une partie de leurs risques via des méthodes d'évaluation internes et, ainsi, d'établir les fonds propres nécessaires associés. Il convient de noter à cet égard que les méthodes employées sont particulièrement difficiles à appréhender en raison de leur complexité.

Or, par principe, les établissements de crédit souhaitent pouvoir mettre en face de leurs risques le moins de fonds propres possible pour que leur « Return on Equity » (ROE), rendement de leur capital, soit le plus élevé possible. Cela est valable pour toutes les entreprises et est connu sous le terme de « tyrannie du ROE ». Chacune d'entre elles cherche à maximiser le rendement des capitaux qu'elle utilise et à bénéficier d'un effet de levier positif<sup>24</sup>. Or, si l'effet de levier a un impact positif pour la rentabilité quand les taux d'intérêt sont faibles et l'activité de l'entreprise florissante, l'effet est inverse quand les taux augmentent et quand les résultats ne permettent plus d'absorber les intérêts d'emprunt. Dans ce cas, la situation de l'entreprise se dégrade fortement.

Ainsi, le fait de contraindre les établissements de crédit à détenir d'importants fonds propres réduit leur ROE. Ces derniers, s'ils sont sollicités pour porter un avis sur cette question, seront tentés de démontrer qu'ils ont besoin de peu de fonds propres pour conduire leur activité. C'est ce qui s'est passé, vraisemblablement, dans le cadre du Comité de Bâle. Les professionnels ont, d'une part, choisi eux-mêmes les règles les régissant et se sont laissés, d'autre part, dans le cadre du ratio Mac Donough, la possibilité, dans la mise en œuvre de ces règles, d'évaluer eux-mêmes leurs risques. Il s'agit alors d'une sorte de double autorégulation ou d'autorégulation « au carré » pour s'ingérer les terminologies utilisées par les professionnels de la finance. Non seulement les professionnels édictent leurs propres règles mais ils se laissent aussi la possibilité de décider individuellement de la façon de les mettre en œuvre. Ainsi, sous couvert d'une « adéquation plus fine des exigences de fonds propres aux risques et aux activités des banques<sup>25</sup> », les risques de crédit et opérationnels ont été minimisés, sachant

---

<sup>24</sup> Effet de levier : Conséquence positive (ou négative) de l'endettement sur la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise, Dictionnaire d'économie et de sciences sociales – Nathan – 4<sup>ème</sup> édition 1998

<sup>25</sup> Rapport annuel de la Commission bancaire 2006, p.123

que le risque de marché, qui peut être estimé par une approche modèle interne reposant sur la VaR ou « Value at Risk », reposant sur un historique de valeurs, ne permet pas d'anticiper les retournements de tendances<sup>26</sup>. Au final, l'entrée en vigueur du nouveau ratio de solvabilité<sup>27</sup>, issu de Bâle II, a conduit à une minimisation des risques par les établissements de crédit.

Cette minimisation des risques, demandée par la pratique, ne peut se comprendre qu'au regard de la situation privilégiée des établissements de crédit. En effet, ces entreprises font l'objet d'une attention particulière de l'Etat en raison de leur statut d'« acteurs systémiques », c'est-à-dire dont la faillite pourrait entraîner d'autres faillites en chaîne d'institutions, venant mettre en péril le système financier dans son ensemble. Pour cette raison, ces établissements doivent bénéficier d'un agrément pour exercer leur activité et sont soumis à une réglementation et à une surveillance spécifique. Leur faillite doit à tout prix être évitée et, pour certains, il est même inconcevable que leur activité s'arrête trop longtemps (des plans de continuité d'activité sont ainsi prévus pour parer à tout événement – incendie, problème informatique... – susceptible de remettre en cause, ne serait-ce que ponctuellement, la poursuite de leur activité). Si les établissements à risque systémique sont tenus de mettre tout en œuvre pour que leur activité se poursuive, en cas d'échec de ces derniers, en principe, l'Etat ne peut pas se permettre de les laisser périliter. C'est là tout le problème de l'« aléa moral », dont il a été largement question dans le cadre de la crise financière. Une situation d'aléa moral se caractérise de la façon suivante : « une personne qui sait qu'elle est assurée contre un risque peut se montrer plus négligente et donc, paradoxalement, plus exposée au risque<sup>28</sup> ». Ainsi, les entreprises qui ont la garantie que l'Etat viendra à leur secours en cas de défaillance sont amenées à prendre plus de risques que des entreprises qui ne bénéficient pas de cette garantie. Il s'agit-là, encore une fois, d'une des explications de la prise de risques inconsidérées des banques, facteur qui a concouru à la crise actuelle.

## **Conflits d'intérêts et dérégulation**

Les limites de l'autorégulation sont donc clairement identifiées. Celle-ci porte en elle un risque de conflit d'intérêts, les intérêts du législateur étant opposés à ceux des entreprises.

---

<sup>26</sup> voir sur ce thème l'étude de Nassim Nicholas Taleb, *Le cygne noir – la puissance de l'imprévisible*, éditions Les belles lettres, 2008

<sup>27</sup> début 2007 pour la France

<sup>28</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 52

Pour simplifier, l'Etat recherche l'intérêt général tandis que les entreprises recherchent leur intérêt privé, soit la maximisation de leur profit. Mais ce conflit d'intérêt est accentué quand les entreprises qui s'autorégulent bénéficient d'une assurance implicite, voire explicite, de la part de l'Etat, devenant ainsi des « entreprises publiques de fait<sup>29</sup> ». Si la recherche d'une sécurité plus importante est l'objectif affiché de la mise en place du ratio de solvabilité, les établissements de crédit, au vu de leurs intérêts particuliers (maximisation du ROE) et de leur situation privilégiée (possibilité de prendre des risques plus importants qu'une entreprise standard en raison de la garantie de l'Etat), n'ont aucun intérêt à améliorer leur sécurité, eu égard aux inconvénients de celle-ci, à savoir la détention de fonds propres importants.

Le dispositif issu de Bâle, et plus spécialement de Bâle II, illustre parfaitement le phénomène de dérive de l'autorégulation. A l'origine instituée du fait de la complexité de la matière à régir, elle aboutit à un système d'une complexité encore plus grande que ce qu'il est censé réglementer (cf. approche de mesure avancée pour calculer le risque opérationnel). Il semble alors que les acteurs justifient leur rôle rendant leur activité la plus incompréhensible et la plus opaque possible aux yeux du régulateur, peut-être pour justifier de leur rôle ou éviter définitivement une immixtion de celui-ci.

L'autorégulation devient alors une forme de dérégulation comme le fait remarquer Larry Summers, secrétaire d'Etat au Trésor sous Bill Clinton<sup>30</sup>, à propos du système interne d'évaluation des risques des institutions financières américaines<sup>31</sup>. La maîtrise du système financier échappe à l'Etat, au bonheur des régulés, qui contribuent à le rendre ésotérique. Une sorte de « capture du régulateur par le régulé<sup>32</sup> » s'opère alors.

Avec l'autorégulation non régulée, l'idée de loi, au sens large, instituée dans un intérêt général est déjà bien loin. Quand les lobbies s'en mêlent, cet objectif s'éloigne encore plus pour tomber dans l'oubli.

---

<sup>29</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 53

<sup>30</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 350

<sup>31</sup> Les Etats-Unis, à l'initiative du Comité de Bâle, n'en ont pour autant pas entériné les principes dans leur réglementation

<sup>32</sup> Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009

### **1.1.2. Un rôle majeur des lobbies dans l'élaboration des normes**

Le terme de « lobby » ou sa traduction française « groupe de pression », absent de l'ouvrage de Bertrand Jacquillat et Vivien Levy-Garboua recensant « les 100 mots de la crise financière<sup>33</sup> », est défini par le dictionnaire d'économie et de sciences sociales de la façon suivante : regroupement de personnes physiques ou morales autour d'un intérêt spécifique commun et qui s'organisent pour orienter les décisions des pouvoirs publics dans un sens favorable à celui-ci<sup>34</sup>.

Leur action ne se réduit pas au droit financier mais leur rôle est particulièrement marquant dans ce domaine. Si l'externalisation, voire une autorégulation encadrée, pouvait trouver des justifications liées à la technicité du système financier, le rôle des lobbies ne trouve pas de telle parade. Leur action est, par essence, contraire à l'intérêt général, car elle vise la recherche d'un intérêt privé. Elle touche l'ensemble du secteur et la puissance des groupes est appuyée par le besoin des législateurs nationaux de rendre leur industrie financière attractive aux yeux des institutions financières (thème qui sera étudié dans le cadre de la deuxième partie de cette étude).

De nombreux exemples montrent l'importance du rôle des lobbies en matière financière mettant en lumière une incapacité chronique des régulateurs à instaurer des réformes pourtant salutaires. Le rôle des lobbies est tel qu'il constitue à lui-seul une explication plausible de la répétition des crises.

---

<sup>33</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 52

<sup>34</sup> Dictionnaire d'économie et de sciences sociales – Nathan – 4<sup>ème</sup> édition 1998, p. 208

### **1.1.2.1. L'impossibilité chronique de réaliser des réformes salutaires**

#### **L'exemple de l'ISDA<sup>35</sup>**

L'importance des lobbies peut s'illustrer par l'exemple de l'ISDA aux Etats-Unis. Il s'agit de l'ancienne International Swap Dealer Association, devenue en 1993 l'International Swap and Derivatives Association, dans le but d'étendre son périmètre d'action. Cette association a été créée en 1985 par les dix plus importantes entreprises œuvrant dans le domaine des *swaps*<sup>36</sup> pour faire échouer le projet du Financial Accounting Standard Board (FASB), organisme en charge de la réglementation comptable en Amérique du Nord, visant à faire figurer lesdits *swaps* au bilan des institutions financières qui y avaient recours. Ce projet avait pour objectif d'améliorer la lisibilité des bilans et d'instaurer une plus grande sécurité financière des institutions. Toutefois, il ne plaisait pas aux professionnels du secteur préférant conserver ces opérations en dehors de leur bilan. La réussite de la démarche de l'ISDA donne, pour Elie Cohen, « le coup d'envoi au développement de toute une série d'opérations hors bilan qui se multiplieront pas la suite grâce aux SPE [Special Purpose Entities] ou aux SIV [Special Investment Vehicle] que l'on trouvera au cœur des crises financières les années suivantes<sup>37</sup> ». En effet, les SPE sont au cœur du scandale Enron de 2001 car des passifs importants de la société étaient logés dans des entités non consolidées tandis que les SIV ont contribué à l'absence de dilution et de visibilité des risques dans le cadre de la crise actuelle. L'ISDA s'est également opposée à la revue de la régulation relative aux dérivés, initiée à la suite de scandales liés aux dérivés en 1994.

Pourtant, il relève du sens commun, que l'opacité qui règne sur les dérivés ou la comptabilisation d'éléments en dehors des bilans participe de l'instabilité financière. Mais la puissance du lobby est telle que les prémices de régulation dans ce domaine n'ont jamais abouti. L'ISDA poursuit un combat « antirégulationniste<sup>38</sup> » qui porte ses fruits. Cela profite

---

<sup>35</sup> International Swap and Derivatives Association

<sup>36</sup> Swap : (de l'angl. to swap, « échanger », échange financier) échange d'obligations réciproques nées d'un contrat, Dictionnaire d'économie et de sciences sociales – Nathan – 4<sup>ème</sup> édition 1998, p. 424

<sup>37</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 174

<sup>38</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 174

aux intérêts de l'industrie financière mais pas à l'intérêt général, entendu dans ce contexte comme la stabilité du système financier.

C'est cette puissance des lobbies qui est l'une des meilleures explications de la crise actuelle. En effet, la crise a mis au jour des failles de la réglementation financière inconnues de personne, qui avaient parfois fait l'objet de projet de régulation à chaque fois avortés.

### **L'exemple des « predatory loans »**

L'exemple des dérivés et des opérations hors bilan a été donné. En voici un autre : en 2001, aux Etats-Unis, a été initié un projet visant à limiter l'octroi de « *predatory loans* », c'est-à-dire de prêts à des catégories de population à faibles revenus, en raison des nombreuses faillites individuelles dénombrées à cette période. Le projet échoue à cause du rôle actif des lobbies. Les crédits *subprimes*<sup>39</sup>, considérés comme les actifs toxiques aux bilans des banques ou encore dans les mains d'investisseurs, une fois titrisés, ont joué un rôle majeur dans la crise. C'est à la suite de l'éclatement de la bulle immobilière, qui a sonné la perte de valeur des immeubles donnés en garantie des prêts *subprime*, que la capacité de remboursement des personnes relevant de cette catégorie s'est trouvée compromise, la solvabilité de ces emprunteurs ne s'appuyant que peu sur leur revenus. Ainsi, les créances rattachées à ces prêts, aux bilans des banques, mais surtout titrisées, ont vu leur valeur se dégrader, entraînant la crise. En 2001, le taux directeur de la Réserve Fédérale américaine est faible ; la bulle immobilière s'auto-alimente grâce aux nombreux achats d'immeubles rendus possibles par les prêts à faible taux garantis par une hypothèque sur l'actif acheté. Les banquiers sont au cœur du dispositif lucratif ; ils ne souhaitent en aucun cas voir cette manne leur échapper en raison d'une législation contraignante. Il ressort de ce projet de loi que les risques liés à l'octroi de *subprimes* avaient donc bel et bien été identifiés mais aucune législation particulière n'a pu être mise en place.

---

<sup>39</sup> *Subprime* : aux Etats-Unis, prêts hypothécaires accordés à des ménages dont la solvabilité est faible, bien en dessous d'un prêt *prime*, c'est-à-dire de première qualité, Documents et Débats n°2, février 2009, *La crise financière*, p.110

## **Un phénomène mondial**

Les exemples pris ci-dessus concernent exclusivement les Etats-Unis. Ils n'en demeurent pas moins significatifs, d'une part, en raison de l'importance de la place financière américaine et des liens qu'elle entretient avec les autres places et, d'autre part, parce qu'ils sont représentatifs d'un phénomène mondial. Les autres législateurs sont également concernés par le lobbying comme le déplore M. Prada, ancien dirigeant de l'AMF, qui note que l'ensemble des régulateurs n'ont pas su résister à cette pression<sup>40</sup>.

### **1.1.2.2. Capture du législateur et répétition des crises**

#### **Des failles dans le système financier connues de longue date**

Certains expriment l'idée que la répétition des crises est le fruit de nouvelles failles du système inconnues jusqu'alors. A la suite d'une crise et de l'identification d'une faiblesse du marché, des mécanismes de régulations nouveaux seraient mis en place afin que le même phénomène ne se reproduise plus. Dès lors qu'une nouvelle crise serait identifiée, elle serait la conséquence d'une nouvelle faille du système non encore identifiée, que le législateur s'empresserait de combler. Les crises seraient donc, par nature, imprévisibles, et le législateur agirait pour résoudre les problèmes dès leur apparition mais, malheureusement, de nouveaux seraient à l'œuvre à l'occasion de chaque crise. C'est en partie le cas mais dans une très faible mesure. Selon Elie Cohen, « les projets de réforme consécutifs aux crises évoluent selon les trois temps d'une valse ; face à la crise et à ses effets réels, les législateurs se mettent au travail et préparent des textes ; les groupes d'intérêts agissent afin de retarder le mouvement et espèrent que la reprise financière puis économique rendra moins urgente l'édiction de nouvelles norme<sup>41</sup> ». Il convient de noter que les mêmes mécanismes sont toujours à l'œuvre parce que le législateur se trouve dans l'impossibilité de réguler des phénomènes récurrents, connus de tous comme étant risqués et néfastes pour la stabilité économique. C'est le cas du hors-bilan, des dérivés, des *subprimes* et, plus généralement, du rôle néfaste que peut avoir la spéculation. En effet, la spéculation est à l'origine des bulles financières et de leur éclatement.

---

<sup>40</sup> M. Prada, *Conférence du Conseil d'État - Crise financière : diagnostic et défaillances du système de régulation* », 30 mars 2009, p. 6.

<sup>41</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 332



C'est la leçon qui a été tirée de la crise de 1929 et de toutes les crises financières qui l'ont suivie. Toutefois, si l'adoption de réformes dans des domaines ciblés paraît déjà difficile, la majorité des auteurs pensent totalement utopique de songer à un éventuel encadrement de la spéculation (ce thème sera étudié plus en profondeur dans le cadre de la partie consacrée à l'instrumentalisation du droit financier par la théorie économique).

## Une réglementation de complaisance

Autorégulation et lobbying sont à l'œuvre dans l'édiction des règles relatives au droit financier. Aux Etats-Unis, Simon Johnson dénonce une « capture » du politique par de puissants groupes d'intérêts<sup>42</sup>. Prenant la mesure de l'importance prise par l'industrie financière au cours des dernières années dans l'économie américaine, il note les liens de connivence entre le milieu de la finance et le pouvoir politique. Ainsi, « une circulation des élites du privé au public et *vice versa*<sup>43</sup> » est à noter : « des directeurs de banque ont été nommés à la tête d'autorités de régulation ou ont obtenu des postes ministériels ; des patrons de banque centrale ont travaillé pour des hedge funds, des postes d'administrateurs et de consultants ont été offerts à des hommes politiques.<sup>44</sup> ». Le lobbying est alors rampant : les hommes politiques viennent du milieu de la finance ou comptent y retourner. Les groupes de pression n'ont plus besoin de se manifester, l'intérêt des professionnels est sous-jacent dans l'esprit des régulateurs. Ce phénomène est d'autant plus accentué que l'industrie financière, forte de ses rendements, finance les partis politiques. Cette fois-ci, la notion de conflits d'intérêts « au carré », voire « au cube » peut être avancée. Ainsi, Elie Cohen, reprenant l'étude de Simon Johnson, fait le constat suivant : « toutes les politiques financières initiées ces dernières années [aux Etats-Unis] – qu'il s'agisse de faciliter l'accès à la propriété des plus pauvres, de déréglementation bancaire, des politiques monétaires ou de l'entente implicite entre les Chinois et les Américains – avaient un point commun : elles profitaient à l'industrie financière.<sup>45</sup>

\*

\*      \*

---

<sup>42</sup> Simon Johnson : « The Quiet Coup » 2009

<sup>43</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 127

<sup>44</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 127

<sup>45</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 127

Si le droit des marchés financiers est instrumentalisé par ses acteurs il l'est également par son objet : les marchés financiers. Il est au service de leur efficacité, théorisée de différentes manières par les économistes. Eu égard à la remise en cause des théories économiques dominantes à l'aune de la crise et à l'évolution du rôle des marchés, les fondements du lien qu'entretient le droit financier avec son objet sont peut-être à revoir.

## 1.2. L'instrumentalisation du droit financier par son objet

L'objectif du droit des marchés financiers et de favoriser l'efficacité des marchés financiers, dont le fonctionnement relève des théories économiques. Que ce droit soit au service de l'efficacité des marchés n'est pas forcément critiquable. Dès lors qu'ils jouent un rôle important dans la bonne marche de l'économie, il convient naturellement d'en favoriser le bon fonctionnement, dans l'intérêt de tous.

Au vu de la situation actuelle, deux critiques peuvent toutefois être soulevées quant au lien qui unit le droit des marchés financiers à son objet, les marchés financiers. D'une part, les postulats économiques relatifs à l'efficacité des marchés restent des postulats et ont montré maintes fois leurs limites. Il conviendrait alors de les remettre en cause pour refonder le droit qui leur est attaché. D'autre part, la fonction des marchés financiers a évolué pour s'écarter, dans une certaine mesure, du soutien à l'économie. Il s'agit donc de s'interroger sur le rôle du droit des marchés financiers face à cette évolution.

### 1.2.1. Des théories économiques fondant l'efficacité des marchés à adapter

#### 1.2.1.1. L'impact du passage de l'économie politique à la science économique

##### **Sciences de la nature et sciences humaines**

Les sciences exactes, comme les sciences de la nature, ne sont pas ouvertes à la critique. Leur objet est de décrire et d'expliquer des phénomènes démontrés empiriquement. Il en est ainsi de la chimie : lorsqu'il est établi que la réunion de deux substances a un effet explosif, les mêmes causes produisent toujours les mêmes effets. Personne ne peut contester que l'adjonction de ces substances soit explosive. Il n'est pas question de porter un avis sur un phénomène scientifique avéré. Dès lors qu'un expert d'un domaine scientifique donne un résultat en s'appuyant sur des expériences empiriques, celui-ci est irréfragable. Dans le cadre

des sciences « dures », les résultats obtenus s'imposent donc à tous sans jugement de valeur possible.

Ce n'est pas le cas des sciences « molles » telles que les sciences sociales : les comportements humains ne relèvent pas de la science au sens strict et leur étude ne permet pas de certifier que telle cause produira tel effet.

### **L'économie érigée en science**

L'économie ne relève pas de la science ou fait partie des sciences « molles ». Pourtant, au fil du temps, les économistes se sont efforcés de faire passer leur champ d'étude du statut de science « molle » à celui de science « dure » ou science exacte. Cette transition a eu lieu à la suite de la modélisation du comportement des hommes, via des modèles mathématiques. Ainsi, John Stuart Mill a créé la notion d'*homo oeconomicus*, individu rationnel qui cherche à maximiser son « utilité ». Cet *homo oeconomicus* est à la base de la théorie économique et, plus spécialement, microéconomique.

Ces modèles mathématiques sont utiles pour la compréhension de nombreux phénomènes mais ils ne sont pas absolus car toutes les dimensions de l'être humain ne peuvent pas être appréhendées. En l'occurrence, les dimensions humaine et éthique de l'être humain sont absentes de l'analyse car difficilement modélisables. L'économie n'est donc pas une science exacte, en ce que l'objet de son analyse, l'humain, est contingent.

Pourtant, les économistes, en recherche de légitimité, ont tout fait pour que leur discipline passe du statut d'« économie politique » à celui de « science économique ». Quel a été l'impact de ce changement ? Comme il l'a été souligné, il n'est pas question de porter un jugement de valeur sur un élément relevant de la science. Personne ne peut agir contre un fait de la nature avéré. Ainsi, en faisant passer l'économie du statut de science humaine à celui de science exacte, les économistes ont cherché à s'affranchir de toute contestation.

### **Le rapport du droit aux sciences**

Le droit, contrairement aux sciences, relève de choix politiques. Si les lois reflètent, par principe, l'intérêt général, il n'en demeure pas moins que les parlements sont élus sur la

base de programmes politiques et donc de prises de position dans des domaines variés. Or, dès lors qu'un domaine relève de la science, il n'est plus question de prendre position. Le droit s'efface devant les phénomènes scientifiques avérés. Aussi, ériger l'économie en science dure a conduit à éviter les débats et prises de position la concernant. Cette dépolitisation de l'économie<sup>46</sup> a fait des théories économique, et, plus spécialement, de la théorie néoclassique, une vérité s'imposant à tous.

### **Droit des marchés financiers et efficacité des marchés**

Le droit des marchés financiers a pour objectif de favoriser l'efficacité des marchés financiers, dont le fonctionnement relève de la théorie économique. Erigée en science au fil du temps, ses développements sont devenus, pour partie, indiscutables. En outre, le domaine de la finance s'est en quelque sorte replié sur lui-même du fait de son ésotérisme, subi ou voulu. Il semblerait que « la finance trouverait sa loi en elle-même, en raison de la haute spécialisation de ses produits ; la complexité du système qui s'en suit ne pourrait être comprise par une personne extérieure au système, en l'espèce un juriste. Il y aurait donc une sorte de clôture normative du système.<sup>47</sup> ». Les juristes n'ont donc, *a priori*, pas leur mot à dire sur cette « science » qui échappe à tout jugement.

A l'heure actuelle, le droit financier est instrumentalisé par l'idéologie économique dominante qui est celle inspirée par les néoclassiques de l'école de Chicago. Les fondements de cette idéologie, qui sont notamment l'efficacité et l'autorégulation des marchés, sont à la base du droit qui régit ces marchés. Il semble pourtant que les marchés ne soient pas efficaces et ne s'autorégulent pas grâce à l'intervention d'une « main invisible », tout simplement parce qu'au cœur de leur fonctionnement se trouvent des hommes dont le comportement ne peut pas être entièrement appréhendé par des modèles économiques. Il s'agit des leçons tirées des différentes crises observées au cours du 20<sup>ème</sup> siècle et au début du 21<sup>ème</sup> siècle dont il serait opportun de tirer partie.

Le droit des marchés financiers se retrouve, non pas au service d'une science exacte, mais bien d'une idéologie qui devrait être revisitée au fil du temps, à l'aune des expériences

---

<sup>46</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p. 33

<sup>47</sup> Alain Couret, Hervé le Nabasque, *Droit financier*, éditions Dalloz, 2007, p.5

tirées des crises financières. Il est nécessaire que s'opère une prise de conscience du caractère tangible des théories économiques, non pas pour remettre en cause tout l'édifice servant de base à notre société mais pour en corriger les imperfections. Les économistes ne peuvent plus présenter leurs études comme étant irréfutables une fois qu'elles ont failli à l'épreuve des faits. Différentes alternatives devraient pouvoir être proposées au législateur afin qu'il puisse prendre position, à la lumière des réussites et des échecs passés.

### **1.2.1.2. Les postulats erronés de la théorie économique dominante**

Parmi les postulats de la théorie économique, figure la théorie de l'efficacité des marchés, qui sert de fondement à de nombreux pans du droit des marchés financiers. Celle-ci se divise en une efficacité opérationnelle, la mise en relation des acheteurs avec des vendeurs d'actifs financiers et une efficacité informationnelle : « un marché est efficace si le prix qu'il affiche reflète pleinement et instantanément toute l'information disponible<sup>48</sup> ».

#### **Efficiency opérationnelle et autorégulation des marchés ?**

Le rôle du marché étant de mettre en relation acheteurs et vendeurs de titres, il est efficace, opérationnellement, quand il le remplit. A l'efficacité opérationnelle s'ajoute la thèse de l'autorégulation des marchés qui veut que les marchés n'aient pas besoin d'intervention extérieure (soit de l'Etat) pour fonctionner de manière efficace.

Selon la théorie classique, les marchés n'ont pas besoin d'une intervention extérieure, ils s'autorégulent par le biais d'une « main invisible ». Or, il apparaît, au vu des crises, que les marchés « produisent eux-mêmes leurs propres déséquilibres<sup>49</sup> » et ne s'autorégulent donc pas. Keynes et Minsky avaient déjà mis en valeur le fait que les crises n'étaient pas le fruit d'événements exogènes aux marchés mais endogènes. En outre, l'intervention d'un tiers est nécessaire pour rétablir le bon fonctionnement de ces marchés à la suite des crises qui les affectent. Ainsi, selon Elie Cohen, « à chaque crise on réfléchit sur ce qui n'a pas marché, on essaie de corriger les erreurs, on cherche des coupables, sans pour autant rechercher les

---

<sup>48</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 251

<sup>49</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 106

racines du mal : l'instabilité chronique des marchés financiers lorsqu'ils sont laissés à eux-mêmes.<sup>50</sup> » Le rôle d'un tiers, soit de l'Etat ou de l'une de ses émanations telles les banques centrales, apparaît donc primordial pour pallier cette instabilité chronique des marchés.

En outre, toujours en raison de l'autorégulation supposée des marchés, la théorie de l'efficacité présuppose que les marchés sont toujours liquides, c'est-à-dire qu'il est possible d'y vendre ou d'y acheter des actifs à tout moment, sans que le prix de vente en soit affecté. Or la crise actuelle est, à l'origine, une crise de liquidité qui démontre, d'une part que les marchés ne sont pas toujours liquides et, d'autre part, que l'action des banques centrales est la bienvenue quand la liquidité fait défaut. D'après Elie Cohen, « le risque de liquidité est [...] le risque fondamental de la finance moderne et il est négligé par la théorie standard<sup>51</sup> ». Face à une crise de liquidité, le rôle d'un tiers régulateur prend tout son sens. Pendant la crise, il a été joué par les banques centrales qui ont procédé à des injections massives pour pallier et enrayer la spirale de défiance entre les institutions bancaires.

### **Efficiencia informacionnelle des marchés ?**

Selon la théorie de l'efficacité informacionnelle des marchés, « l'ensemble des informacionnelles pertinentes à l'évaluation des titres financiers se trouve instantanément reflétée dans leurs cours<sup>52</sup> ». Au cœur de la notion figure donc la question de l'informacionnelle disponible pour les investisseurs. Parmi les postulats de cette théorie, se trouvent les principes suivants : « la rationalité des investisseurs et leur capacité infinie à bien calculer, ou bien encore l'absence de comportements mimétiques de leur part, ou bien si aucune de ces conditions n'est réunie, l'existence d'un filet de sécurité avec l'action des arbitragistes, sorte de superinvestisseurs<sup>53</sup> ». En vertu du principe de rationalité des investisseurs, « dans un marché où l'informacionnelle se répand instantanément, les opérateurs réagissent correctement et quasi immédiatement aux informacionnelles ; dès lors, les prix sont toujours au « juste prix » : le

---

<sup>50</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 266

<sup>51</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 271

<sup>52</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 73

<sup>53</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 74

marché est alors dit efficient.<sup>54</sup> ». La valeur de marché est donc censée refléter la « valeur fondamentale<sup>55</sup> » des titres ou ne jamais s'en éloigner durablement.

L'efficience informationnelle d'un marché est dite faible quand les investisseurs ne disposent que de l'historique des cours de bourse, semi-forte quand ils connaissent, en plus, l'information publique relative au titre et forte quand est ajoutée l'information privée. Aussi, puisqu'il semble nécessaire, pour qu'un marché soit efficient, que l'information diffusée aux investisseurs soit la plus exhaustive possible, le « principe de transparence », qui veut que l'émetteur fournisse au public toutes les informations susceptibles d'avoir un impact sur le cours d'un titre, est à l'origine de nombreuses réglementations relatives au droit des marchés financiers. Celui-ci, au service de l'efficience des marchés, met à la charge des émetteurs des obligations d'information dont le nombre va croissant. Au titre de ces obligations, il convient de noter, entre autres, les directives « Prospectus<sup>56</sup> », « Transparence<sup>57</sup> », « Abus de marché<sup>58</sup> » ou « Marchés d'Instruments Financiers<sup>59</sup> », édictées dans l'Espace Economique Européen.

Une partie importante du droit des marchés financiers repose sur ce paradigme de l'efficience alors que les postulats qui en sont à l'origine sont largement remis en cause par les différentes crises qui ont affecté l'économie.

Le lien entre le principe de transparence et l'obtention de la valeur fondamentale est remis en question. Il apparaît en effet, qu'au fil du temps, les exigences à la charge des émetteurs en termes de diffusion d'information se sont accrues sans pour autant que les crises

---

<sup>54</sup> Hubert de Vauplane, *Droit des marchés financiers : Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents ?*, Revue Banque n°717 – octobre 2009, p. 86

<sup>55</sup> valeur fondamentale : valeur d'un actif financier censée refléter celles des principales variables considérées comme déterminantes pour son évolution, Alternatives économiques, Hors série n°38, *La crise*, p. 176

<sup>56</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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.

<sup>57</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

<sup>58</sup> Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

<sup>59</sup> Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.



baissent d'intensité. L'augmentation de l'information donnée aux investisseurs n'est donc peut-être pas la réponse adéquate pour une meilleure estimation de la valeur fondamentale. Sans doute tout simplement parce que lesdits investisseurs ne recherchent pas cette valeur comme le soulignent notamment Keynes ou André Orléan<sup>60</sup>. Si la théorie standard prend en compte l'existence de spéculateurs intéressés uniquement par la valeur de revente des titres à court terme et non pas par leur valeur fondamentale, elle nie leur importance, « leur action [étant] censée être rapidement corrigée par celle des investisseurs rationnels<sup>61</sup> ». Le rôle de la spéculation est pourtant à l'origine de la création des bulles financières<sup>62</sup> dont l'éclatement provoque des crises. Si une prévision relative à une augmentation de la valeur fondamentale est à l'origine de toute bulle, il semble que leur développement conduit à s'écarter définitivement de cette valeur. Ainsi, la « rationalité » des investisseurs, dans ce cas, ne conduit pas à l'obtention de la valeur fondamentale mais est, pour reprendre les termes d'André Orléan, une « rationalité financière, qui est la recherche du profit maximal<sup>63</sup> ».

De nouvelles pistes de réflexion sont donc avancées pour remettre en cause ces dogmes. Ce sont les travaux menés par les théoriciens de la « finance comportementale », dont André Orléan fait partie. Ces auteurs prennent en compte les irrationalités comportementales des acteurs, qu'ils ne considèrent plus comme des « *homo oeconomicus* », pour tenter d'endiguer leurs effets néfastes sur les marchés. Ils « préconisent la fin du « laissez faire » et font des régulateurs tels que l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ou la Securities and Exchange Commission (SEC) la pierre angulaire des marchés financiers<sup>64</sup> », remettant ainsi en cause non seulement l'efficacité informationnelle des marchés mais aussi leur efficacité opérationnelle. Or les répercussions de leurs études ne sont que très faibles. La remise en cause des paradigmes d'efficacité et d'autorégulation des marchés, érigés au statut de science, n'est, semble-t-il, pas à l'ordre du jour.

---

<sup>60</sup> André Orléan, *Efficiency, finance comportementale et convention : une synthèse théorique* », *Les crises financières*, 2004.

<sup>61</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 259

<sup>62</sup> Une bulle spéculative se définit traditionnellement comme un écart important et persistant entre la valeur fondamentale d'un actif et son prix observé sur le marché - Clothilde Wetzer, *La finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers*, Mémoire rédigé dans le cadre du Master II DJCE Juriste d'affaires – Paris II, 2009

<sup>63</sup> Clothilde Wetzer, *La finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers*, Mémoire rédigé dans le cadre du Master II DJCE Juriste d'affaires – Paris II, 2009

<sup>64</sup> Clothilde Wetzer, *La finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers*, Mémoire rédigé dans le cadre du Master II DJCE Juriste d'affaires – Paris II, 2009

Le droit des marchés financiers est au service de l'efficacité des marchés. Or, ces derniers ne sont pas efficaces car les fondements de leur efficacité, également à la base du droit les régissant, sont erronés. Ainsi, ce droit est instrumentalisé par une théorie économique qu'il conviendrait de revisiter pour que ce droit joue pleinement son rôle, celui d'asseoir l'efficacité des marchés. En outre, il semble opportun de s'interroger sur la fonction du droit des marchés financiers face aux évolutions du système financier et à ses dérives.

## **1.2.2. Une évolution du rôle des marchés appelant une évolution du droit**

Le rôle des marchés financiers a évolué. A l'origine au service de l'économie, ils semblent désormais en grande partie au service d'eux-mêmes. La contribution d'une partie de leur activité à l'intérêt général est donc remise en question, appelant peut-être une revue du rôle du droit des marchés financiers.

### **1.2.2.1. Les marchés au service d'intérêts privés**

A l'origine, les marchés sont essentiellement au service de l'économie et des entreprises. Ils ont pour objectif de favoriser la mise en relation des besoins de financement et des besoins d'épargne, permettant ainsi aux entreprises de bénéficier d'apports de capitaux de la part d'un large public. Leur rôle est donc fondamental en ce qu'ils permettent aux entreprises, moteurs de l'activité économique, de trouver un financement à leurs activités. Cette modalité de financement se distingue du prêt bancaire parce que les investisseurs deviennent propriétaire d'un pourcentage du capital de l'entreprise et sont donc associés au partage des bénéfices ou à la contribution aux pertes.

Pourtant, la finance semble s'être largement départie de son rôle initial, à tel point que de nombreux auteurs se demandent si, au lieu d'être au service de l'économie, elle ne serait

pas plutôt au service d'elle-même<sup>65</sup>. Trois exemples seront développés pour appuyer ce propos : la question du rôle des innovations financière, la « finance à la Ponzi » ou encore la « finance casino ».

## Trois exemples d'instrumentalisation du rôle des marchés

### *Dérives des innovations financières*

Les innovations financières illustrent en partie ce phénomène de détournement de la finance de son rôle premier. En principe, elles répondent à une demande des entreprises, c'est-à-dire qu'elles sont créées pour venir appuyer leur activité. Il en est ainsi des produits dérivés, qui permettent de se prémunir contre différents risques, notamment de change, de taux ou de crédit. Pourtant, peut-être en raison d'un défaut d'encadrement, elles sont parfois détournées de leur fonction première. Comme le souligne Elie Cohen à propos des *Credits Default Swap*, « on bascule de fait de l'innovation utile et créatrice à son dévoiement spéculatif<sup>66</sup> ». De nombreux autres exemples peuvent être donnés comme l'utilisation abusive des Special Purpose Entities (cf. faillite d'Enron) ou des Special Investment Vehicle (création d'une « filière inversée de la titrisation »). Si des innovations financières se transforment ainsi en « outils spéculatifs », parfois, ces innovations sont dès le départ créées à des fins de spéculation. Mais, en raison de la complexité des outils utilisés, il est parfois difficile de déterminer *a priori* si des innovations n'ont pas d'assise réelle ou, encore, la façon dont elles pourraient être détournées de leur objectif premier.

### **« Finance à la Ponzi »**

L'économiste Hyman Minsky<sup>67</sup> distinguait trois types de financement d'un projet en fonction du poids de la dette comparé au poids des résultats anticipés de l'investissement : financement couvert, financement spéculatif et financement à la Ponzi. Au-delà du financement spéculatif, se trouve donc un financement à la Ponzi, par référence aux systèmes frauduleux de financement par cavalerie dont Madoff est le dernier exemple marquant. Le financement à la Ponzi fait jouer un très fort effet de levier en ce que l'endettement est maximal en raison des perspectives de gains financiers importants. La survie de l'investissement dépend « de la possibilité de s'endetter encore plus, ou de vendre des

---

<sup>65</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 321

<sup>66</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 326

<sup>67</sup> Hyman Minsky, *Stabilizing an unstable economy*

actifs<sup>68</sup> ». Les perspectives de gains liés à l'investissement comptent peu, seul compte l'évolution dans un sens positif de paramètres financiers (taux d'intérêt, valeur des actifs). Selon Minsky, cette forme de financement, largement employée quand les taux d'intérêt sont faibles, contribue à la formation des bulles financières et à l'instabilité du système financier. La référence au système frauduleux de Ponzi ne semble pas anodine. Elle laisse penser que de tels comportements, autorisés par la loi, se situent à la limite de la fraude.

Prenant la mesure de la comparaison opérée par Minshy, les bulles spéculatives peuvent également être taxées de variantes de pyramide Ponzi. En effet, dans un cas, la valeur affichée des actifs ne repose sur rien puisqu'ils n'existent pas, dans un autre, la valeur affichée des actifs ne reflète en rien leur valeur fondamentale. Dans le cas des bulles financières, les investisseurs ne se préoccupent pas le moindre du monde de cette valeur fondamentale. Seule compte la perspective de trouver de nouveaux investisseurs susceptibles d'acheter l'actif à un prix plus fort que celui payé à l'achat. Ce système profite à tous jusqu'à l'éclatement de la bulle. A ce moment, dans les deux cas, les investisseurs qui ont anticipé le « retournement de tendance » sortent gagnants tandis que ceux qui n'ont pas vendu leurs actifs à temps sont lésés. Concernant la fraude Madoff, il est question de demander aux investisseurs qui ont tiré profit du système en retirant leurs placements avant l'effondrement de la pyramide de contribuer au dédommagement des victimes (en application de la jurisprudence américaine « Bayou » rendu en octobre 2008 à propos d'un système Ponzi<sup>69</sup>). Pour autant, il n'est pas prévu de demander aux investisseurs qui ont tiré profit de la bulle immobilière ou financière dans sa période d'expansion de venir au secours de ceux qui ont été lésés lors de son éclatement.

### ***Finance « casino »***

Au vu des dérives observées de la finance, le terme de « casino » est employé dès lors qu'un scandale éclate, mettant au jour des pratiques risquées utilisées par les institutions rappelant celles des jeux d'argent. Les exemples sont nombreux : affaire Leeson en 1994, LTCM en 1998, Enron en 2001, Kerviel en 2008. Dans tous ces cas, les pratiques spéculatives

---

<sup>68</sup> Dominique Plihon, *Minsky, une interprétation prémonitoire des crises*, Alternatives économiques, dossier 'La crise', avril 2009, p134

<sup>69</sup> Sur ce sujet, voir l'article de Brice L. Dumas, *L'affaire Madoff : le système financier est-il blâmable ?*, Revue Droit et Affaires, octobre 2009

risquées sont dénoncées au moment où elles ne permettent plus d'enranger des gains mais sont synonymes de pertes massives et accompagnées parfois de fraudes. Quand des pratiques risquées génèrent d'importants revenus, tout le monde loue la « bonne gestion », à l'origine des résultats. Dans ces exemples, « le génie financier précède la chute<sup>70</sup> ». Mais, s'agit-il réellement de génie ? Dans tous ces cas, comme le remarque Elie Cohen, « nous sommes plus proches du jeu que de l'économie. Non pas de la roulette du casino, comme il est souvent dit, mais plutôt d'un jeu de poker où chacun se détermine en fonction de ce qu'il croit être les cartes (les informations disponibles), la psychologie et le talent des autres joueurs.<sup>71</sup> »

Or cette spéculation exacerbée n'est pas seulement nocive, ponctuellement, pour les institutions qui engrangent des pertes massives à la suite de scandales, elle l'est, de façon plus générale, pour la stabilité du système dans son ensemble. En effet, chaque crise trouve son origine dans l'éclatement d'une bulle spéculative, dont les effets néfastes se propagent au-delà du monde financier.

## **La spéculation au cœur des dérives**

Ces exemples ont pour objectif de mettre en avant les dérives des marchés financiers, qui se sont largement éloignés de leur objectif premier, le financement de l'économie. La spéculation est au centre de ces nombreux détournements, que ce soit dans le cadre du rôle ou de la fonction des innovations financières, de la finance « à la Ponzi » ou encore de la finance « casino ». Absente des définitions du rôle et des objectifs des marchés financiers, elle n'en est pas moins au cœur de leur fonctionnement et, surtout, semble-t-il, de leurs travers.

La spéculation, terme qui ne fait pas partie des « les 100 mots de la crise financière<sup>72</sup> », selon Bertrand Jacquillat et Vivien Levy-Garboua, est définie par le dictionnaire d'économie et de sciences sociales de la façon suivante : « transaction effectuée dans la perspective d'une variation de prix à la hausse ou à la baisse, dont l'objectif est de réaliser un gain en capital<sup>73</sup>. Pour Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, « la

---

<sup>70</sup> John K. Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière*

<sup>71</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 263

<sup>72</sup> Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009, p. 52

<sup>73</sup> Dictionnaire d'économie et de sciences sociales – Nathan – 4<sup>ème</sup> édition 1998, p. 415

spéculation est une opération dont l'objet est déconnecté du bien ou de l'actif sur lequel porte le contrat ; seule importe la chance de gain à court terme.<sup>74</sup> ».

La spéculation joue un rôle « positif » indéniable qui est celui d'apporter de la liquidité aux marchés. Toutefois, un excès de spéculation peut avoir des effets négatifs. Il en est ainsi de la formation de bulles dénués de toute rationalité au vu de la valeur fondamentale de l'actif. Dans ce cas, soit la formation de la bulle, soit son éclatement pourront être néfastes. Dans le cadre de la crise financière, il s'agissait à l'origine de l'éclatement d'une bulle immobilière qui a déstabilisé le système financier et économique dans son ensemble. Dans le cas de la spéculation sur les matières premières ou les produits agricoles, la formation de la bulle rend des denrées indispensables à la survie des hommes hors de prix, ce qui peut entraîner ou favoriser des famines. Un autre exemple peut être donné par les ventes à découvert. En effet, la spéculation à la baisse sur une entreprise cotée peut avoir des conséquences irréversibles sur sa survie.

Face à ses dérives identifiées des marchés, une réponse législative est attendue.

### **1.2.2.2. Le rôle du droit face à l'évolution des marchés financiers**

#### **Droit et spéculation**

Eu égard au rôle positif indéniable de la spéculation et aux difficultés liées à son appréhension, se pose la question suivante : « comment contrôler la spéculation, dans la mesure où celle-ci est nécessaire et consubstantielle au fonctionnement d'une économie de marché ?<sup>75</sup> »

La spéculation était condamnée par le code civil français de 1804 qui disposait, dans un article 1965 appelé « l'exception de jeux et de pari », que serait privé du concours de l'Etat pour obtenir gain de cause tout spéculateur « qui aurait fait un pari heureux contre sa

---

<sup>74</sup> Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, *limiter les effets de la spéculation sur les « biens vitaux de l'homme »*, Revue banque, p. 84

<sup>75</sup> Hubert de Vauplane, *Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes*, Revue Banque n°706, octobre 2008, p. 81

contrepartie malheureuse<sup>76</sup> », dans le cas où cette dernière refuserait d'éteindre sa dette « de jeu ». La spéculation est considérée comme un pari immoral relevant du jeu d'argent qu'il convient de condamner. Elle a progressivement été rendue licite par le législateur. Dans un premier temps, une distinction s'opérait entre spéculation licite et illicite puis toute forme de spéculation a été rendue licite. Le législateur a fini par écarter définitivement l'application de l'article 1965 du code civil par la loi de Modernisation des Activités Financières de 1996. Un auteur évoque ainsi une « expulsion de toute préoccupation morale du droit des marchés financiers<sup>77</sup> ».

Cette courte histoire de la relation qu'entretient le droit français avec la spéculation est révélatrice de l'importance prise par le phénomène, qui échappe désormais à toute réglementation dans l'ensemble des places financières.

Pour faire suite à la crise financière, quelques solutions sont toutefois à l'étude :

- l'interdiction des ventes à découvert (mesure en vigueur pour les titres d'institutions financières depuis le mois de septembre 2008 sur l'ensemble des places financières) ;
- la taxation élevée des opérations de spéculation en les identifiant via un facteur temps (moins d'un an entre l'achat et la vente) ;
- l'interdiction de la spéculation rendue possible par un emprunt (c'est-à-dire les opérations avec fort effet de levier) ;
- l'interdiction de la spéculation sur « les biens vitaux de l'homme<sup>78</sup> » ;

Or les choses ne sont pas si simples. D'une part, il apparaît impossible de définir clairement la spéculation et, ainsi, d'en imaginer une réglementation d'ensemble, d'autre part, la mise en place de mesures sporadiques, même si elle aboutit, sera facilement contournée par les financiers en l'absence d'approche globale.

---

<sup>76</sup> Stéphane Alamowitch, *Faut-il réglementer la spéculation ? Comment le faire ? Aspects de droit français*, Revue Droit et Affaire, 7<sup>ème</sup> édition, 2009

<sup>77</sup> Stéphane Alamowitch, *Faut-il réglementer la spéculation ? Comment le faire ? Aspects de droit français*, Revue Droit et Affaire, 7<sup>ème</sup> édition, 2009

<sup>78</sup> Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, *limiter les effets de la spéculation sur les « biens vitaux de l'homme »*, Revue banque, p. 84

## **Inversion des fins et des moyens**

Au vu de l'évolution du rôle des marchés financiers, la contribution d'un pan entier de leur activité à un quelconque intérêt général peut être remise en question. Ainsi, les marchés permettent le financement des entreprises et concourent à la bonne marche de l'économie mais ils sont aussi, dans une large mesure, au service de la rentabilité des acteurs financiers, au sens large, institutions financières et investisseurs. Toutefois, il ne s'agit pas de deux activités distinctes ; le financement et la spéculation sont largement imbriqués dans des mécaniques qui échappent à la compréhension des « non-initiés ».

En étant au service des marchés, dans quelle mesure, le droit des marchés financiers contribue-t-il à l'intérêt général ? La réponse à cette question ne va pas de soi. L'efficacité des marchés financiers semble être un objectif louable en ce que leur instabilité qui dégénère en crises financières a un effet néfaste sur l'économie et, plus généralement, sur la société, d'autant plus grand que les crises sont fortes. A l'origine de cet instabilité se trouvent notamment la spéculation devenue, semble-t-il, incontrôlable. D'un point de vue minimaliste, il peut donc être considéré que le droit doit simplement mieux réguler les marchés pour éviter les crises. Mais comment mieux réguler en laissant de côté la spéculation ? C'est une question qui reste sans réponse à l'heure actuelle, l'ensemble des acteurs politiques semblant dépassés par ce phénomène.

Des auteurs vont plus loin que la simple demande d'une meilleure régulation des comportements. A titre d'exemple, Hubert de Vauplane appelle à un retour « aux fondamentaux du fonctionnement des marchés financiers, système de financement de l'économie organisant la rencontre de l'offre et de la demande entre prêteurs et emprunteurs, et non un système d'enrichissement pour quelques-uns plaçant leurs liquidités sur les actifs les plus volatils dans l'espoir de gains rapides et faramineux<sup>79</sup> ».

Alain Supiot dénonce tout bonnement une inversion des moyens et des fins. Pour lui « le problème n'est pas de « réguler » les marchés [mais] de les régler, ce qui oblige à revenir sur le terrain politique et juridique afin d'y rétablir l'ordre des fins et des moyens entre

---

<sup>79</sup> Hubert de Vauplane, *Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes*, Revue Banque n°706, octobre 2008, p. 81



les besoins des hommes et l'organisation économique et financière.<sup>80</sup> ». Dans cet esprit, le droit et l'intérêt général qui lui est associé, retrouveraient toute leur place dans la société.

La réalisation de ce chantier est plutôt compromise. Si certains invoquent la difficulté d'appréhender la mécanique des marchés. La vérité est peut-être ailleurs, liée non pas à la complexité du phénomène mais aux gains qu'il permet d'engendrer et à la puissance de l'industrie financière. Le rôle des lobbies et la porosité entre le monde politique et le monde financier ont été étudiés dans le cadre de cette première partie, montrant l'instrumentalisation du droit au profit des acteurs financiers. Celui-ci est également au cœur d'une compétition de normes dont ne sortent gagnantes que les législations permissives, sujet dont il sera question dans le cadre de la seconde partie.

\*

\*      \*

---

<sup>80</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p.9

## **2<sup>ème</sup> partie :**

### **2. Un droit dépassé**

La première partie de l'étude a tenté de montrer que le droit des marchés financiers était utilisé à d'autres fins que celles habituellement assignées au Droit. Plutôt que de répondre à un intérêt général, celui-ci sert dans une large mesure les acteurs du monde de la finance ou encore les théories économiques. La seconde partie de cette étude cherchera, quant à elle, à montrer qu'en plus d'être instrumentalisé, ce droit est mis en échec par des mécanismes le surpassant, plus précisément, par la mondialisation. Si cette constatation est valable pour d'autres pans du droit, le droit des marchés financiers est particulièrement significatif de cette tendance. Ainsi, sera étudiée dans une première sous-partie la concurrence entre les règles juridiques (2.1. Droit des marchés et marché du droit) et, dans une seconde sous-partie, les mécanismes mis en œuvre pour échapper à cette logique de concurrence qui préexiste à l'élaboration des normes (2.2. Une tentative de reconstruction du droit financier).

#### **2.1. Droit des marchés et marché du droit**

Avec la mondialisation des activités des entreprises, le droit des marchés financiers se retrouve au cœur d'un marché international des normes. Les droits nationaux recherchent à être attractif et, ainsi, les entreprises tant désirées par les Etats, trouvent un pouvoir de négociation insidieux nouveau vis-à-vis des Etats. Ce phénomène mondial a un impact certain sur la nature et l'évolution de l'ensemble des législations étatiques, amenant certains à parler d'un darwinisme normatif.

##### **2.1.1. Une inversion du rapport des entreprises aux Etats**

A l'origine, les activités des entreprises s'inscrivaient dans un territoire. Ainsi, même si celles-ci avaient une approche instrumentale du droit, le considérant comme un paramètre à

prendre en compte dans leur stratégie, le législateur pouvait à sa guise durcir sa législation si elle était peu appliquée. Avec la mondialisation, les entreprises ont la possibilité de réaliser leur activité dans le monde entier. Leur arbitrage ne se fait plus au niveau interne entre les coûts et les avantages de l'application d'une loi mais à un niveau international, ce qui leur permet, le cas échéant, de mettre à l'écart une législation jugée trop sévère en délocalisant leur activité. Le rapport entre les entreprises et les Etats s'inverse donc. Les entreprises ne sont plus soumises aux Etats mais ce sont les Etats qui deviennent, en quelque sorte, soumis à la bonne volonté des entreprises.

### **2.1.1.1. Le droit comme paramètre de la stratégie des entreprises**

#### **Les entreprises soumises au droit ?**

Dans un monde idéal, chacun, individu ou entreprise, respecterait l'ensemble des règles de droit pour leur bien-fondé sans penser à la probabilité d'être sanctionné ou à la nature de la sanction. Dans le monde réel, les individus arbitrent entre les conséquences de l'application du droit et celles de l'absence de conformité aux règles. S'il s'avère que le non-respect des règles leur semble plus profitable, soit parce que la sanction est moindre, soit parce que la probabilité d'être sanctionné est faible, le droit risque de ne pas être respecté.

Hart a ainsi développé une doctrine, connue sous le nom de « réalisme américain », dans laquelle il oppose la *law in books* à la *law in action*. La première est théorique et abstraite pour un individu froid et calculateur, *le bad man*, qui se contente de se prémunir contre les risques d'être condamné et cherche simplement à se conformer à la *law in action*, soit le droit « réel mais influencé par d'autres facteurs que la simple application du droit théorique<sup>81</sup> ». L'Ecole du Public Choice fait une analyse similaire, considérant le droit « comme une des composantes des schémas d'action des individus, dont la dominante n'est en rien juridique<sup>82</sup> ».

---

<sup>81</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.135

<sup>82</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.161

Il s'agit-là d'approches instrumentales du droit dont les entreprises sont l'un des meilleurs exemples. En effet, une entreprise ne se préoccupe pas *a priori* du respect des règles de droit mais se demande plutôt comment atteindre ses objectifs sans que les règles de la *law in action* ne viennent entraver son action. Le droit est au cœur d'un arbitrage coûts / avantages. Tout à fait conscient de ces travers, le législateur sait que, pour qu'une loi soit réellement appliquée, la probabilité et le coût de la sanction doivent être suffisamment dissuasifs.

### **Passage du law in books au law in action**

L'exemple des règles relatives au respect de la libre en concurrence en Europe en est un parmi d'autres pour prendre la mesure de ce phénomène. Dans un premier temps, les sanctions étaient peu fréquentes et peu importantes, les entreprises se préoccupaient donc peu du respect de la législation. Puis les sanctions et les contrôles se sont durcis, amenant les entreprises à revoir leur stratégie vis-à-vis des règles de concurrence. En pratique, les amendes liées à des comportements anticoncurrentiels (ententes ou abus de position dominante) peuvent aller jusqu'à 10% du chiffre d'affaire d'une entreprise. Des condamnations d'un montant de plus d'un milliard d'euros ont été prononcées. Le droit de la concurrence est ainsi passé de *law in books* à *law in action*.

Le même parcours serait souhaitable pour le droit des marchés financiers, dont le respect n'a, semble-t-il, pas toujours été au rendez-vous. A la lumière de la crise, des défaillances ont été notées s'agissant des règles en elle-même mais également du contrôle de leur application. Emmanuelle Bouretz dénonce ainsi, dans un article intitulé « la défaillance de la régulation financière<sup>83</sup> », le manque de moyens adéquats des régulateurs et l'absence d'effet dissuasif des sanctions. Il semble que les effectifs des autorités de régulation ne soient pas suffisants comparé à l'importance de l'industrie financière, et qu'ils manquent de formation au regard de la complexité du secteur. Concernant les sanctions, pour la France, la Cour des comptes, dans son rapport annuel de 2009, note que « les instruments de sanction mis en œuvre par les trois autorités (CB, AMF et ACAM) ne sont (...) adaptés ni en diversité

---

<sup>83</sup> Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009

ni en puissance. La politique de sanction demeure beaucoup moins sévère que celle pratiquée par les autorités de régulation d'autres secteurs économiques<sup>84</sup> ».

Ainsi, la place du droit des marchés financiers au cœur de la stratégie des entreprises semble faible. Parfois, le coût de la sanction est si peu dissuasif que les entreprises ne prennent pas la peine d'engager les investissements nécessaires à la mise en place de pratiques conformes à la loi. Seule la *law in books* évolue alors à la suite de l'édiction de nouvelles règles ou de revirements de jurisprudence.

Pour pallier cette quasi absence de prise en compte du droit dans certains cas, les plafonds des sanctions pécuniaires pouvant être prononcées par l'AMF ou la Commission Bancaire (désormais intégrée à l'Autorité de Contrôle Prudentiel) ont été augmentés, passant respectivement d'1,5 à 10 millions d'euros et de 5 à 50 millions d'euros. Toutefois, comme l'indique Emmanuelle Bouretz<sup>85</sup>, « il n'est pas certain que les nouveaux plafonds issus de la loi du 8 août 2008 répondent totalement à l'exigence d'exemplarité des sanctions. » En effet, comparés aux amendes qui peuvent être infligées dans le domaine du droit de la concurrence ou au chiffre d'affaires de certaines institutions financières, ces montants paraissent encore peu élevés.

Au vu de ces éléments, il semble que tout soit fait pour que le rapport des entreprises au droit soit un rapport de soumission. Par principe, malgré les déviances étudiées ci-dessus du fait de l'arbitrage opéré par les entreprises, celles-ci sont soumises à la loi et la respectent. Quand ce n'est pas le cas, des mesures sont prises, autant que possible, pour pallier le manque d'effectivité des règles. Mais la logique n'est-elle pas parfois inverse ? Dans certains cas, le droit ne se retrouve-t-il pas au service des entreprises ? Ce phénomène d'inversion est particulièrement significatif en droit des affaires. Il s'analyse au regard de la mondialisation et de l'importance de certains secteurs économiques tels que l'industrie financière.

---

<sup>84</sup> Rapport annuel 2009 de la Cour des comptes, « Les autorités de contrôle et de régulation du secteur financier », p. 406

<sup>85</sup> Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009

### **2.1.1.2. Arbitrage international et attractivité du droit**

Du fait de la mondialisation, les entreprises actuelles disposent d'une palette plus grande pour effectuer leurs arbitrages réglementaires : non seulement, elles s'interrogent sur la probabilité et le montant de la sanction mais encore, le cas échéant, la trouvant dissuasive, elles ont la possibilité de s'en attirer en recherchant un autre lieu d'installation dans lequel la pression législative est moins forte. Ainsi, le droit est vu par les entreprises « comme une série de plats sur la carte du monde<sup>86</sup> », qu'elle choisit à sa guise « pour optimiser en fonction de ses objectifs économiques prioritaires ces variables juridiques exogènes<sup>87</sup> ».

Un Etat peut-il alors maintenir sans peine une législation contraignante parce qu'il la juge plus juste ? Pour répondre à cette question, il convient d'étudier le rôle de l'industrie financière dans l'économie d'un pays. L'industrie financière est porteuse d'activité économique et, ainsi, de profits, de croissance et d'emplois. Chaque Etat souhaite donc que son industrie nationale prospère. Pour cela, les places financières se doivent d'être attractives en vue d'attirer des investissements, synonymes d'activité et de croissance.

Selon C. Arsouze<sup>88</sup>, l'attractivité d'une place financière est liée à : sa liquidité, la qualité de sa recherche (analyse financière), l'étendue de la base d'investisseurs à laquelle elle permet d'accéder, le coût de revient des négociations et du règlement-livraison et son environnement réglementaire.

Parmi les critères d'attractivité figure bien la législation. L'industrie financière n'échappe donc pas à ce phénomène d'arbitrage au niveau international. Bien au contraire, « les experts de la finance sont programmés pour trouver des espaces où leurs opérations ne seront pas touchées par les régulations existantes<sup>89</sup> ». Sera préféré l'Etat dont la législation est la moins contraignante. C'est-à-dire que pour attirer des investisseurs ou éviter leur fuite, un Etat évitera de mettre en place une réglementation trop contraignante des activités de marché de peur de voir l'importance de son industrie financière remise en cause. C'est ce qui explique

---

<sup>86</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.163

<sup>87</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.163

<sup>88</sup> C. Arsouze, *Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions*, thèse, Paris I, 2007, p.21

<sup>89</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010, p.306

notamment l'histoire de la dérégulation aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne. Comme le note Elie Cohen, « imposer une régulation contraignante [...] c'est risquer de voir d'éventuels concurrents capter ces nouveaux bénéfiques<sup>90</sup> ». C'est également pour ces raisons que l'identification de faiblesses de la réglementation ou d'un manque de régulation à la suite des différentes crises qui ont touché l'industrie financière n'a pas forcément conduit à la mise en place de règles adaptées. Par exemple, à la suite de la faillite du Hedge fund LTCM aux Etats-Unis, en 1999, les tenants de la mise en place d'une réglementation pour éviter la reproduction d'un tel scandale se sont heurtés à l'opposition de lobbies mais également du pouvoir politique. Tout le monde craint l'apparition d'une législation plus contraignante par peur de « tuer la poule aux œufs d'or<sup>91</sup> ». L'attractivité prime l'intérêt général mais aussi l'efficacité voire, tout simplement, le bon sens.

Des exemples de ce type sont à noter pour l'ensemble des places financières : en raison de la globalisation des activités, la question de l'attractivité est au cœur de l'élaboration des normes dans le domaine financier. L'adaptation du droit sous couvert de modernisation est souvent l'illustration de ce phénomène, qui semble désormais aller de soi pour les juristes.

La titrisation en France, réformée par voie d'ordonnance le 13 juin 2008, en est un exemple parmi d'autres. Lamia Benzine, dans un article la concernant<sup>92</sup>, intitule d'ailleurs un de ses titres : « la réforme réussira-t-elle le pari de rendre le régime juridique de droit français plus attractif ? ». Rappelant les objectifs de la réforme, moderniser et sécuriser le régime, elle ne manque pas de noter qu'« il ne faut pas oublier que le système français est en concurrence avec d'autres systèmes susceptibles d'offrir des possibilités plus larges aux acteurs économiques ». Pour conclure, est rappelée l'omniprésence du droit anglo-américain en matière d'opérations de titrisation et l'espoir de la réforme : que le droit français s'impose dans ce domaine, « sa place étant encore beaucoup trop restreinte dans le système financier mondial ». L'objectif du droit, à nouveau, n'est pas l'intérêt général ou la justice sociale, ni même l'efficacité ou la sécurité des opérations, le droit doit offrir de larges possibilités aux entreprises.

---

<sup>90</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010, p.136

<sup>91</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010, p.189

<sup>92</sup> Lamia Benzine, *Titrisation, vecteur de propagation de la crise financière*, article encadré par Alain Pietrancosta, *Revue Droit et Affaires*, 7<sup>ème</sup> édition, p.34

La mondialisation conduit donc à une évolution du rôle et de la place du droit. Celui-ci ne doit plus seulement encadrer les activités des entreprises ; il doit les attirer. En quelque sorte, le lien qui unit les entreprises aux Etats s'inverse. Les entreprises ne leur sont plus entièrement soumises puisqu'elles peuvent les choisir. Le droit se retrouve soumis aux entreprises qui délaissent les Etats dont la législation ne leur plaît pas. Quelle est la conséquence de cette nouvelle instrumentalisation du droit ? Les législations nationales se retrouvent en concurrence les unes avec les autres dans ce que certains appellent un marché du droit.

### 2.1.2. Vers un darwinisme normatif<sup>93</sup> ?

Le phénomène de mondialisation amène les Etats à rendre leur législation parfois plus attractive que stricte dans le but de faire venir les entreprises sur leur territoire. Une concurrence entre les droits est à l'œuvre amenant les législations à converger vers une sorte de modèle permissif commun. Si l'absence d'instance supranationale peut être considérée comme une cause de cet alignement vers le bas des législations, il convient de noter que, même en présence de telles organisations, c'est la compétition entre les normes qui est favorisée.

#### 2.1.2.1. Une concurrence entre les droits aux conséquences néfastes

Les entreprises font leur choix entre les différents produits législatifs proposés par les Etats, laissant de côté les règles jugées trop contraignantes. Les Etats se retrouvent donc, au même titre que les entreprises, soumis à la concurrence dans l'élaboration de leurs règles de droit. Selon la doctrine du *Public Choice Management*, pour être compétitifs, les Etats sont censés gérer l'élaboration de leur législation de la même manière que les entreprises gèrent leurs innovations. Une veille législative pareille à une veille technologique doit être mise en place pour ne pas se laisser distancer par des législations plus en phase avec les besoins des

---

<sup>93</sup> Terme utilisé par Alain Supiot dans son ouvrage : *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010



entreprises. En effet, ces Etats-entreprises ont pour clients les entreprises, qui font leur choix, sur ce marché international du droit, entre les différents produits législatifs proposés en fonction de leurs intérêts, tel des consommateurs. Les règles jugées trop contraignantes sont laissées de côté tandis que les législations les plus permissives sont largement utilisées. Il en résulte un alignement par le bas, au bénéfice des entreprises mais pas de l'intérêt général. Pour Alain Supiot, un « darwinisme normatif » est à l'œuvre, dont sortiront gagnantes les règles les plus permissives et les moins respectueuses de la justice sociale : « l'instauration de ce « marché des produits législatifs » doit conduire à l'élimination progressive des systèmes normatifs les moins aptes à satisfaire les attentes financières des investisseurs<sup>94</sup> ». Ainsi, « le Droit [...] est considéré comme un produit en compétition à l'échelle du monde, où s'opèrerait la sélection naturelle des ordres juridiques les mieux adaptés à l'exigence de rendement financier.<sup>95</sup> ».

Le terme de darwinisme normatif avait déjà été exploité par Herbert Spencer au 19<sup>ème</sup> siècle pour montrer l'évolution des règles de droit. Toutefois, selon René Sève<sup>96</sup>, cette explication n'a pas de sens car elle « semble privilégier un optimum unique, alors que les population vivantes se caractérisent par une diversité des individus qui à la fois permet d'envisager la survie de plusieurs formes d'aptitudes simultanément et celle de l'espèce à travers les changements successifs de son environnement ». Or, à l'heure de la mondialisation, tout du moins en ce qui concerne le droit financier et, pour partie, le droit des affaires, la « survie » de plusieurs formes de règles de droit de façon simultanée semble, en quelque sorte, compromise.

Bien sûr, cette idée d'un darwinisme normatif peut paraître trop caricaturale pour expliquer le phénomène actuel. Les législations ne tendent pas vers l'unicité en tout point. Néanmoins, une sorte de modèle unique se profile à l'horizon avec des variantes nationales fondées sur les mêmes principes.

La conséquence principale de ce phénomène, qui érige la concurrence comme principe de fondement des règles de droit, est l'abandon de toute idée d'intérêt général au profit

---

<sup>94</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p. 67

<sup>95</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p. 67

<sup>96</sup> René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007, p.6

d'intérêts particuliers. Comme le disait Sade, « les lois ne sont pas faites pour le particulier mais pour le général, ce qui les met dans une perpétuelle contradiction avec l'intérêt personnel, attendu que l'intérêt personnel l'est toujours avec l'intérêt général<sup>97</sup> ». Or, en l'espèce, les lois sont faites pour les entreprises, ce qui les met en contradiction avec l'intérêt général. Un conflit d'intérêt s'opère à l'échelle mondiale car les entreprises deviennent, dans une certaine mesure, la source du droit qui les régit. C'est une forme d'autorégulation rampante non encadrée, en l'absence d'instance supranationale disposant de la volonté ou du pouvoir suffisant pour l'endiguer. Ce phénomène est d'autant plus à déplorer que la banque mondiale ou encore la Cour de Justice de l'Union Européenne (CJUE) le renforcent.

### **2.1.2.2. Un marché encouragé par des organisations supranationales**

#### **La compétition au cœur des rapports de la banque mondiale**

Depuis 2004, chaque année, la Banque mondiale publie un rapport « Doing Business », qui classe les droits selon des critères liés à l'efficacité économique. Des notes sont ainsi attribuées aux Etats, ce qui renforce l'idée d'un droit idéal, d'un objectif commun d'efficacité économique ou d'attractivité des entreprises, vu comme le but ultime de toute législation. La banque mondiale se targue de dispenser des notes objectives, ce que critique Alain Supiot, considérant que le droit est un système de valeur placé en dehors de toute mesure. Les pays de *common law*, c'est-à-dire les droits issus de la tradition anglo-américaine, sont mieux notés que leur homologues continentaux, les pays de tradition civiliste. C'est pourquoi, de nombreuses voix se font entendre dans les pays de droit civil pour que la méthode de notation soit revue et ne prenne pas en compte uniquement l'efficacité économique. Les critiques ne visent donc pas l'idée de modèle unique vers lequel tendre mais simplement les critères de cet idéal commun. Faut-il condamner un tel classement en lui-même comme le fait Alain Supiot ou simplement en raison des critères qu'il promeut comme le souhaite l'association française « Henri Capitant » ? La réponse n'est pas simple. Le classement actuel favorise une compétition entre les droits fondée sur leur attractivité aux yeux des entreprises, ce qui semble en contradiction avec un idéal de droit justice. Pourtant,

---

<sup>97</sup> Sade, *La philosophie dans le boudoir*

toute idée de classement ne paraît pas condamnable. Une comparaison des droits à l'aune de l'intérêt général ou de la justice sociale pourrait en favoriser l'atteinte ou, du moins, permettre à tout un chacun de prendre la mesure des lois régissant le pays dans lequel il vit. Dans le domaine de la protection sociale, Michael Moore a réalisé une comparaison quelque peu ubuesque de nombreuses législations mondiales dans un film intitulé « *Sicko* ». Il y montre les pays offrant à leurs ressortissants une protection sociale de qualité et ceux plus négligents dans ce domaine. Ainsi, au lieu de renforcer l'alignement vers le bas des législations, notées selon leur attractivité, la banque mondiale pourrait réaliser un classement favorisant les pays qui résistent à cette pression normative.

### **La compétition au cœur du marché unique de l'Union Européenne**

Liée, semble-t-il, à l'absence d'organisme supra-étatique susceptible de réglementer la globalisation des échanges, la pratique du *law shopping* en faveur des législations les plus permissives pourrait être endiguée par l'Union Européenne, en tant qu'instance supranationale, sur son territoire. Pourtant, elle l'encourage au nom du respect de libertés fondatrices du marché unique que sont la liberté de circulation des marchandises et des capitaux la libre prestation de services et la liberté d'établissement ou liberté de circulation des entreprises. L'objectif de marché unique dans lequel se jouerait une libre concurrence entre des opérateurs également armés est devenu en quelque sorte une fin justifiant la mise à l'écart de législations nationales jugées l'entraver. La fraude aux lois nationales est même parfois plébiscitée, amenant les Etats à aligner leurs législations sur la volonté des entreprises. En raison de la mise à l'écart de règles étatiques jugées contraires au marché unique, de nombreux exemples d'alignements des législations vers le bas sont à déplorer.

### **L'Arrêt *Centros et ses suites***

L'arrêt « *Centros*<sup>98</sup> », rendu en matière de droit des sociétés, est tout à fait significatif de cette tendance de l'Union à encourager la compétition des règles de droit en son sein : une société souhaitant réaliser son activité principale au Danemark avait pourtant établi son siège au Royaume-Uni pour créer ensuite une succursale au Danemark. Ce mécanisme visait clairement à éluder les règles relatives au capital social minimum en vigueur au Danemark. Les autorités danoises avaient refusé l'immatriculation de l'établissement principal, arguant

---

<sup>98</sup> CJUE 9 mars 1999

de cette fraude. Or, la Cour a jugé que ce refus était constitutif d'une entrave à la liberté d'établissement, ni prévu par le Traité, ni constitutive d'une quelconque raison impérieuse d'intérêt général. Le Danemark a donc été sommé de revoir sa législation pour autoriser ce type de pratique. Au regard de cette jurisprudence, une entreprise qui souhaite s'établir dans un pays de l'Union n'est pas tenue de s'immatriculer dans celui-ci, elle peut choisir le lieu de son immatriculation dans n'importe quel pays de l'Union. Alain Supiot juge que cet arrêt consacre « le droit pour une entreprise d'éluder les règles de l'Etat où elle exerce toutes ses activités en s'immatriculant dans un autre Etat dont les règles sont moins contraignantes<sup>99</sup> ». Certaines règles, peu contraignantes, ont donc été plébiscitées par les entreprises qui ont pioché dans les droits nationaux pour trouver l'encadrement qu'elles souhaitaient. Les droits délaissés ont donc dû s'adapter.

### ***L'exemple du capital social***

Une des conséquences a notamment été l'abaissement des exigences en matière de capital social (cf. notamment l'exigence de capital minimum pour les SARL en France qui est passée à 1€). Or, celle-ci semble être la garantie d'une plus grande sécurité de l'activité qui va être lancée. Ce n'est pas pour rien que le manque de fonds propres (qui sont composés pour partie de capitaux propres) des institutions financières a été jugé comme étant l'une des causes de la crise, car facteur d'insécurité et de faillibilité pour les entreprises. Les législations des Etats européens ont pourtant déjà entamé largement cet alignement vers le bas, initié à cause de la jurisprudence de la CJUE. L'Union semble d'ailleurs empêtrée dans des contradictions à ce sujet. La Commission avait pour projet de créer une structure de société européenne « attractive » intitulée « société privée européenne » sans exigence de capital minimum. Or le Parlement est revenu sur cette absence de capital minimum pour exiger, dans ce cas, des garanties vis-à-vis des créanciers de la société. En l'espèce, la plupart des Etats avaient bien conscience de cette nécessité mais il a suffi du laxisme d'un seul dans ce domaine pour que les efforts demandés aux entreprises en matière de sécurité soient vains en raison du *law shopping* encouragé par la Cour de Justice. Mais maintenant, probablement en raison des faiblesses des entreprises identifiées à la suite de la crise financière, il semble que l'Union, par le biais de son Parlement, souhaite revenir sur cette tendance au laxisme en termes de capital dont elle est à l'origine.

---

<sup>99</sup> Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010, p. 66

L'exemple du projet de « société privée européenne » est significatif de ce retournement de tendance amorcé par les Etats à la suite de la crise financière, prenant conscience de la nécessité de l'encadrement des entreprises, contrairement à la tendance dominante des législations. La crise sonne-t-elle alors le glas de cette compétition entre les règles ? La gouvernance mondiale qui s'est formée au sortir de la crise financière laisse penser que les pays réunis cherchent à endiguer ce phénomène. Mais l'amorce d'un retour du Droit comme mécanisme d'encadrement des entreprises au service d'un intérêt général les transcendant est semé d'embûches.

## **2.2. Une tentative de reconstruction du droit financier**

La mondialisation, en ce qu'elle favorise la compétition entre les normes et, ainsi, un alignement des législations vers le bas, semble à la source d'un phénomène de déconstruction du droit. A la suite de la crise financière d'une ampleur sans précédent, la coopération entre les Etats, prenant la place de la concurrence, est apparue comme une réponse adéquate pour répondre à la problématique de gestion des activités de dimension internationale par des droits nationaux. Une nouvelle gouvernance s'est ainsi développée sur la scène internationale, semblant amorcer un processus de reconstruction du droit. Les enjeux et la portée de celle-ci seront étudiés dans une première sous-partie. La seconde sous-partie s'attachera, quant à elle, à comparer ces nouveaux mécanismes d'édiction des normes à ceux qui existaient entre les individus dans l'« état de nature », pour montrer que leur efficacité est faible. La coopération renvoie en effet aux rapports qui prévalaient avant l'apparition formelle des Etats et du Droit sur des territoires donnés. Se pose alors la question de la viabilité et de la portée de ce nouveau paradigme d'édiction des normes au niveau international, qui touche un pan important du droit.

### **2.2.1. La coopération internationale pour contrer la concurrence entre les droits**

Pour endiguer la crise financière et éviter l'apparition d'une prochaine, les Etats des principales places financières se sont réunis dans le but d'adopter des mesures communes. En effet, les défauts dans l'encadrement des institutions financières ont permis à ces dernières de se livrer à des comportements risqués, remettant en cause leur propre viabilité mais, surtout, la stabilité du système financier et économique mondial. Or, il est apparu de façon plus visible que, fort logiquement, les législations les plus contraignantes étaient délaissées, pour partie, par les entreprises, dès lors qu'elles avaient la possibilité de réaliser des arbitrages réglementaires dans un sens leur étant favorable. Ainsi, seule la présence de réglementations homogènes permettrait de mettre fin à cette pratique et de donner toute leur puissance aux mesures d'encadrement étatiques. La coopération a remplacé, en partie, la concurrence

comme maître mot des relations entre les Etats pour l'élaboration de mesures urgentes mais aussi de long terme.

#### **2.2.1.1. Vers une nouvelle soumission des entreprises aux Etats**

##### **La coopération comme réponse au caractère international de l'activité des entreprises**

En principe, les intérêts des entreprises et ceux des Etats divergent. Jouant sur une scène internationale, les entreprises réalisent de nombreux arbitrages normatifs qui remettent en cause le pouvoir de contrainte des Etats. La mondialisation a ainsi conduit ces derniers à rendre certains pans de leurs droits plus séduisants que contraignants, dans le but d'attirer de l'activité économique sur leur territoire. Or, au vu de la crise financière, il est apparu aux yeux de tous que les législations les plus attractives pour les entreprises étaient les plus risquées pour la stabilité du système financier. La concurrence entre les droits liée à l'arbitrage normatif n'a alors plus été regardée comme bénéfique mais plutôt comme néfaste pour la stabilité du système.

A l'aune de la crise, la contradiction des intérêts entre entreprises et Etats s'est faite plus forte. En étant au service d'intérêts privés, ceux des entreprises, au détriment de l'intérêt général, dans l'élaboration des lois, les Etats ont remis en question l'équilibre global de la société. L'explication de cette déviance dans l'élaboration des normes se trouve dans la contradiction entre la dimension internationale de l'activité des multinationales et le caractère national des législations. La coopération entre Etats dans l'élaboration des règles s'est donc imposée comme le seul moyen de régir ce phénomène transnational. Celle-ci permettrait de faire reprendre aux Etats leur place dans l'élaboration des normes vis-à-vis des entreprises, les empêchant de faire prévaloir leurs intérêts privés au détriment de ceux de la collectivité.

## Les modalités de la coopération

La réponse immédiate des Etats face à la crise a donc été la réunion de G20 dont la composition a été quelque peu modifiée. En un an et demi, trois G20 se sont tenus : Washington (novembre 2008), Londres (avril 2009) et Pittsburgh (septembre 2009). Dès le premier, les représentants des différents Etats se sont mis d'accord sur cinq principes communs de réforme de la régulation du secteur financier : renforcer la transparence et la responsabilité, favoriser une régulation saine, promouvoir l'intégrité des marchés, renforcer la coopération internationale et repenser le rôle des institutions financières internationales issues de Bretton Woods.

Le terme de coopération, mis en avant par l'un des cinq principes de réforme, se trouve *de facto* au cœur de tous les autres. Ainsi, le communiqué du G20 de Washington débute de la sorte : « nous sommes déterminés à améliorer notre coopération et à travailler ensemble pour restaurer la croissance mondiale et réaliser les réformes nécessaires du système financier mondial<sup>100</sup> ». Pour remettre le système en marche et éviter la survenance d'une nouvelle crise, les Etats se doivent d'agir en collaboration dans l'élaboration des règles. Sans le dire, un grand pas semble avoir été fait par rapport aux préceptes qui présidaient jusqu'à lors à l'édiction des règles.

Beaucoup avancent l'idée d'une nouvelle gouvernance mondiale placée sous l'égide d'institutions dont les attributions ont été revues : le Fonds Monétaire Internationale et le Conseil de Stabilité Financière mais aussi le G20.

Reste à savoir l'impact d'une telle gouvernance. A première vue, les réunions du G20 sont assorties de plans d'actions et un suivi est mis en place. Mais comment transposer les principes adoptés par le G20 en règles nationales ? Tout l'enjeu des réformes initiées par le G20 repose en effet sur la mise en œuvre par les Etats de réformes nationales cohérentes avec le plan d'actions. Cela invite à s'interroger sur les conditions de l'harmonisation des règles.

---

<sup>100</sup> « we are determined to enhance our cooperation and work together to restore global growth and achieve needed reforms in the world's financial system »



### **2.2.1.2. Les conditions de l'harmonisation des règles**

Deux aspects de l'harmonisation des règles seront étudiés : le rôle de la démocratie et les conséquences d'éventuels comportements opportunistes.

#### **Démocratie et adoption des règles décidées**

En principe, les règles nationales sont prises par un Etat souverain, c'est-à-dire par les membres d'un Parlement élu sur un territoire donné. Le vote du Parlement préfigure donc à l'élaboration des lois. En l'espèce, les différentes mesures adoptées par le G20 doivent donc faire l'objet d'un vote dans l'ensemble des Etats concernés. Elles se retrouvent ainsi à la merci des mécanismes nationaux d'édition des règles.

Pour répondre aux enjeux de la crise et créer des mesures similaires dans l'ensemble des pays, les processus législatifs nationaux sont donc vus comme des contraintes. Ils peuvent empêcher la réalisation des objectifs fixés en commun à l'échelle mondiale. Pour autant, seuls les Parlements nationaux sont souverains parce qu'ils ont été élus par des nations pour réglementer des territoires donnés. Laisser le soin à des organisations non gouvernementales de décider de l'ensemble des législations nationales ne va pas de soi. Si cela semble être la seule solution viable pour gérer la mondialisation, il n'en demeure pas moins que cela ressemble à une sorte de totalitarisme à l'échelle du monde. La solution consistant à laisser le soin à cette nouvelle gouvernance mondiale de choisir la réglementation s'appliquant à tous les pays n'est pas sans susciter de critiques. En effet, cela correspond à une sorte d'abandon de souveraineté par les Etats dans les domaines régis par le G20, la banque mondiale ou le FMI. Or ces institutions ne sont nullement souveraines et pas forcément légitimes.

Au sein du G20, par exemple, sont présents les vingt pays les plus puissants économiquement. Ces derniers totalisent 85% du Produit Intérieur Brut mondial. La représentation est donc large mais incomplète. Il convient ainsi de noter que le continent africain, à titre d'exemple, ne dispose pas de représentants. Quant au FMI ou à la banque mondiale, elles entretiennent *de facto* des liens de proximité forts avec les Etats-Unis.

Pourtant, à l'heure actuelle, il apparaît que les décisions prises en commun, si elles sont relayées par les différents Etats sur leur territoire, soient de nature à améliorer la

réglementation du secteur financier. L'abandon de souveraineté est donc peut-être la solution pour régir des activités transnationales sans distorsions de concurrence.

Une nouvelle gouvernance mondiale semble à l'œuvre mais dont le pouvoir de contrainte reste limité. Les chefs d'Etat présents aux sommets du G20 s'engagent à atteindre des objectifs et à réaliser des plans d'actions mais, de retour chez eux, ils doivent composer avec leur Parlement, dans le respect des principes démocratiques. Cela dit, l'adoption des principes communs devrait être facilitée quand il existe des Unions entre Etats, comme c'est le cas au sein de l'Union Européenne. Néanmoins, il ressort que même dans le cas, l'édiction de normes communes ne se fait pas sans heurts.

### **Une harmonisation facilitée au sein de l'Union Européenne ?**

Dans le cadre de l'Union Européenne, l'adoption de certaines normes se fait de façon particulière puisqu'il s'agit d'une instance supranationale à laquelle des Etats ont consenti de laisser une partie de leur souveraineté. Pour atteindre l'objectif de formation d'un marché unique, l'absence de distorsions de concurrence entre les différents Etats de l'Union est recherchée. Il a été souligné dans le cadre de cette étude que, jusqu'à présent, cela revenait parfois à un alignement des législations vers le bas, au profit des plus permissives. Or, la crise financière est l'occasion d'inverser ce processus, tout du moins dans le domaine financier et dans certains autres qui lui sont rattachés, pour prôner l'avènement de règles communes d'encadrement des sociétés plus strictes.

#### ***L'harmonisation avant la crise***

Dans le domaine financier, l'harmonisation des législations était déjà en cours avant l'éclatement de la crise financière. Un Plan d'Action sur les Services Financiers avait été adopté en ce sens en 1999. Il prévoyait l'édiction de règlements et directives relatives au droit des marchés financiers dans le cadre d'un processus dit « Lamfalussy ». La plupart d'entre elles sont d'ores et déjà en vigueur. Or la nature de l'harmonisation à l'œuvre est largement critiquée à l'aune de la crise. En effet, le processus « Lamfalussy » repose non pas sur la contrainte mais sur la coopération entre les Etats membres dans la transposition et l'interprétation des règles. Ainsi, au niveau européen, aucun organisme ne dispose d'un réel pouvoir de contrainte sur les Etats membres dans le domaine financier. Les organes

compétents dans le domaine financier sont des comités ou collèges dont le fonctionnement repose sur un consensus entre les Etats. Ce processus de coopération non contraignant a montré ses limites.

D'une part, l'harmonisation reste inégale et il peut arriver qu'un même texte soit interprété de façon divergente par deux Etats, lui donnant des significations opposées. La divergence aura des conséquences certaines concernant l'attractivité des législations concernées aux yeux des entreprises. Il en est ainsi, par exemple, de la directive OPCVM concernant la nature de l'obligation de conservation des sous-dépositaires de fonds. Obligation de moyen selon les juridictions Luxembourgeoises plus favorables à leur industrie financière, obligation de résultat selon les juridictions françaises, plus protectrices des investisseurs. Ainsi, les institutions ayant une activité de sous-dépositaire auront tendance à se tourner vers le Luxembourg plutôt que vers la France, le droit luxembourgeois leur apparaissant plus attractif.

D'autre part, en cas de survenance d'une crise, soit d'un événement remettant en cause le fonctionnement normal de l'industrie et appelant une réponse rapide, la capacité d'action de l'Union s'est avérée trop limitée, aucun organisme ne disposant d'un pouvoir de contrainte suffisant.

### ***L'harmonisation après la crise***

Pour améliorer le fonctionnement de l'industrie financière, des études ont été menées à la suite de la crise, visant à renforcer le pouvoir de contrainte des autorités de l'Union. A la suite de la réalisation d'un rapport sous la direction de Jacques de Larosière, un projet de réforme des institutions est à l'œuvre. Son objectif est notamment la substitution d'autorités aux comités ou collèges existants et la création d'une autorité de surveillance macroprudentielle, ayant pour rôle la supervision l'ensemble du secteur.

En dépit du pouvoir supra national de l'Union Européenne, l'adoption de réformes ne va pas de soi. Concernant la création d'autorités dans le secteur financier, cela remet en cause non seulement le fonctionnement originel de l'Union en matière d'édition des normes mais aussi une partie de la souveraineté des Etats. Au sein de l'Union Européenne, le pouvoir

réglementaire appartient à un « triangle » composé du Parlement, du Conseil et de la Commission. L'équilibre institutionnel est remis en cause par la délégation d'un pouvoir de régulation à des autorités distinctes. Comme le relève Hubert de Vauplane<sup>101</sup>, les Traités relatifs aux principes et au fonctionnement de l'Union reposent sur un système de répartition des pouvoirs visant à assurer un équilibre et non pas une séparation entre les acteurs. La création d'autorités ne va donc pas de soi et nécessite une adaptation des Traités fondateurs. Plutôt qu'un équilibre subtil entre institutions souveraines, il semble à nouveau qu'une solution efficace suppose la mise de côté de dispositifs pluraliste au profit d'instances unitaires. En outre, d'après la majorité des auteurs, la création d'autorités uniques de supervision des trois domaines du secteur financier au niveau européen en substitution des autorités nationales aurait été la meilleure solution. Toutefois, aucun Etat ne souhaitait abandonner entièrement sa souveraineté dans ce domaine. Une solution de compromis a donc été trouvée pour des raisons politiques, consistant à réaliser un équilibre entre autorités nationales et autorités européennes.

L'harmonisation des règles financières européennes se heurte ainsi à des complications liées à l'opposition entre souveraineté et efficacité. Pour s'assurer d'obtenir des règles communes dans l'ensemble des Etats de l'Union, un abandon de l'équilibre institutionnel semble opportun couplé d'un dessaisissement des Etats d'une partie de leurs prérogatives. Encore une fois, le pluralisme présidant à l'élaboration des lois ne paraît pas aller de pair avec une harmonisation efficace des droits.

Ainsi, à l'échelle européenne, se posent déjà de nombreuses difficultés pour l'adoption de règles communes alors que les Etats sont regroupés en Union dont les pouvoirs sont bien plus importants comparés à ceux des organisations de la nouvelle gouvernance mondiale.

---

<sup>101</sup> Cours de droit des marchés financiers du 15 février 2010, Magistère juriste d'affaires, 3<sup>ème</sup> année

## 2.2.2. La coopération, mécanisme pré-juridique à l'efficacité limitée

L'efficacité des mécanismes de coopération est limitée en raison des biais de la nouvelle gouvernance mondiale. La mondialisation a favorisé une déconstruction du Droit en raison du décalage entre le caractère international des activités des entreprises et le caractère national des législations. Mais la coopération n'est pas suffisante pour permettre une réelle reconstruction de celui-ci, les Etats se trouvant *de facto* dans une sorte d'« état de nature international ».

### 2.2.2.1. Les biais de la nouvelle gouvernance mondiale

La nouvelle gouvernance est biaisée : les Etats n'ont pas forcément intérêt à adopter des mesures allant dans le sens de tous et, dans le même temps, le pouvoir de contrainte des instances à l'origine des nouvelles règles communes est limité.

#### **Mesures protectionnistes et intérêts des Etats**

Les déclarations des différents G20 mettent en avant l'importance de la suppression des mesures protectionnistes. Ces dernières peuvent être de différente nature mais leur objet est le même : favoriser son économie au détriment des autres par le biais de mesures protectrices des intérêts nationaux. Dès le premier G20 de Washington, il est mentionné dans la déclaration finale « l'importance majeure du rejet du protectionnisme<sup>102</sup> ». Cela semble aller de soi dans l'optique d'activités globalisées. L'instauration de la doctrine libre-échangiste au niveau international suppose l'abandon de mesures protectionnistes. Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, les accords du GATT<sup>103</sup> puis l'OMC<sup>104</sup> ont favorisé la

---

<sup>102</sup> Declaration summit on financial markets and the world economy, November 15, 2008 “We underscore the critical importance of rejecting protectionism and not turning inward in times of financial uncertainty. In this regard, within the next 12 months, we will refrain from raising new barriers to investment or to trade in goods and services, imposing new export restrictions, or implementing World Trade Organization (WTO) inconsistent measures to stimulate exports.

<sup>103</sup> General Agreement on Tariffs and Trade

<sup>104</sup> Organisation Mondiale du Commerce

suppression de ce type de mesures. Au niveau européen, l'instauration d'un marché unique a le même objectif.

Atteindre les objectifs affichés par le G20 suppose *a priori* l'abandon de pratiques protectionnistes et le renforcement du rôle de l'OMC. Pour une meilleure stabilité du système financier mondial et une libre concurrence, il convient d'avoir des législations harmonisées ne favorisant pas les intérêts nationaux au détriment des intérêts mondiaux. C'est dire que la coopération doit être maximale.

Cependant, l'intérêt général, cette fois ci international, ne va pas forcément de pair avec les intérêts étatiques. Si chaque Etat trouve des avantages à bénéficier de nouveaux marchés potentiels dans d'autres territoires, il ne voit pas toujours d'un bon œil le fait d'ouvrir à la concurrence des pans entiers de son économie. Du reste, encore une fois, les lois sont édictées par les Parlements nationaux dont le rôle s'inscrit dans un territoire donné et qui ont été élus pour la défense des intérêts d'un Etat.

Les recommandations de l'OMC ou du G20 dans le sens d'un abandon des mesures protectionnistes ne vont donc pas toujours de soi et ce, d'autant plus, en période de crise. Aussi le protectionnisme est-il officiellement mis de côté mais de nombreuses mesures de protectionnisme rampantes sont toutefois à noter pour parer à la crise. La banque mondiale relève ainsi un nombre croissant de mesures « de type protectionniste<sup>105</sup> » depuis l'éclatement de la crise. Elie Cohen parle de « micromesures qui n'entament en rien l'édifice de la libéralisation des échanges et de l'intégration des économies<sup>106</sup> ». La contradiction des intérêts est flagrante : l'intérêt de tous est la coopération mais l'intérêt de chacun réside dans une coopération de nature à assurer une stabilité du système mais assortie ça et là de « dérogations » officieuses dans le but de favoriser les intérêts d'un Etat. Ce phénomène, qui semble impossible à endiguer, rappelle les mécanismes de coopération à l'œuvre au niveau national, antérieurement à l'arrivée des Etats de droit.

Erigée pour apporter une réponse à la contradiction entre la nature nationale des législations et l'activité internationale des institutions financières, la nouvelle gouvernance

---

<sup>105</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 410

<sup>106</sup> Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions Fayard, avril 2010, p. 410

mondiale, aussi ambitieuse soit-elle, souffre de faiblesses. Celles-ci résident dans son absence de pouvoir de contrainte réel sur les Etats qu'elle prétend gouverner.

### **Absence de pouvoir de contrainte**

Pour que les règles de droit soient respectées, il convient de veiller à sanctionner leur défaut d'application de façon à décourager tout comportement illégal. L'éventualité d'une sanction dissuasive est donc indispensable à la bonne application des règles. Ceci est valable dans le cadre d'un Etat pour la bonne application des règles qu'il édicte. Mais c'est aussi transposable, au niveau international, pour que les Etats édictent les règles décidées par les instances supranationales. Ainsi, pour être certain que les recommandations du G20 soient suivies dans les faits, il conviendrait que les Etats puissent être sanctionnés pour l'absence de mise en œuvre des principes. Apparaît alors la faiblesse la plus marquante de cette nouvelle gouvernance mondiale : le pouvoir de sanction des instances à l'origine des règles est faible. Tout repose essentiellement sur la coopération. Bien sûr, il en va de la crédibilité des pays aux yeux des autres. D'un point de vue diplomatique, aucun Etat ne peut clairement refuser d'adopter les principes communs pour favoriser ses intérêts étatiques au détriment de l'intérêt de l'ensemble des nations. Toutefois, sans rejeter la réglementation en bloc, des aménagements nationaux sont envisageables à la marge, sans que les Etats puissent être sanctionnés.

Il convient alors de s'interroger sur ce nouveau processus de formation des règles du droit, qui semble plus proches des mécanismes à l'œuvre dans l'« état de nature ».

#### **2.2.1.1. L'état de nature international ?**

### **Rivalités entre Etats et théorie des jeux**

Les études réalisées notamment par Hobbes relatives à l'état de nature antérieur à l'état de Droit peuvent ainsi être transposées ; dans un monde globalisé, les Etats prennent ainsi la place des individus. Ainsi, dans l'état de nature, « si l'accord passé entre les hommes de cette multitude n'est obtenu que par un consentement, en vertu duquel de nombreuses volontés convergent dans la réalisation d'un but commun, cela ne suffit aucunement à attacher

mutuellement les hommes. Lorsqu'une personne n'est obligée que par sa propre volonté, il lui est en effet toujours loisible de se rétracter si elle juge que son intérêt particulier est contredit par l'intérêt général.<sup>107</sup> ». C'est ce qui se passe au niveau international, au niveau non plus des hommes mais des Etats, en l'absence d'instance supraétatique dotée d'un pouvoir de contrainte suffisant pour contrecarrer l'action des Etats. La citation devient alors : si l'accord passé entre les Etats n'est obtenu que par un consentement, en vertu duquel de nombreuses volontés convergent dans la réalisation d'un but commun, cela ne suffit aucunement à attacher mutuellement les Etats. Lorsqu'un Etat n'est obligé que par sa propre volonté, il lui est en effet toujours loisible de se rétracter s'il juge que son intérêt particulier est contredit par l'intérêt général international. Cela correspond en partie à la situation actuelle qui se joue au niveau interétatique. En effet, mis à part dans le cadre de l'Union Européenne, les Etats sont en principe entièrement souverains et égaux dans la négociation. Aucun pouvoir supérieur réellement coercitif ne peut leur imposer une conduite donnée. Les accords passés entre Etats, dans le cadre du G20, par exemple, sont le fruit de rapports de force.

L'économie globalisée ressemble alors à un état de nature international au sens d'un état de désinstitution. A la rivalité humaine s'est substituée la rivalité entre Etats. Il ne s'agit pas d'un état de guerre permanente où la survie de tous est en jeu ; les choses sont plus insidieuses. Mais, par principe, chaque Etat recherche *de facto* son intérêt. Ainsi, l'application des règles édictées par les institutions internationales rappelle le « jeu de représentations par lequel chacun mesure le danger que chacun représente pour lui, estime la volonté que les autres ont de se battre et juge le risque que lui-même prendrait s'il avait recours à la force.<sup>108</sup> ». Rapportée à la situation actuelle, la citation pourrait être la suivante : chaque Etat mesure son rapport de force avec les autres Etats, estime la volonté de ces derniers de mettre en place les législations allant dans leur intérêt et le risque que lui-même prendrait à faire de même.

Les rapports entre Etats rappellent ainsi les théories des jeux, dont la plus connue est le dilemme du prisonnier. Il s'agit des « situations où les choix de *deux* protagonistes - ou davantage - ont des conséquences pour l'un comme pour l'autre.<sup>109</sup> ». Cela correspond pour

---

<sup>107</sup> Leviathan de Hobbes par Dominique Weber, éditions Bréal 2003, p. 49

<sup>108</sup> Leviathan de Hobbes par Dominique Weber, éditions Bréal 2003, p. 41

<sup>109</sup> [http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9orie\\_des\\_jeux](http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9orie_des_jeux)



partie à la situation qui prévaut entre les Etats dans l'élaboration de normes communes, d'autant plus que le jeu n'est pas « à somme nulle », puisqu'est en jeu le développement des industries financières nationales. Ainsi, chaque Etat à intérêt à ce que les autres coopèrent et adoptent des législations harmonisées visant à une stabilité du système financier et à une concurrence à armes égales entre les différentes économies. Or, l'instauration par l'un d'entre eux d'une législation plus permissive et donc plus attractive pour les entreprises, lui assure la venue d'activité sur son territoire. Dans une certaine mesure, les Etats élaborent une stratégie vis-à-vis des réglementations internationales. Ils arbitrent entre une conformité entière aux principes établis d'un commun accord et une conformité partielle leur assurant un avantage compétitif par rapport aux autres économies. Les Etats sont donc confrontés à des dilemmes et se méfient les uns des autres.

### **Comment sortir de l'état de nature ?**

Pour Hobbes, la solution pour sortir de l'état de nature est le Droit. Elle réside donc dans la construction d'un tiers supérieur aux individus doté d'un pouvoir de sanction : le « Léviathan » incarné dans la personne de l'Etat. Seul ce tiers peut sécuriser la coopération entre les individus comme le met en lumière la formule suivante : « covenants without the sword are but words and of no strenght to secure a man at all<sup>110</sup> ». La définition de ce tiers est la suivante : « une personne une dont les actes ont pour auteur, à la suite de conventions mutuelles passées entre eux-mêmes, chacun des membres d'une grande multitude, afin que celui qui est cette personne puisse utiliser la force et les moyens de tous comme il l'estimera convenir à leur paix et à leur défense commune<sup>111</sup> ». Sans instance unificatrice placée au-dessus des hommes, seul un état de complet désordre est à l'œuvre. Aussi, « c'est parce que la nature est parfaitement incapable de normativité que l'artifice de la législation, du droit politique et de l'Etat va devoir suppléer à ses insuffisances.<sup>112</sup> ».

La seule issue est donc le pouvoir d'un seul. La simple association d'individus est insuffisante. Rapporté à la situation actuelle qui prévaut entre les Etats, aucune solution de même nature ne semble envisageable. La reconstruction du Droit n'est donc, semble-t-il, pas encore à l'ordre du jour.

---

<sup>110</sup> Hobbes, *Leviathan*, chapitre 17, §17 (« les conventions sans le glaive ne sont que des mots et sont sans force pour apporter à un homme une quelconque sûreté »)

<sup>111</sup> *Leviathan* de Hobbes par Dominique Weber, éditions Bréal 2003, p. 50

<sup>112</sup> *Leviathan* de Hobbes par Dominique Weber, éditions Bréal 2003, p. 41

## Conclusion

### **En quoi la crise financière illustre-t-elle la faillite du Droit ?**

En début d'analyse, il a été pris comme postulat que l'objectif fondamental du droit était celui de la justice sociale. Il s'agit forcément d'un idéal, quoique mesuré, dont l'atteinte pourrait être à la source de toute règle juridique. En tout état de cause, il doit servir d'instrument de mesure pour étudier comment des règles s'en approchent ou s'en éloignent. Même si ce jugement est forcément emprunt d'une certaine subjectivité, il mérite d'être fait.

Il ressort de cette étude que le droit financier, au cœur de la crise financière, est bien loin de tout objectif de justice sociale, aussi minimaliste soit-il. La crise met en lumière la faillite du droit des marchés mais également d'autres pans du droit des affaires.

S'agissant du droit financier, il apparaît instrumentalisé et dépassé par des mécanismes le transcendant.

Il est instrumentalisé par ses acteurs et par son objet. D'une part, du fait de sa complexité, il est largement régulé par les institutions financières, d'autre part, au service de l'efficacité des marchés, il est lié par les théories économiques qui conceptualisent cette efficacité. Cela n'est pas condamnable en soi.

L'externalisation de la réglementation, inéluctable pour les domaines très techniques, n'est pas en contradiction avec la recherche d'un éventuel intérêt général. De même, l'autorégulation, quand elle est jugée nécessaire, pourrait être encadrée correctement afin de limiter les conflits d'intérêt inhérent à ce mode d'édiction des règles. En raison de sa complexité croissante, subie ou voulu par ses acteurs, le droit financier échappe pour une large part au jugement des juristes. La recherche d'une quelconque justice sociale est bien loin puisqu'en plus d'une autorégulation non-encadrée, les lobbies sont particulièrement actifs et efficaces. Ainsi, les réglementations se font malheureusement, pour une large part, au profit d'intérêts privés que sont ceux de l'industrie financière.

Concernant la subordination du droit aux marchés, elle n'est pas non plus condamnable *a priori*. L'efficacité de marchés au service de la bonne marche de l'économie paraît être un but louable justifiant cette subordination. Or les théories économiques à la source de cette efficacité ne semblent pas revues à la lumière de leurs échecs. La théorie néoclassique dominante qui prône efficacité et autorégulation des marchés a maintes fois failli à l'épreuve des faits sans qu'aucune remise en question formelle s'opère. Le droit financier se retrouve alors condamné à mettre en œuvre une idéologie dont les effets destructeurs se font ressentir à l'occasion des crises. En outre, le marché joue désormais un rôle plus large que celui qui lui avait été assigné à l'origine : être au service de l'économie « réelle » en assurant le financement des entreprises. Il permet l'enrichissement de nombre de ses acteurs sans lien avec une quelconque création de valeur, via différents mécanismes de spéculation, dont l'exacerbation déstabilise l'ensemble du système et mène à des crises. Le rôle du droit financier devrait donc être appelé à évoluer pour endiguer ces phénomènes. Or il semble impuissant et dépassé par des marchés dérégulés, livrés désormais à eux-mêmes.

Si le législateur n'agit pas comme il le faudrait, c'est parce que le système financier lui échappe de par sa complexité mais aussi en raison de la mondialisation qui transcende les droits nationaux. Le droit financier semble alors dépassé. En effet, les multinationales ont la possibilité de choisir les règles de droit qui vont s'appliquer à elles en choisissant le lieu de leur activité. Les droits nationaux se doivent ainsi d'être attractifs pour ne pas que leur place financière soit délaissée. Est ainsi à l'œuvre une concurrence entre les différentes législations, amenant ces dernières à s'aligner au profit des entreprises mais au détriment d'un encadrement digne de ce nom. La relation des entreprises aux Etats s'inverse en quelque sorte puisque ces derniers, cherchant à attirer les entreprises, sont amenés à édicter des règles permissives. Pour Alain Supiot, un darwinisme normatif est à l'œuvre. Il concerne le droit des affaires et, ainsi, dans une large mesure, le droit financier.

La crise financière qui a débuté en septembre 2008 a mis au jour ces différentes faiblesses, qui sont liées en partie à la régulation étatique d'activités internationales. Pour contrer le mécanisme de nivellement par les bas des législations au profit des entreprises mais au détriment de l'équilibre du système et, ainsi, de l'intérêt de tous, les Etats ont décidé de coopérer dans le but de mettre en œuvre des législations harmonisées. Une tentative de reconstruction des droits ainsi à l'œuvre, via une nouvelle gouvernance mondiale dont le

maître mot est la coopération. En plus des difficultés de transposition des principes communs dans les législations nationales, il faut garder à l'esprit que les intérêts des différents Etats autour de la table des négociations divergent. S'il est dans l'intérêt de tous que le système soit stable, la compétitivité de leur industrie financière reste tout de même à l'ordre du jour. La question de la pérennité des accords se pose alors d'autant plus que le pouvoir de sanction des institutions de cette nouvelle gouvernance mondiale est très limité. Peut-on encore parler de Droit dans un monde globalisé ? La question reste ouverte mais les rapports entre les différents Etats dans l'édiction des règles rappellent les relations qu'entretenaient les individus dans l'état de nature. La crise oubliée et la croissance retrouvée, les bonnes résolutions prises lors des sommets du G20 ont de fortes chances de tomber aux oubliettes, subissant le même sort que la déclaration de Philadelphie, édictée au sortir de la seconde guerre mondiale. Il faut rappeler, selon les termes de Hobbes, que la présence d'un Léviathan reste indispensable à la formation du Droit.

# Table des matières

Introduction .....	5
Lettre persane n°146 - Montesquieu.....	5
La crise financière .....	6
Une définition du droit ?.....	7
Droit et justice sociale .....	9
Droit financier et faillite du Droit ?.....	10
1. Un droit instrumentalisé .....	14
1.1. L'instrumentalisation du droit financier par ses acteurs.....	14
1.1.1. Un droit technique sujet à l'autorégulation .....	15
1.1.1.1. De l'externalisation de la production des règles à l'autorégulation.....	15
1.1.1.2. Les dérives d'une autorégulation non-encadrée .....	17
L'exemple de du Comité de Bâle .....	17
Conflits d'intérêts et dérégulation .....	19
1.1.2. Un rôle majeur des lobbies dans l'élaboration des normes .....	21
1.1.2.1. L'impossibilité chronique de réaliser des réformes salutaires.....	22
L'exemple de l'ISDA .....	22
L'exemple des « predatory loans ».....	23
Un phénomène mondial.....	24
1.1.2.2. Capture du législateur et répétition des crises .....	24
Des failles dans le système financier connues de longue date.....	24
Une réglementation de complaisance .....	25
1.2. L'instrumentalisation du droit financier par son objet .....	27
1.2.1. Des théories économiques fondant l'efficacité des marchés à adapter.....	27

1.2.1.1.	L'impact du passage de l'économie politique à la science économique .....	27
	Sciences de la nature et sciences humaines .....	27
	L'économie érigée en science .....	28
	Le rapport du droit aux sciences.....	28
	Droit des marchés financiers et efficacité des marchés .....	29
1.2.1.2.	Les postulats erronés de la théorie économique dominante .....	30
	Efficienc e opérationnelle et autorégulation des marchés ?.....	30
	Efficienc e informationnelle des marchés ?.....	31
1.2.2.	Une évolution du rôle des marchés appelant une évolution du droit.....	34
1.2.2.1.	Les marchés au service d'intérêts privés .....	34
	Trois exemples d'instrumentalisation du rôle des marchés.....	35
	<i>Dérives des innovations financières</i> .....	35
	« <i>Finance à la Ponzi</i> ».....	35
	<i>Finance « casino »</i> .....	36
	La spéculation au cœur des dérives .....	37
1.2.2.2.	Le rôle du droit face à l'évolution des marchés financiers.....	38
	Droit et spéculation .....	38
	Inversion des fins et des moyens .....	40
2.	Un droit dépassé .....	42
2.1.	Droit des marchés et marché du droit.....	42
2.1.1.	Une inversion du rapport des entreprises aux Etats.....	42
2.1.1.1.	Le droit comme paramètre de la stratégie des entreprises .....	43
	Les entreprises soumises au droit ? .....	43
	Passage du law in books au law in action.....	44
2.1.1.2.	Arbitrage international et attractivité du droit .....	46
2.1.2.	Vers un darwinisme normatif ? .....	48

2.1.2.1.	Une concurrence entre les droits aux conséquences néfastes .....	48
2.1.2.2.	Un marché encouragé par des organisations supranationales.....	50
	La compétition au cœur des rapports de la banque mondiale.....	50
	La compétition au cœur du marché unique de l'Union Européenne .....	51
	<i>L'Arrêt Centros et ses suites</i> .....	51
	<i>L'exemple du capital social</i> .....	52
2.2.	Une tentative de reconstruction du droit financier .....	54
2.2.1.	La coopération internationale pour contrer la concurrence entre les droits.....	54
2.2.1.1.	Vers une nouvelle soumission des entreprises aux Etats.....	55
	La coopération comme réponse au caractère international de l'activité des entreprises .....	55
	Les modalités de la coopération .....	56
2.2.1.2.	Les conditions de l'harmonisation des règles.....	57
	Démocratie et adoption des règles décidées .....	57
	Une harmonisation facilitée au sein de l'Union Européenne ?.....	58
	<i>L'harmonisation avant la crise</i> .....	58
	<i>L'harmonisation après la crise</i> .....	59
2.2.2.	La coopération, mécanisme pré-juridique à l'efficacité limitée .....	61
2.2.2.1.	Les biais de la nouvelle gouvernance mondiale .....	61
	Mesures protectionnistes et intérêts des Etats .....	61
	Absence de pouvoir de contrainte .....	63
2.2.2.1.1.	L'état de nature international ?.....	63
	Rivalités entre Etats et théorie des jeux.....	63
	Comment sortir de l'état de nature ? .....	65
	Conclusion.....	66
	Bibliographie.....	72

# Bibliographie

## Ouvrages :

### **Philosophie du droit**

- Jean Carbonnier, *Droit et passion du droit sous la 5<sup>ème</sup> République*, éditions Flammarion, 1996
- René Sève, *Philosophie et théorie du droit*, éditions Dalloz, 2007
- Michel Troper, *La philosophie du droit*, Que sais-je
- Le Leviathan de Hobbes par Dominique Weber, éditions Bréal 2003

### **Droit financier**

- Alain Couret, Hervé le Nabasque, *Droit financier*, éditions Dalloz, 2008
- Clothilde Wetzer, *La finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers*, Mémoire rédigé dans le cadre du Master II DJCE Juriste d'affaires – Paris II, 2009

### **Crise financière**

- Elie Cohen, *Penser la crise*, éditions fayard, avril 2010
- Bertrand Jacquillat, Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, Que sais-je, janvier 2009
- Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie – la justice sociale face au marché total*, éditions du Seuil 2010
- Nassim Nicholas Taleb, *Le cygne noir – la puissance de l'imprévisible*, éditions Les belles lettres, 2008

## Articles de revues :

- Stéphan Alamowitch, *Faut-il réglementer la spéculation ? Comment le faire ? Aspects de droit français*, Revue Droit et Affaire, 7<sup>ème</sup> édition, 2009
- Lamia Benzine, *Titrisation, vecteur de propagation de la crise financière*, article encadré par Alain Pietrancosta, Revue Droit et Affaires, 7<sup>ème</sup> édition, p.34



- Emmanuelle Bouretz, *La défaillance de la régulation financière*, Revue de droit bancaire et financier, n°5, sept. 2009
- Brice L. Dumas, *L'affaire Madoff : le système financier est-il blâmable ?*, Revue Droit et Affaires, octobre 2009
- Dominique Plihon, *Minsky, une interprétation prémonitoire des crises*, Alternatives économiques, dossier 'La crise', avril 2009
- M. Prada, *Conférence du Conseil d'État - Crise financière : diagnostic et défaillances du système de régulation* », 30 mars 2009
- Hubert de Vauplane, *Droit des marchés financiers : Les fondements de la réglementation sont-ils encore pertinents ?*, Revue Banque n°717 – octobre 2009
- Hubert de Vauplane et Delphine Mariot-Thoreau, *limiter les effets de la spéculation sur les « biens vitaux de l'homme »*, Revue banque, p. 84
- Hubert de Vauplane, *Lutte contre la spéculation : le retour aux vieilles recettes*, Revue Banque n°706, octobre 2008, p. 81