

Considérations générales sur la confiance dans l'industrie des services financiers

Marie-Anne Frison-Roche*

INTRODUCTION	5
I. LA CONFIANCE DANS LA QUALITÉ DU SERVICE	11
II. LA CONFIANCE DANS LA PROCÉDURE	15
III. LA CONFIANCE DANS LA PERSONNE	16
IV. LA CONFIANCE DANS L'ORGANISATION	20

* Directeur de la *Chaire Régulation*, Sciences Po (Paris).

RÉSUMÉ

Le droit et la confiance vont mal ensemble car là où la confiance cimente une relation, par exemple en cas d'affection ou de déférence, le droit ne s'y immisce en principe pas, sauf à permettre au faible de s'échapper d'un système dont le mouvement lui devient défavorable car il cesse d'en être le bien-aimé. Ainsi, le droit est l'instrument de la défiance, dont le contrat est le meilleur exemple, et du conflit, dont le marché emprunte la figure. Pourtant les services financiers doivent construire une confiance et le droit en constituer le socle.

Pour cela, le droit peut tout d'abord établir une confiance dans la qualité du service, par la connaissance que l'investisseur en a, confiance engendrée par l'information et la transparence. La complexité des produits est telle qu'il faut être bien vaillant pour espérer dans cette voie, la simplification étant une illusion, l'information sur les risques que tout investissement comporte étant une démarche plus sensée.

En deuxième lieu, la confiance peut naître de la procédure, démarche à la mode. Du débat naît le raisonnable et la protection du faible dont l'intérêt est entendu. À supposer cela vrai, le mouvement entraîne avec lui une procéduralisation technique de la régulation, et par là une juridictionnalisation des marchés financiers, alors que le temps financier et le temps juridique ou judiciaire sont distincts, que ceux-ci ne peuvent se comparer à la fulgurance du premier, distance qu'il sera difficile de réduire efficacement.

En troisième lieu, l'investisseur peut placer sa confiance dans une personne, un tiers de confiance, qui doit être impartial. La mésaventure des agences de notation et l'indifférence face aux conflits d'intérêts renvoient à plus de modération. La personne du régulateur peut davantage inspirer cette confiance requise, car il est à la fois compétent, parce qu'interne au marché, et impartial, car émanation de la sphère publique.

En quatrième lieu et enfin, sans doute la meilleure piste, la confiance peut être plus systémique et se porter sur le droit lui-même, en tant qu'il est un système normatif et organisé, mettant les pouvoirs en balance, sans référence nécessaire à des réalités préalables car le système juridique est un artefact, et non nécessairement une simple expression du pouvoir des États, ce qui lui permet de réguler des marchés globalisés, en leur injectant de l'intérieur la confiance.

INTRODUCTION

1. Le droit et la confiance ont des rapports difficiles parce qu'ils sont alternatifs l'un de l'autre. En effet, le droit produit des engagements ou impose des comportements et des restrictions de libertés, parce que la personne n'est pas isolée et que dans la relation qu'elle entretient avec autrui, il n'y a pas de confiance. La confiance peut en opposition se définir comme le mécanisme par lequel une personne s'en remet à une autre ou à une organisation, permettant à ceux-ci de disposer d'elle car elle est assurée qu'il en résultera un bien pour elle.
2. Ainsi, le faible peut ne pas craindre son propre état et demeurer dans la relation. En droit des affaires, le faible peut avoir confiance dans une relation qui lui est défavorable s'il peut en sortir à tout moment, dès l'instant qu'elle lui devient défavorable, à supposer que cette information lui soit donnée. Cela explique que la transparence soit au cœur des marchés financiers¹ parce que le faible peut en faire efficacement l'usage adéquat : demeurer titulaire du titre ou fuir vers d'autres. Ainsi, le marché financier inspire confiance, car normalement la cotation reflète la valeur économique des émetteurs de titres et la liquidité du marché offre un permanent droit de sortie à l'actionnaire minoritaire, enfant martyrisé du droit des sociétés. Certains ont pu suggérer qu'on lui confère d'une façon générale un droit de sortie, voire un « droit à la liquidité »², et lorsqu'il y a un changement fondamental dans l'organisation sociétaire sur lequel il n'a pas prise, ce droit lui est conféré³.

1. Ainsi, la *Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la transparence et la sécurité du marché financier*, J.O. 04 août 1989, p. 9822, fait référence à une notion qui n'existe pas en droit de la concurrence, lequel se contente d'une information sur les prix.
2. Irina PARACHKEVOVA, *Le pouvoir de l'investisseur professionnel dans les sociétés cotées*, Paris, L.G.D.J., 2005.
3. Pierre GODÉ, « La protection du minoritaire », *R.J. Com.*, n° spécial *Les prises de contrôles* ; Marie-Anne FRISON-ROCHE, « L'hypothèse d'un droit général de sortie des minoritaires », *J.C.P., éd.E.*, 1996, n° 4, p. 19.

3. Mais lorsque la relation n'inclut pas la possibilité de telles échappées, la confiance intrinsèque constitue la protection naturelle du faible. Au-delà de l'enfance, ce lien naturel de confiance n'existe d'ordinaire plus. C'est alors qu'apparaît le droit, qui produit la force de l'engagement, qui fait que le puissant ne pourra abuser le faible, alors qu'il y a intérêt, parce que la force obligatoire de la loi et du contrat l'y oblige⁴. Ainsi, si une personne s'en remet à une autre personne par confiance, parce qu'elle la sait loyale ou qu'elle lui est déférente, il n'y a pas besoin de droit.
4. Ainsi, lorsque le droit multiplie ses appels à la loyauté, voire martèle le principe d'obligations de loyauté, dans les relations contractuelles, et d'une façon plus particulière dans les relations « fiduciaires » à propos des mandataires sociaux, il convient de mesurer la difficulté, car c'est imposer une obligation contre nature. Cela est d'autant plus difficile que la loyauté, celle qui caractérise la relation de confiance, est une qualité avant tout psychologique ou culturelle, comme l'est le sens de l'équité dont on a pu dire à juste titre qu'elle appartient au for interne des personnes, notamment des juges, alors que le droit ne se saisit que du for externe, c'est-à-dire des comportements. La déontologie oscille elle-même entre le droit et la morale⁵.
5. Ainsi, si l'on peut concevoir, et on en a de nombreux exemples, que le droit sanctionne efficacement, mais *ex post*, des comportements déloyaux, comme il peut arrêter et punir des attitudes injustes, il lui est très difficile *ex ante* d'organiser la confiance, la déférence, la crainte référentielle et la loyauté⁶.
6. Lorsqu'il y a relation de confiance, c'est la qualité de la personne (ordre normatif moral) ou la qualité du lien personnel (ordre de l'amitié, de l'amour, de la religion, de la charité par laquelle le fort se penche vers le faible) qui la fonde. Pour qu'il y ait une confiance que l'on pourrait désigner comme « rationnelle », la personne s'en

4. D'une façon plus développée et par une démonstration plus sociologique, voir Jean CARBONNIER, « L'obligation entre la force et la grâce », in *Flexible droit, pour une sociologie du droit sans rigueur*, 10^e éd., Paris, L.G.D.J., 2001, p. 324 à 338.

5. Daniel GUTMANN, « L'obligation déontologique entre l'obligation morale et l'obligation juridique », in *L'obligation, Archives de philosophie du droit*, t. 44, Paris, Dalloz, 2000, p. 115 à 127.

6. Sur la distinction mais aussi le lien entre l'*ex ante* et l'*ex post*, car on peut avoir confiance dans un système juridique qui sanctionne efficacement les comportements qui s'avèrent après coup déloyaux en engageant la responsabilité de leurs auteurs, voir *infra*, n° 28 et s.

remet à un système, dont elle est assurée du bon fonctionnement à son profit, alors même qu'elle est plus faible qu'une autre personne ou qu'elle peut craindre qu'un objet lui cause un dommage (chose dangereuse), garante que le système la préservera d'une telle perspective.

7. Le marché financier a intérêt à inspirer une telle confiance, et l'on a souvent souligné l'importance pour les banques d'avoir des sièges sociaux colossaux et en pierre de taille, ces somptueux palais inspirant la confiance, car constituant des monuments inébranlables et inattaquables tels des châteaux forts⁷, parce que le marché financier est autoréalisateur, la confiance que lui portent les investisseurs le nourrissant, la perte de celle-ci constituant le risque systémique majeur.
8. Quant au droit, celui-ci peut produire de la confiance en tant qu'il est l'expression de la défiance naturelle concernant les choses dangereuses (comme le sont les services financiers) et entre les personnes. On retrouve alors le postulat de la théorie économique des jeux : à qui se fier⁸ ? La réponse occidentale est la suivante : à personne, sauf à moi-même ou à un *alter ego*, défini comme celui qui a d'une façon constante le même intérêt que moi. Le conflit est la règle, l'alliance ne perdure pas, c'est pourquoi le droit est l'instrument naturel du marché, parce qu'il est de même nature : construit sur la défiance.
9. La parfaite illustration de cette défiance est le contrat, instrument entre deux ennemis aux intérêts antagonistes et se défiant l'un de l'autre⁹. C'est pourquoi, selon l'expression classique, « qui dit contractuel, dit juste », les parties sont en permanence en relation de défiance et ne concèdent que si chacune obtient une satisfaction équivalente de son intérêt, le juge étant toujours virtuellement présent. Dès lors, le contrat est une « petite loi »¹⁰, doté par nature de force obligatoire, parce qu'il n'y pas de soumis-

7. Sur le lien paradoxal entre la régulation financière et la reféodalisation de la société et du droit, voir *infra*.
8. Alain CAILLÉ (dir.), « À qui se fier ? Confiance, interaction et théorie des jeux », (1994) 4 *Revue du MAUSS*, Paris.
9. Contre une conception irénique du contrat, comme mode naturel de confiance entre les parties, voir François TERRÉ, Philippe SIMLER et Yves LEQUETTE, *Droit des obligations*, 10^e éd., Paris, Dalloz, 2009.
10. Jean CARBONNIER, « Transparence », in *Flexible droit*, préc., p. 315 à 323. Il conclut : « le droit dit aux vendeurs : 'Soyez transparents' ; le non-droit aux acheteurs : 'Ne soyez pas si bêtes' », p. 323.

sion naturelle à un engagement, s'il s'éloigne par la suite de l'intérêt¹¹. L'engagement d'honneur n'existe pas¹² en droit, sauf lorsque celui-ci l'a si bien cristallisé que, comme pour l'obligation naturelle, il s'est dénaturé, se transformant en obligation juridique.

10. Cette inversion du droit et de la confiance se retrouve pareillement dans les rapports entre la confiance et le marché des biens et services, lui aussi construit sur la défiance, celle entre des agents qui défendent leurs intérêts propres et non leur honneur. Ainsi, même lorsqu'on évoque la théorie de la notoriété, notamment la notoriété des experts qui doivent être impartiaux pour être crédibles, cela renvoie à un marché de l'expertise, dont le dysfonctionnement a fait beaucoup de mal, dès l'instant que les experts, les économistes notamment, parce que leurs travaux sont soutenus financièrement par les banques, se trouvaient par ailleurs, être en conflit d'intérêts. Ainsi, la crédibilité des agents, qui inspirent la confiance des autres, notamment la crédibilité des experts, est un bien sur le marché et non une qualité morale.
11. C'est pourquoi Posner propose que tous les travaux, expertises et diverses consultations soient à la fois autorisés, mais aussi publiés pour notamment que leurs éventuelles contradictions internes soient mises à jour, nuisent à la situation scientifique, donc économique de leurs auteurs, et les ramènent de ce seul fait à la juste mesure. Cela est également applicable aux agences de notation, qui jouent pour l'instant le rôle de bouc émissaire pour l'ensemble des comportements produits de tous côtés par ces conflits d'intérêts.
12. D'une façon plus générale, le marché est, comme le droit¹³, le lieu naturel du conflit, conflits entre les offrants pour obtenir, par la compétition, les faveurs des demandeurs qui, par la compétition, les montent les uns contre les autres, jusqu'à ce que le système produise par autorégulation le juste prix, c'est-à-dire le prix exact et non nécessairement le prix équitable. Si se constitue un lien de

11. Préc., note 5.

12. Bruno OPPETIT, *Droit et modernité*, Paris, PUF, 1998, p. 277.

13. François TERRÉ, « Au cœur du droit : le conflit », dans William BARANÈS et Marie-Anne FRISON-ROCHE, *La justice. L'obligation impossible*, Paris, Éditions Autrement, 2009, p.100 à 111. Il est remarquable que cet auteur utilise aussi l'image du « cœur », mais bientôt pour désigner le conflit, par lequel on s'oppose, et non la confiance, par laquelle on s'en remet.

confiance, de concorde et d'intérêts communs, le phénomène sonne comme un comportement anticoncurrentiel, que le droit sanctionne, au titre de la prohibition des ententes.

13. Les marchés financiers ont des fondamentaux inverses de ceux des marchés de biens et services. En effet, sur un marché de biens et services, dont le contrat de vente est un instrument juridique type, quand l'un gagne, l'autre perd (plus le vendeur vend cher, plus l'acheteur y perd, et réciproquement) ; sur un marché financier, quand l'un gagne l'autre gagne, quand l'un perd, l'autre perd. Cela renvoie au contrat de société de l'article 1832 du Code civil français, les premiers titres financiers ayant été les actions, renvoyant au contrat sociétaire d'intérêt commun, la prospérité ou la faillite de la société entraînant la fortune ou la ruine pour tous et chacun. Dès lors, on pourrait avoir une confiance naturelle dans les marchés financiers, car chacun voulant gagner fait gagner l'autre. Le marché financier ne comprendrait que des *alter ego*¹⁴. Mais c'est précisément là où le réalisme du droit a le plus rapidement perçu que les intérêts étaient opposés, par exemple entre les actionnaires majoritaires et minoritaires.
14. On peut en tirer une présomption comme quoi on ne peut avoir confiance que dans des systèmes qui sont construits sur la défiance et qui développent des mécanismes, soit qui en tirent avantage pour l'ensemble du groupe, soit protègent effectivement ceux qui en sont victimes. En cela, le droit peut, par réalisme (et sa récusation d'une naturelle moralité) et par sa puissance (c'est-à-dire aujourd'hui la « sécurité juridique ») être créateur de confiance). Le droit économique, droit à la fois concret et téléologique, a commencé à prendre pour objet la confiance, non pas comme objet acquis mais comme objet à construire. Les plus nets exemples en sont les lois françaises du 21 juin 2004 *pour la confiance dans l'économie numérique*, la loi du 26 juillet 2005 *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, renforcée par la loi du 4 août 2008 *pour la confiance et la modernisation de l'économie*¹⁵.

14. Voir *supra*, n° 39 et s.

15. Voir l'analyse particulièrement pertinente sous l'angle qui intéresse plus particulièrement le présent article, Vincent JAMET, « La transparence, la confiance et la modernisation de l'économie, retour sur un étrange combinat alchimique : « l'entre-deux » et le « tout ou rien » », *Bull. Joly Bourse*, mars-avril 2006, chron., n° 40, p. 137 à 158.

15. L'industrie des services financiers a vécu sur des principes différents, ou donné à croire à leur effectivité, pour que les processus juridiques liés à la défiance ne se déclenchent pas. Principalement, elle a tout d'abord entretenu l'illusion d'intérêt commun, comme mode d'élimination des conflits d'intérêts. Là où la question ne se pose pas, il n'y a pas de solution à laquelle songer. C'est une illusion car, même si l'on se limite à ces titres très particuliers, bien que de base, que sont les actions, ils ne reflètent pas un intérêt commun, par la distinction entre ceux qui peuvent décider, les majoritaires, et ceux qui ne le peuvent pas, les minoritaires. La démonstration en a été faite par Dominique Schmidt¹⁶.
16. Plus encore, alors même que la théorie économique déployait la théorie de l'agence selon laquelle les mandants ne peuvent faire confiance *a priori* à leur mandataire, dès l'instant que ceux-ci n'avaient pas intérêt à les servir et étaient en situation de donner priorité à leur propre intérêt, notamment parce qu'ils étaient mandataires sociaux et étaient dotés d'avantages, notamment en titres financiers, comme les *stock options*, le droit en restait à son postulat d'intérêt commun.
17. La seconde illusion entretenue était celle du sens moral. Il s'agit alors non plus d'affirmer qu'il n'y a pas de conflits d'intérêts mais que ceux-ci sont surmontés car celui qui y a avantage est doté d'une telle moralité, par le jeu notamment d'une éducation précoce en ce sens, qu'il éloignera la coupe de ses lèvres pour protéger le faible qui dépend de lui. On comprend que les pays de droit civil, notamment la France, aient plutôt attribué cette capacité morale à l'État, à travers la notion de « sens du service public », tandis que les pays de common law, notamment la Grande-Bretagne, en aient plutôt doté les opérateurs privés, par exemple par la notion de « haute banque ». Sociologiquement, on observe toujours que l'éducation dans des écoles communes et de haut rang est un préalable à cette croyance, évoquant des règles religieuses.
18. Les théories économiques de marché, théorie du soupçon, ont balayé ces croyances. La confiance n'est donc plus préalable. Elle est à construire et c'est alors que le droit peut prendre pleinement

16. Dominique SCHMIDT, *Les conflits d'intérêts dans les sociétés anonymes*, 2^e éd., Paris, Joly éditions, 2004 ; voir aussi Marie-Anne FRISON-ROCHE, « Régulation et droit des sociétés : de l'article 1832 du Code civil à la protection du marché de l'investissement », *Dominique Schmidt, Liber amicorum*, Paris, Joly éditions, 2005, p. 255 à 271.

sa place, en se déployant dans quatre directions : la confiance dans la qualité du service, la confiance dans la procédure, la confiance dans la personne, la confiance dans l'organisation.

I. LA CONFIANCE DANS LA QUALITÉ DU SERVICE

19. Les services financiers sont des produits dangereux, en ce que leur valeur est instable, puisqu'ils sont par nature spéculatifs, la financiarisation de l'économie conduisant à leur déconnexion grandissante des résultats économiques des entreprises qui les émettent. Quand bien même le droit ne s'impose pas à la spéculation, dynamique du marché financier, elle constitue néanmoins une sorte de poison qui envenime le produit. Celui qui le consomme s'y soumet et le plus souvent confie ses intérêts à un intermédiaire, usuellement sa banque, laquelle ne doit pas être en conflit d'intérêts car cela accroît le risque d'accident, ponctuel ou systémique.
20. Ces produits circulent sur des marchés, qui sont eux-mêmes des produits en concurrence, entre lesquels les investisseurs choisissent. La question de la confiance dans les produits ne peut être dissociée de celle de la confiance dans les places en compétition (Londres, Paris, New-York, etc.) et dans leurs différents modes d'organisations (réglementés, organisés, de gré à gré). Un produit est plus ou moins dangereux suivant l'endroit où il circule. Or, les places financières sont dématérialisées, effet de la véritable globalisation.
21. Comment l'investisseur peut-il avoir confiance dans les services financiers ? La première façon rationnelle d'avoir confiance dans un certain état du monde, en s'en remettant à lui, notamment en dosant une part de risque en proportion des rendements espérés, proportion dont la crise des *subprimes* nous a montré qu'elle avait été bafouée, est de connaître le bien que l'on manie.
22. Or, les produits financiers, notamment les produits dérivés, sont d'une telle complexité que les investisseurs, voire les institutions intermédiaires qui les vendent à ceux-ci, ne les comprennent pas. Certains soupçonnent que les mathématiciens qui les construisent finissent par ne plus les comprendre. Cette incompréhension du produit n'interdit pas d'anticiper ce que peut devenir le produit, notamment en accumulation et interaction avec d'autres produits. Traduit en termes enfantins, cela évoque la fable de

l'apprenti sorcier et une fois le flot d'eau par des seaux qui au début délivre l'enfant du travail avant de le noyer, on recherche la bonne fée pour endiguer la catastrophe.

23. Que peut le droit face à la complexité des produits ? Si on est réaliste, il faut reconnaître qu'il ne peut pas grand-chose. Tout d'abord, ce mythe de la simplicité par le droit, le droit simple imposant une organisation économique simple, ne correspond pas au développement complexe des organisations. Or, l'adéquation du droit économique suppose qu'il soit à l'image de son objet. Ensuite, une simplification radicale pourrait prendre la forme d'un usage radical de la force du droit par l'interdiction, par exemple l'interdiction de la titrisation.
24. Mais à le supposer supportable, l'économie demeure libérale, pour laquelle les lacunes juridiques correspondent à des libertés et il faut mieux encadrer qu'interdire. Enfin, lorsque le risque du service financier s'est transformé en catastrophe générale des marchés financiers, lorsque tout explose, non pas tant parce qu'il y avait bulle mais bien parce qu'il y avait accumulation de graves erreurs d'organisation, l'arme pour arrêter la crise systémique est l'arme budgétaire, qui est le monopole des organes politiques des États¹⁷ et dont le droit ne dispose pas.
25. Ainsi, sauf à considérer que nous sommes comme en situation de guerre dans laquelle l'isolationnisme juridique et financier pourrait se justifier, on ne reviendra pas à des produits simples, on ne fermera pas des places, ni dans leurs modes d'organisation, ni dans leur dose de risques acceptés (gestion « dynamique » des produits). De la même façon, on peut douter de la suppression des places financières de « non-droit », que constituerait l'isolement des paradis réglementaires.
26. Mais si le droit ne peut, dans ces conditions, ordonner à ceux qui conçoivent les produits que ceux-ci soient simples et sans danger, il peut les inciter à ce qu'ils le soient. La théorie des incitations est le mode libéral de régulation des marchés. L'incitation est un mode *ex ante* d'intervention qui conduit l'agent à adopter un comportement conforme au but recherché, ici la sécurité du service pour que les investisseurs y recourent en confiance, parce qu'ils y

17. Michel AGLIETTA et André ORLÉAN (dir.), *La monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob, 1998.

ont intérêt. Plus besoin dès lors de force obligatoire exogène, ni de sens moral. L'appât du gain accroît la vertu du système, selon la classique conception d'Adam Smith.

27. L'incitation juridique peut être l'intériorisation par l'agent de la loi du marché financier elle-même, à savoir le fait même de pouvoir gagner et de pouvoir perdre, suivant l'évolution des cotations. Or, si la rémunération de nombreux intervenants, qu'ils soient mandataires sociaux ou *traders*, a été une mauvaise incitation, les conduisant à prendre des risques inconsidérés qui sont retombés sur les investisseurs pour se transformer en catastrophe de système, c'est parce qu'elle leur profitait que les cours montent ou non. Des nouvelles règles prudentielles ont vocation à l'imposer en rendant les bonis effectivement variables en fonction des résultats appréhendés sur plusieurs années. S'il y a « économie de casino », comme cela est souvent relevé d'une façon péjorative, au moins que la règle du casino, c'est-à-dire l'aléa, fonctionne pour tous les joueurs.
28. En outre, le droit peut intervenir par la perspective de responsabilité des agents fautifs, l'anticipation de cette responsabilité étant une sorte de régulation *ex ante* dès l'instant que la sanction est crédible et qu'elle ne demeure pas rentable pour celui qui en est l'objet¹⁸. C'est pourquoi, d'une part, elle est le plus souvent répressive, notamment aux États-Unis, le droit pénal étant logique dans un système libéral¹⁹, car on ne peut acheter le temps passé en prison, et d'autre part les régulateurs affirment publiquement cette permanence du répressif dans les régulations de marchés financiers libéraux²⁰.
29. Pour que ces mécanismes puissent jouer, il faut que l'investisseur ait les moyens d'être actif, ce qui suppose, d'une part sa propre rationalité individualiste (elle est postulée) et, d'autre part une information et une puissance d'action suffisante. Cela explique la

18. Voir L. KOM, « Les règles de responsabilité comme instruments de réglementation », dans Thierry KIRAT (dir.), *Les mondes du droit de la responsabilité : regards sur le droit en action*, Paris, L.G.D.J., 2003, p. 231 à 251.

19. C. FRIED, « Libéralisme et droit pénal », dans Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), *Les enjeux de la pénalisation de la vie économique (actes de colloque)*, Paris, Dalloz, 1997, p.101 à 108.

20. Jean-Pierre JOUYET, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », in Marie-Anne FRISON-ROCHE et Jean-Claude MAGENDIE, *Politique de sanctions et régulation des marchés financiers*, n° spéc. Bull. Joly Banque et Bourse, à paraître.

tendance, dans les pays de tradition civiliste, à ne pas admettre le recours collectif d'une façon générale, sauf en matière de consommation et pour les investisseurs²¹, l'intérêt particulier poursuivi par chacun permettant la protection de tous, selon le raisonnement classique qui fonda l'action *ut singuli*.

30. Encore faut-il que l'investisseur comprenne le système lui-même dans le même temps qu'il s'y expose par son action sur le marché : c'est affaire d'intelligibilité. Soit cette intelligibilité des produits est accessible à l'investisseur lui-même (notion d'investisseur averti, le protégeant moins contre les risques spéculatifs qu'il prend), soit, notamment parce qu'il est profane, l'investisseur s'en remet à un intermédiaire, que sera par exemple un fonds, pour le gestionnaire duquel le produit doit être intelligible. En contrepoint, la politique de gestion du fonds par le gestionnaire doit elle-même être intelligible pour le premier déposant, la reddition des comptes en la matière restant pour l'instant assez peu organisée.
31. Cette notion d'intelligibilité est plus récente en droit que la notion d'information et s'en distingue en ce que non seulement l'information doit être portée à son destinataire – et les émetteurs de titres et de services financiers ont fait couler à flot les informations –, mais encore elle doit être comprise par le destinataire d'une façon utile, c'est-à-dire lui permettant d'agir efficacement pour préserver ses intérêts. Cette conception plus concrète va souvent à l'encontre de l'information formellement entendue car la multiplication des documents, par ordre du droit, rend souvent ceux-ci parfaitement incompréhensibles et plus le droit exigera d'information puisque le risque existera d'opérateurs se masquant par le respect même qu'ils en auront.
32. Contre cela, une décision très importante du Conseil constitutionnel français du 22 décembre 2005²² a posé qu'une disposition fiscale de la Loi de finance, qui était incompréhensible même par un conseiller fiscal, était de fait contraire à la Constitution. On

21. Voir Véronique MAGNIER (dir.), *L'opportunité d'une action de groupe en droit des sociétés*, Paris, PUF, 2004 ; voir aussi Véronique MAGNIER, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », *Les Petites Affiches*, 2005, n° 115.

22. Cons. const., décision n° 2005-530 DC du 29 décembre 2005, Loi de finances pour 2006 *Rec. Cons. const.*, p. 168, voir plus particulièrement le considérant n° 78. À ce propos, voir Jean-Pierre CAMBY, « La décision du Conseil constitutionnel sur la loi de finances pour 2006 : LOLF, an 1. », *Les Petites Affiches*, n° 95, 12 mai 2006, p. 6 à 13.

pourrait aussi considérer que mettre en circulation un produit financier dangereux inintelligible pourrait n'être pas conforme à la loi et engager la responsabilité. Cette notion, si exigeante de par son caractère concret, pourrait conduire à obliger ceux qui vendent les services financiers à ce qu'ils rendent ceux-ci intelligibles à leur destinataire. Pour cela, sans doute vaudrait-il, comme pour tous les produits dangereux désormais, organiser des sortes de procédure de traçabilité.

II. LA CONFIANCE DANS LA PROCÉDURE

33. Classiquement, la procédure, dans le sens très large de « façon de faire », n'était qu'un mode d'action. Depuis l'affaiblissement des théories républicaines lié à la Seconde Guerre mondiale, la théorie politique a posé que la façon de faire pouvait être elle-même la base des organisations sociales, notamment par la constitution des espaces publics, l'organisation des débats, la garantie de recevabilité des personnes pour accéder à ceux-ci et à participer d'une façon efficace, c'est-à-dire de sorte que leur parole soit prise en considération par autrui. Cette république procédurale est désormais, à partir des théories d'Habermas²³, le modèle de référence²⁴.
34. Il s'agit certes d'un mode mineur d'organisation, le débat démocratique prenant la place des espaces républicains, construits sur des électeurs, par la conscience que la majorité peut porter volontairement au pouvoir des gouvernants catastrophiques, et la confiance dans la capacité du débat de prendre en considération l'opinion du minoritaire, qui peut avoir raison (ce que Jean-Jacques Rousseau excluait).
35. La régulation des marchés financiers participe de cette conception générale, que l'on estime la plus sûre. Ainsi, l'information, le débat (les consultations de place par exemple), mais surtout la transparence des entreprises, des produits, des autorités de régulation intégrées dans le marché, est adoptée comme principe premier. La transparence a été présentée comme l'alpha et l'oméga des services financiers, par la loi et par la doctrine.

23. Jürgen HABERMAS, *L'éthique de la discussion et la question de la vérité*, Paris, Grasset, 2003. Voir aussi Jürgen HABERMAS et John RAWLS, *Débat sur la justice politique*, Paris, Cerf, 2005.

24. Jean-Marc FERRY, *Philosophie de la communication*, t. 2 « Justice politique et démocratie procédurale », Paris, Cerf, 1994.

36. Mais existent au moins deux objections. Tout d'abord, la transparence peut être le mode le plus efficace de tromperie des investisseurs, si on les submerge d'information, comme le fit en son temps Enron²⁵, le Doyen Carbonnier exprimant les plus expresses réserves sur la transparence comme principe d'organisation en droit des affaires²⁶. La transparence n'implique pas nécessairement le contrôle aisé ni l'intelligibilité des droits et des comportements.
37. En outre, cette conception générale de procédure amène naturellement à donner une large place à la procédure, au sens juridique strict du terme, c'est-à-dire aux procès. On observe une juridictionnalisation du fonctionnement des marchés, qui est plus naturelle dans les pays de *common law* que dans ceux de tradition civiliste²⁷. Cela peut entraîner une difficulté de contexte, parce que les juges ne sont pas nécessairement spécialisés ni formés pour comprendre la complexité des produits et des marchés. Il suffirait de les former.
38. Une difficulté plus essentielle tient dans le fait que, par nature, un procès prend du temps et constitue une intervention juridique *ex post*, alors que les marchés sur lesquels les services financiers sont proposés fonctionnent sur un mode instantané. La juridictionnalisation, liée à une conception procédurale de la confiance, entraîne une césure sur le temps financier et le temps juridique, devenu le temps judiciaire, constituant un effet pervers considérable de cette idée vertueuse.

III. LA CONFIANCE DANS LA PERSONNE

39. Si l'on veut bien par méthode se priver de la facilité que constitue le postulat du sens moral des agents qui agissent directement ou indirectement sur les marchés, il convient de distinguer la confiance que l'on peut avoir dans une personne en tant qu'elle est à

25. Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), *Les leçons d'Enron. Capitalisme, la déchirure*, Paris, Éditions Autrement, 2003. Ce n'est d'ailleurs pas toujours volontaire : voir sur la « cacophonie médiatique lorsqu'il y a crise et alors même que les acteurs cherchent à être transparents », M.-H. SERGENT et A. MONNIN, « Communication : renouer avec la confiance », *Revue Banque*, 2008, n° 703, p. 47-48.

26. Préc., note 4.

27. Daniel HURSTEL, « The role of the lawyers in the restoration of market confidence », in Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2004, p. 25 à 34 ; voir aussi *Le juge face à la crise financière*, à paraître...

l'intérieur même de l'industrie financière, ou au contraire en tant qu'elle est à l'extérieur de l'industrie financière.

40. En ce qui concerne la confiance qu'inspirent les agents économiques dans l'industrie financière, et si l'on élimine l'hypothèse d'un stoïcisme qui les conduirait à se sacrifier pour que soit satisfait l'intérêt d'autrui²⁸, on peut faire confiance aux professionnels en ce qu'ils connaissent leur produit, qu'ils savent ce qu'ils font, postulat de compétence, alors que les agents extérieurs, notamment l'administration ou le juge ne disposent pas d'une semblable maîtrise.
41. Concernant une activité particulièrement complexe, la compétence de celui auquel on s'en remet est un gage. Ce critère de compétence est le principal argument pour adopter une autorégulation des services financiers, c'est-à-dire une délégation du pouvoir d'organiser le jeu à ceux-là même qui le jouent. L'absence de distance par rapport à l'objet manié, définition de la compétence, est une sûreté dans le bon maniement de celui-ci, notamment lorsqu'il est dangereux.
42. Le second élément de confiance que l'on peut porter à un agent à l'intérieur de l'industrie financière est le fait que son intérêt est satisfait par le service même qu'il rend. L'agent prend efficacement en charge le système, car en cela il sert son intérêt, postulat de l'analyse économique. Ce critère n'est admissible que s'il y a une sorte de regard extérieur, surveillant l'effectivité de la concordance. En effet, les événements récents ont montré que les agents qui proposent les services financiers ont les moyens de favoriser leur intérêt (commission, bonus, etc.) contre l'intérêt de l'investisseur, notamment dans l'indifférence de la possible défaillance de celui-ci si celle-ci est ultérieure à la récompense obtenue par l'agent. Plus encore, l'agent peut devenir indifférent à sa propre défaillance, et donc prendre tous les risques, parce que la défaillance est impossible (*too big to fail ; too interconnected to fail*). Dès lors, la grande loi d'autorégulation des marchés, à savoir la faillite des agents défaillants et inadaptés, démontrée par Joseph Schumpeter²⁹ à travers la notion de « destruction

28. Marie-Anne FRISON-ROCHE, « Esquisse d'une sociologie du droit boursier », in François TERRÉ et Marie-Anne FRISON-ROCHE, *Sociologie du droit économique*, *L'année sociologique*, vol. 49/2, 1999, p. 457 à 494.

29. Joseph A. SCHUMPETER, *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York, Harper, 1942.

créatrice », ne fonctionne plus et la prudence de comportement qui lui est attachée disparaît.

43. L'intérêt pour l'agent de prendre en considération l'intérêt d'autrui à long terme, notamment en se retenant de lui fournir un produit que celui-ci ne pourrait rembourser, peut être la perspective de se constituer une réputation sur le marché, une crédibilité sur le marché, qui sont elles-mêmes des valeurs économiques précieuses. Cela vaut en particulier pour ces agents économiques que sont les experts, car ils offrent non pas tant des services financiers mais leur intelligence appliquée à ceux-ci³⁰.
44. Les conflits d'intérêts dans lesquels se sont trouvés de nombreux professeurs, dont les travaux étaient payés par les intermédiaires financiers dont ils appréciaient les comportements, constituent le même type de conflits d'intérêts que ceux des agences de notation, mais moins mis en lumière, sans doute parce que ce sont des professeurs qui pour l'instant écrivent à ce propos.
45. Ce regard extérieur requis minimalement provient non seulement de ceux qui investissent mais encore de l'opinion publique, car lorsque le risque systémique a fait s'effondrer le système financier global et s'ébranler l'économie des objets concrets (car la virtualité de l'économie financière n'en est pas moins réelle)³¹, la sortie de crise prend la forme d'une refinanciation par le contribuable. Or, le payeur final doit pouvoir regarder ceux qui établissent la facture.
46. Plus techniquement, il ne peut y avoir d'autorégulation qui n'égale pas à une capture, ce transfert du risque financier sur le groupe social ne pouvant être toléré, si les agents économiques ne rendent pas de comptes sur l'exercice de leur pouvoir. Cette obligation de rendre compte des agents, qui permet de conserver le bénéfice de leur compétence en écartant l'effet dommageable des conflits d'intérêts est un élément essentiel du système fiduciaire. Ce que l'on reproche aux mandataires sociaux qui, dans un modèle sociétaire de type républicain, pouvaient s'en tenir à être élus selon des procédures connues et préétablies, est de ne pas

30. Sur cette dimension procédurale, voir *supra*, n° 39 et s.

31. Pierre LÉVY, *Qu'est-ce que le virtuel ?*, Paris, La découverte, 1998 ; voir aussi Jean-Pierre JOUYET et Maurice LÉVY, *L'économie de l'immatériel, la croissance de demain*, Rapport commandé par le Ministère de l'économie, des finances, et de l'industrie, Paris, La documentation française, 2006.

rendre suffisamment de comptes, en raison notamment de l'ineffectivité des assemblées et des débats qui s'y déroulent. Exiger information, discussion et reddition des comptes renvoie à un modèle sociétaire de type non plus républicain mais démocratique, dans lequel l'usage des pouvoirs détenus doit être mis en débat en permanence.

47. La seconde direction d'une confiance dans la personne peut au contraire tenir au fait que celle-ci est extérieure à l'industrie financière. L'impartialité est une qualité que procure par nature la distance, même si elle rend beaucoup plus difficile la compétence de celui-ci qui détient alors le pouvoir de contrôle.
48. Cette exogénéité de la personne par rapport à l'industrie financière est le mieux illustrée par l'État, soucieux du bien public et titulaire de la puissance légitime. Mais sans même remettre en cause cette impartialité de l'État, mise en valeur par Raymond Barre et qui caractériserait aussi l'administration³² et malgré l'usage politique parfois contestable qui fût fait des banques publiques, l'État est dans une situation très ambiguë par rapport aux services financiers, aux marchés financiers et aux principaux agents de ceux-ci que sont les banques, principaux intermédiaires financiers.
49. En effet, la théorie de « l'État-actionnaire », concrétisée dans la structure du Ministère français de l'Économie et des Finances, par une direction autonome des participations de l'État (Agence des Participations de l'État – l'APE), est ambiguë, notamment du fait du droit de la concurrence³³. En effet, celui-ci n'intervient envers ce type de régulation par la gouvernance que si l'État se comporte comme un opérateur ordinaire, c'est-à-dire un opérateur privé, à la recherche d'un retour sur l'investissement. Mais précisément, parce qu'il est l'État, son but peut n'être pas ordinaire, car sinon on ne comprend plus pourquoi il agit dans l'économie.
50. On retrouve la même ambiguïté dans la présente crise financière, lorsqu'on affirme qu'une solution peut être trouvée dans les fonds souverains, en ce que ceux-ci, parce qu'ils sont émanations des États, s'inscrivent dans la durée, redonnant au secteur sa stabi-

32. Voir Didier JEAN-PIERRE, *La déontologie de l'administration*, Paris, PUF, 2000.

33. Anémone CARTIER-BRESSON, *L'État-actionnaire*, t. 263, Paris, L.G.D.J., 2008.

lité, patientant alors qu'il serait rentable de vendre, n'entrant pas dans des jeux spéculatifs mais privilégiant l'investissement, bref faisant entrer de force l'intérêt général dans un système qui ne le produit pas naturellement. Les travaux de Michel Aglietta notamment vont dans ce sens dans l'ouvrage *Crise et rénovation de la finance*³⁴.

51. Mais tout d'abord, on peut douter du caractère « extraordinaire » de l'État et de nombreux travaux ont montré que les personnes qui composent les administrations, aussi bien que les autorités de régulation, se comportent d'une façon ordinaire, c'est-à-dire d'une façon non héroïque, et ne se sacrifient pas sur l'autel de l'intérêt général³⁵. Dès lors, les investisseurs publics ne s'inscrivent pas particulièrement dans la durée.
52. En outre, le politique est violent et intervient, y compris dans l'actuelle crise financière, sans laisser le temps aux acteurs de faire valoir leurs arguments et leurs propres intérêts, c'est-à-dire sans procédure au sens juridique du terme.
53. Enfin, l'État est éloigné de l'industrie des services financiers, cette asymétrie d'information entre l'État contrôleur et le contrôlé qui bénéficie d'une rente informationnelle, le rendant incompetent, donc faible et aisément trompé. Dans le cas contraire d'une très grande proximité, le risque de la capture s'élève et l'investisseur perd confiance dans un système qui apparaît comme une alliance entre les intermédiaires financiers et l'État, alliance dont il se méfie.

IV. LA CONFIANCE DANS L'ORGANISATION

54. Les marchés financiers sont organisés, voire réglementés et les investisseurs qui recourent à des marchés de gré à gré, correspondant le plus souvent à des places alternatives très spéculatives, doivent mesurer les risques que leur appât du gain et leur goût du jeu leur font courir.
55. Si l'investisseur prudent s'en remet à un marché organisé comme source de confiance, on en arrive au personnage clé du système :

34. Michel AGLIETTA et Sandra RIGOT, *Crise et rénovation de la finance*, Paris, Odile Jacob, 2009.

35. Voir David MARTIMORT, « The Life Cycle of Regulatory Agencies : Dynamic Capture and Transaction Costs », *Review of Economic Studies*, 1999, p. 929 à 947.

le régulateur³⁶. Pour qu'un régulateur inspire confiance, il faut qu'il se distingue du politique, alors même qu'il en fait le plus souvent partie. Il faut nécessairement qu'il soit autonome et qu'il ait la faculté de s'engager à long terme, la durée étant le socle de la confiance. C'est pourquoi le modèle du régulateur est celui des Banques centrales³⁷, qui présentent ces qualités et qui, contrairement aux simples régulateurs financiers qui ne sont que normatifs, disposent de l'arme budgétaire, injectant de l'argent sur le marché, voire dans les entreprises elles-mêmes. Elles constituent alors un véritable contre-pouvoir du pouvoir politique, ce qui renvoie au modèle constitutionnel de common law.

56. En outre, les régulateurs, qu'il s'agisse de finance, de banque ou d'assurance, concernent tous les types de pouvoir, normatifs et de sanction (on le leur a beaucoup reproché au regard de la légitimité politique en amont)³⁸ et ces sortes d'États en miniature se sont organisés en réseaux, notamment par le processus LAMFALUSSY ou le *Comité Européen des Régulateurs de Marchés de Valeurs Mobilières* (CESR) en Europe. Ces réseaux, auxquels participent activement les intermédiaires financiers, permettent l'adoption de normes communes, la diminution du temps international, d'ordinaire étiré, pour les adopter, diminuent l'asymétrie d'information et mettent en place une corégulation du secteur.
57. En outre, parce que les producteurs des services financiers y participent, il peut y avoir plus aisément une intériorisation de la prescription par son destinataire qui en est coauteur, ce qui fait disparaître la difficulté liée à l'exogénéité de la force obligatoire de la loi, dont la mondialisation et la mobilité des agents rend difficile l'effectivité.
58. Dès lors, peut se développer une confiance dans l'organisation même des services en tant qu'ils sont sur des marchés régulés, parce que ceux-ci sont des espaces fermés, dont le régulateur financier, bancaire ou d'assurance, fixe les conditions d'accès et surveille la solidité des intermédiaires et leurs actions au quoti-

36. Voir Christian GUÉNOD, *Théorie juridique et économique du régulateur*, Université Paris Dauphine, 2009.

37. Michael MORAN, « Understanding the Regulatory State », *British Journal of Political Science*, 2002, vol. 32, p. 391 à 413 ; Giandomenico MAJONE, « The Rise of the Regulatory State in Europe », (1994) 17(3) *West European Politics*.

38. Voir Martine LOMBARD (dir.), *Régulation économique et démocratie*, Paris, Dalloz, 2006, et particulièrement E. ZOLLER, « Les agences fédérales américaines, la régulation et la démocratie », p. 167 à 197.

dien. Sur le modèle du panopticon de Bentham, le régulateur, contrairement à une simple autorité de concurrence, surveille en permanence le secteur dont il est le gardien.

59. Il y a ainsi confiance de l'investisseur dans l'intermédiaire ou l'offreur de services financiers parce qu'il ne s'agit pas d'une activité libre, l'activité bancaire sans agrément est pénalement sanctionnée. Ainsi l'investisseur a confiance dans celui qui a reçu le pouvoir d'agir sur le marché, parce qu'il a confiance dans celui qui lui a conféré cette liberté d'action. Il y a confiance dans celui qui est agréé par le fait de la confiance dans celui qui agrée.
60. Dès lors, le nouveau droit financier repose sur la confiance qui va de lien en lien, d'adoubement en adoubement, reconstituant des liens de dépendance interpersonnelle, ce qui rejoue des théories économiques qui présentent les marchés financiers comme des ensembles de liens interpersonnels interdépendants et plus comme des espaces libres où des objets circulent³⁹.
61. Donc acte. Il faut alors admettre que le droit a cessé d'être moderne pour revenir au sens propre du terme d'une façon réactionnaire, à un modèle préwébérien, construit sur des relations interpersonnelles de soumission. Ainsi, comme l'a démontré Alain Supiot, la finance a reféodalisé le droit⁴⁰. On peut tirer avantage de ce retour à une organisation médiévale de l'économie.
62. Ainsi, les régulateurs songent à une idée nouvelle, obligeant les banques à faire « leur testament », c'est-à-dire à mettre en place d'une façon permanente l'organisation de leur faillite, la reprise immédiate des actifs, des engagements, des relations, etc. Ainsi, la perspective schumpétérienne de la défaillance d'un acteur pourrait le rendre naturellement prudent, sans risque systémique, puisque le secteur demeurerait stable. Il s'agit de reprendre purement et simplement la loi politique majeure de la

39. Voir Pierre-Noël GIRAUD, *Le commerce des promesses : petit traité sur la finance moderne*, Paris, Points, 2009 ; André ORLÉAN, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999.

40. Il mène la démonstration surtout concernant l'organisation des entreprises qui utilisent l'outil contractuel dans un rapport de forces économiques inégales (Alain SUPIOT, « Les deux visages de la contractualisation : déconstruction du Droit et renaissance féodale », in Sandrine CHASSAGNARD-PINET et David HIEZ (dir.), *Approche critique de la contractualisation*, Paris, L.G.D.J., 2007, p. 19 à 44), mais elle peut être menée de la même façon sur le fonctionnement des marchés financiers.

Royauté : « le Roi est mort, vive le Roi », qui permettait d'éviter la catastrophe de la vacance du pouvoir alors même que la personne royale était défunte.

63. Dans ce même retour à une organisation médiévale, l'observation du phénomène n'étant pas nécessairement péjorative dès l'instant que cette régression ne se traduit pas par la recrudescence de dépendances économiques excessives, il y a place pour cette notion d'Ancien régime qu'est la profession. En effet, les intermédiaires financiers et les inventeurs de ces produits, principalement les banques, sont organisés en professions très fortes et participent directement à la régulation des systèmes. Le droit reconnaît le lien entre profession et service public. La profession est une organisation qui contrôle les entrants, qui généralement prend en charge leur éducation, garantit aux tiers leurs compétences ou prend en charge les conséquences financières dommageables de leur incompétence ou de leur défaillance.
64. Ainsi, la profession établit un lien naturel entre compétence, appartenance à une profession et confiance en une personne, non pas en tant que telle mais en ce qu'elle est membre d'une profession. En outre, la profession n'étant pas nécessairement organisée par l'État, elle peut conserver son unité et sa puissance d'organisation malgré l'attaque que la globalisation financière fait des frontières, entravant l'exercice étatique d'adoption de règles communes efficaces⁴¹. Cette efficacité, la profession l'atteint par un pouvoir disciplinaire interne fort dont toute profession est dotée, notamment par le vieux mécanisme des ordres, pouvoir contrôlé par les juges.
65. Dès lors, les enjeux majeurs de restauration de la confiance dans l'industrie des services financiers, plutôt que d'en appeler à la puissance pure du politique ou à la norme morale a-juridique, consistent en premier lieu à trouver des « tiers de confiance »⁴², ces tiers impartiaux et désintéressés dont l'existence caractérise

41. Hélène RUIZ-FABRI, « La juridictionnalisation du règlement des litiges économiques entre États », (2003) 3 *Revue de l'arbitrage* 881 à 947.

42. Pour une notion proche, celle de « dispensateur de confiance », voir F. LACROIX, « L'échec des dispensateurs de confiance », (2009) 1 *Revue de droit bancaire et financier* 28 à 32 visant principalement les agences de notation et le régulateur, pour souligner le rôle dramatique de leurs défaillances dans la crise financière actuelle, étudiant notamment l'hypothèse de responsabilité des banques centrales.

le droit⁴³, ce qui conduit assez naturellement aux juges. S'il en est ainsi⁴⁴, il est impérieux de les spécialiser et de leur permettre de connaître non seulement le droit mais l'objet sur lequel celui-ci, qui n'est qu'un instrument, porte, à savoir les marchés et les biens financiers eux-mêmes⁴⁵.

66. En deuxième lieu, il faut organiser des interprofessions, en reflet des interrégulations qui se sont mises en place, notamment entre la banque, la finance et l'assurance⁴⁶. Cela est affaire de « design institutionnel » et de sciences administratives.
67. En troisième lieu, il faut mettre la question des conflits d'intérêts au cœur de l'organisation des professions, soit qu'on les élimine, soit qu'on les surmonte. Pour cela, la voie la plus efficace semble être la théorie des incitations, consistant à organiser une coïncidence entre l'intérêt particulier de l'agent responsable d'une fonction et l'intérêt global pour la satisfaction duquel on lui a donné cette fonction. Cette incitation repose sur une conception sceptique et soupçonneuse de l'être humain, agent amoral et dénué de l'hypothèse rousseauiste de « l'amour des lois »⁴⁷.
68. En conclusion et d'une façon plus générale encore, les services financiers, biens opaques qui ne dévoilent leurs risques, notamment lorsque la titrisation mixe ceux-ci, ne peuvent entraîner la confiance par eux-mêmes mais en ce qu'ils sont intégrés dans un système juridique qui a la vertu de se défier d'eux et des personnes qui les font circuler.
69. Cette sagesse du droit lui fait adopter comme thèmes désormais majeurs en finance, comme dans toutes les situations imprégnées de risque⁴⁸, les exigences nouvelles ou renforcées de sécurité juri-

43. Alexandre KOJEVE, *Esquisse d'une phénoménologie du droit*, Paris, Éditions Gallimard, 2007.

44. Sur la juridictionnalisation des marchés financiers, voir *supra*, n° 37 et s.

45. Michel JEANTIN, *Dialogues avec Michel Jeantin - Prospectives du droit économique*, Paris, Dalloz, 1999, p. 3 à 10.

46. Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), « L'hypothèse de l'interrégulation », in Marie-Anne FRISON-ROCHE (dir.), *Les risques de régulation*, Paris, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2005, vol. 3, p. 69 à 80.

47. M.-A. FRISON-ROCHE, « L'amour intéressé des lois particulières (analyse sociologique du droit économique) », dans Josiane BOULAD-AYOUB, Bjarne MELKEVIK et Pierre ROBERT (dir.), *L'amour des lois*, Québec, Les Presses de l'Université Laval, 1990.

48. En cela, l'apparition en 2009 d'une nouvelle chronique, dépassant les distinctions disciplinaires, intitulée « Droit et risques » aux *Petites Affiches* est symptomatique de l'unicité de la question.

dique, d'intelligibilité du droit, d'accès au juge et d'adéquation des temps économiques, financiers, d'une part, juridiques et juridictionnels, d'autre part.

70. En outre, cela entraîne, dans ce que le Doyen Carbonnier a désigné comme la « pulvérisation » des systèmes juridiques en droits subjectifs⁴⁹, des droits des investisseurs ou des victimes à la sécurité juridique, à l'information, à l'intelligibilité, à la contestation devant un juge, à la célérité.
71. Enfin, cela renvoie à la nouvelle conception des systèmes juridiques, légitimes parce qu'économiquement efficaces (ce qui est le postulat exact des rapports *Doing Business* de la Banque Mondiale)⁵⁰, efficacité obtenue en tant que le droit est artificiel et produit en cela de la réalité, notamment grâce aux institutions (ce que méconnaissent ces mêmes rapports de la Banque Mondiale). C'est pourquoi la corruption, en ce qu'elle attaque le mécanisme institutionnel, détruit la confiance juridique des marchés et constitue un perpétuel risque systémique de catastrophe⁵¹.

49. Jean CARBONNIER, *Droit et passion du droit sous la Ve République*, Paris, Flammarion, 2005.

50. [En ligne : <http://www.banquemondiale.org/>]

51. Guy CANIVET, Marie-Anne FRISON-ROCHE et Michael KLEIN (dir.), *Mesurer l'efficacité économique du droit*, Paris, L.G.D.J., 2005 ; François BARRIÈRE, Philippe DIDIER, Philippe DUPICHOT et Bénédicte FAUVARQUE-COSSON (dir.), *Les droits de tradition civiliste en question : à propos des Rapports Doing Business de la Banque Mondiale*, Paris, Société de législation comparée, 2006.