

Quelle(s) régulation(s) pour une finance durable ? L'Union européenne face aux maîtres à penser des marchés

“More than a year ago, I highlighted how index providers like MSCI funnel U.S. dollars, including from American mom and pop investors and Wall Street, to hostile Chinese companies that are involved in the Communist Party’s military, espionage, human rights violations, and Made in China 2025 industrial policy” (Marco Rubio, 16/12/2020)

Marco Rubio est sénateur de Floride pour le parti républicain. En décembre 2020, il tente de mobiliser le patriotisme étatsunien contre une décision d'un fournisseur d'indices boursiers. Ce fournisseur d'indices boursiers, MSCI, a inclus des actions chinoises dans un de ses indices les plus importants, le MSCI Emerging Markets Index. Cet indice étant suivi par de nombreux investisseurs (états-uniens), Marco Rubio dénonce le financement des entreprises chinoises qui en résultera. Plus récemment, en novembre 2023, déterrant un article du *Wall Street Journal* selon lequel la décision de MSCI a été forcée par des pressions de la Chine (Bird, 2019), il relance le débat et dépose une proposition de législation encadrant le pouvoir des fournisseurs d'indices boursiers, the *Index Provider Transparency and Accountability Act*¹. Le consultant du *Financial Times* à Pékin, Don Weinland, n'a pas la même vision des choses. Selon lui, la relation entre MSCI et le pouvoir chinois est bien asymétrique, mais dans l'autre sens : l'inclusion des actions chinoises dans le MSCI Emerging Markets Index a été conditionnée à certains changements dans la régulation des marchés financiers chinois, notamment en ce qui concerne l'accès des investisseurs étrangers aux marchés des dérivés (Weinland, 2019).

La construction de certains indices boursiers est ainsi devenue suffisamment importante pour que le pouvoir chinois se plie aux revendications du fournisseur de cet indice (ou fasse pression sur lui), et qu'un sénateur états-unien, ancien candidat à la primaire présidentielle, s'agite pour en faire une affaire. Deux figures de la régulation étatique traditionnelle sont ainsi aux prises avec ce nouvel acteur, à la fois pleinement privé et doté de pouvoir quasi-régulatoire, à propos d'un indicateur qui semble capable de modifier la réalité qu'il quantifie. La situation mérite sans doute plus d'attention du public, mais mérite également mieux que les agitations conservatrices du sénateur Rubio. Elle mérite sans nul doute que les sciences sociales s'y

¹ Pour plus d'informations sur cette proposition, voir le site personnel de Marco Rubio : <https://www.rubio.senate.gov/rubio-reintroduces-index-provider-transparency-and-accountability-act/>.

penchent, afin de démêler ce qui s'y joue. Explorer ces indices, grades, classements qui tirent leur pouvoir de leur influence sur la prise de décision des participants aux marchés financiers. Saisir le plus finement possible leur condition de production et les modalités de leur intervention dans le processus de décision des acteurs financiers. Pour, *in fine*, dégager les implications de ces explorations sur le pouvoir de ces « régulateurs privés » et sur notre capacité à rendre les marchés financiers plus efficaces, stables et durables. Cette communication se focalise sur ce dernier volet. Avant d'avancer dans cette démarche exploratoire, elle propose toutefois un bref aperçu des ressorts de cette régulation privée.

L'autorité des maîtres à penser des marchés

Pour prendre la décision d'acheter ou vendre un titre financier, les participants au marché forment des anticipations, notamment sur l'évolution des prix. Ces anticipations ne coulent pas de source. Elles ne sont pas « homogènes » parce que conformes aux hypothèses néoclassiques de rationalité. Elles ne sont pas davantage erronées parce que détournées par des biais cognitifs. Elles ne sont pas non plus validées par l'adéquation entre structures subjectives et structures objectives, comme le postulent les analyses néomarxistes. Elles posent problèmes, tous les jours, aux acteurs en question. Pour être éclairées, elles méritent donc d'être étudiées dans le processus de leur formation. Ce processus est socio-matériel parce qu'il implique des outils d'aide à la décision formaté par, mais extérieur aux humains, comme les logiciels de pricing ou les algorithmes d'appariement des ordres. Il est basé sur des conventions, c'est-à-dire sur des objets, concepts et règles d'interprétation qui sont parvenus à se stabiliser au sein de la communauté financière et orientent ses membres dans leur prise de position. Il s'appuie même sur un environnement sémiotique plus large, mobilisant fréquemment des signes moins stables, comme des icones et des indices (Duterme, 2023a).

Cette situation a été remodelée par les transformations institutionnelles des marchés financiers des trente dernières années. Cela étant, le défi pour les participants demeurent : l'émergence de marchés informatisés et globalisés qui a supplanté les Bourses historiques n'a pas éliminé l'incertitude des prises de décision des participants au marché. Elle prive même les acteurs financiers de nombreuses balises qui leur permettaient jadis de stabiliser leurs interprétations : coprésence en un lieu unique, mouvements de main des agents de change, familiarité entre les participants au marché... Les membres de la nouvelle communauté financière, plus nombreuse et dispersée, ne peuvent plus s'appuyer sur ces signes balayés par l'informatisation des marchés. En parallèle, la valeur des titres financiers n'a pas été stabilisée

par la reconfiguration institutionnelle : le souhait de Keynes de « durabiliser » les engagements financiers n'a pas été exaucé. Au contraire, les réformes ont souvent visé à accroître la liquidité des marchés, c'est-à-dire précisément la facilité de se désengager en revendant un titre acheté. Cette liquidité nourrit l'incertitude sur le nombre d'acheteurs et de vendeurs, et donc sur la valeur à venir d'un titre. La métamorphose de la communauté financière alimente encore cette incertitude : il est désormais plus périlleux de prévoir qui seront les membres présents sur ce marché, à ce moment-là et de ce côté-là (à l'achat ou à la vente). En somme, les participants actuels sont toujours confrontés à une haute incertitude dans leur prise de décision, mais ne peuvent plus la gérer par les repères mobilisés par leurs prédécesseurs.

Ils ont donc dû innover. Dans l'univers informatique, souvent qualifié « d'éthéré », ils ont dû identifier des signes capables de polariser l'attention de leurs pairs. Ils ont été bien épaulés dans cette épreuve par plusieurs « entreprises d'information financière » qui ont flairé la bonne affaire. Peu considéré dans la modélisation conventionnaliste d'André Orléan (1999) où les regards convergent vers une saillance passive, le rôle de l'émetteur du signe doit être intégré à l'analyse des conventions financières. Dans un environnement où des employés d'entreprises financières fortunées ont besoin de réduire l'incertitude pour nourrir le profit de leur entreprise, leur fournir une information qui devient une référence est un « business model » prometteur. Ce projet a en tous cas été porté par de nombreux individus, dont les fondateurs des fameuses agences de notation. En parvenant à se rendre indispensable à la prise de décision des membres de la communauté financière sur le marché des obligations, ces agences s'assurent une rémunération stable et généreuse.

Il en va de même pour les indices boursiers (régissant le marché des actions). L'illustration la plus emblématique de leur pouvoir est sans doute le comportement des gestionnaires de fonds d'investissement qui s'appuient lourdement sur une poignée d'indices pour prendre leurs décisions (Petry et al., 2021 ; Duterme, 2023b). Ce phénomène ne se cantonne pas aux « gestionnaires autodéclarés passifs » : de nombreux fonds prétendent être gérés activement, mais s'écartent à peine de l'allocation prescrite par les indices boursiers. Ces fonds « faussement actifs », aussi appelés « index huggers », sont très présents sur le marché belge et permettent à leurs gestionnaires de profiter des revenus d'un fonds actif, et de la déresponsabilisation d'un fonds passif. Alors que la tendance s'est accentuée depuis, le sociologue Donald MacKenzie relevait ce phénomène dès 2006 :

If, as was increasingly the case, a manager's performance was judged relative to an index such as the

S&P 500, then there was some safety in selecting a portfolio that closely resembled the makeup of the index. (...) it greatly lessened the chances of a career-killing relative underperformance: if one's portfolio did badly, those of other managers would most likely be doing badly too, so the fault would be seen to lie with the market, not the manager (MacKenzie 2006: 86).

Aux côtés des indices boursiers et des notations de crédit, figurent également les benchmarks (régissant le marché des matières premières), et le Terminal Bloomberg (dont l'influence est transversale aux différents segments de marché). Ce business lucratif des conventions financières a attiré de nombreux candidats dont ne nous sont parvenus que les victorieux. Ces conventions auraient pu être différentes et permettent aux participants au marché de réduire l'incertitude *d'une certaine façon*. Et, étant donné la mobilisation intensive et extensive des principaux supports de décision, cette singularité pèse sur les mouvements de capitaux à l'échelle globale. Elle confère donc un pouvoir de quasi-régulateur aux quelques entreprises qui les possèdent, produisent et vendent. Ce constat n'est plus très original. Il a cependant été peu problématisé : de quel pouvoir parle-t-on ? Qu'en font les producteurs de ces supports ? Quelles relations entretient ce « pouvoir privé » avec le « pouvoir public » des autorités étatiques ?

Pour approfondir cette exploration, nous articulons le raisonnement en trois temps. Premièrement, nous parcourons différentes approches de la régulation financière. Ces approches se distinguent par la place qu'elles accordent à l'État et au droit ; seule l'une d'elle, à notre avis la plus féconde, permet de penser le rôle des producteurs des conventions financières. Deuxièmement, à partir de cette dernière approche, nous analyserons de plus près le type de « régulation » qui résulte de l'intervention de ces conventions. Cette régulation se caractérise en particulier par une certaine passivité, corollaire du clientélisme avoué de ces « régulateurs ». Troisièmement, dans un volet plus normatif et à partir d'une étude du cas européen, nous discuterons des conditions auxquelles cette régulation privée peut contribuer à rendre les marchés financiers contemporains plus efficaces, stables ou durables. Le rôle à cet égard de l'autorité publique traditionnelle apparaît à la fois délicat et indispensable.

La régulation des marchés financiers : étatique, juridique ou interne ?

La problématique de la régulation des marchés financiers peut s'appréhender sous différents angles, en particulier en fonction de la définition adoptée de la « régulation ». Une première approche, dominante dans le champ académique et politique, s'inspire de la théorie économique néoclassique pour définir la régulation comme une contrainte externe destinée à corriger les failles de marché. La régulation est alors un régime d'exception : avant d'imposer

une norme de comportement aux participants au marché, l'autorité publique doit démontrer que cette intervention est souhaitable. Les partisans de cette approche ne sont pas forcément hostiles aux régulations publiques : dans le domaine de la régulation financière, ils peuvent même plaider pour son extension, étant donné la récurrence et la sévérité des crises bancaires (e.g. Goodhart et al., 2013). Mais, dans tous les cas, la régulation doit répondre à une faille de marché :

While the desirability of competitive markets is well established and the alternative of central planning has now been firmly discredited, it is not always the case that free markets yield appropriate outcomes. Particular features of financial markets make them especially prone to malfunction. So long as the consequences of individual purchases and sales are rapidly and readily observable, it is comparatively easy to ensure the smooth functioning of markets. But when, as in the case of finance, the consequence of actions may not be revealed for extended periods of time, perhaps years or decades, then the potential for failure and the complexities of correcting it are much greater (Armour et al., 2016: 115).

La plupart des interventions des régulateurs publics des marchés financiers, comme la FSMA et la BNB en Belgique, est héritière de cette première approche. Ainsi, par exemple, l'encadrement des publicités pour certains produits financiers est justifié par la faille de marché résultant de « l'asymétrie d'information » entre acheteurs et vendeurs, tandis que les exigences de capitalisation imposées aux banques (normes de Bâle) visent à répondre à une autre faille de marché résultant de « l'aléa moral » des grands établissements financiers (incités à prendre des risques lorsqu'ils se savent « *too big to fail* »). Cette approche a le mérite d'identifier certains dysfonctionnements des marchés financiers qui nécessitent, en effet, une intervention externe. Elle a toutefois le désavantage de ne capter qu'une maigre partie du rôle du droit étatique dans la finance contemporaine. Pour cause, elle se fonde sur une conception « spontanéiste » de l'ordre marchand, naturellement efficace, dont le droit viendrait corriger les failles ponctuelles.

La deuxième approche de la régulation financière se veut plus réaliste : le marché n'émerge pas spontanément, mais à l'issue d'un intense effort juridique de mise en forme. Le droit n'est plus cantonné aux marges défailantes du marché, mais se situe en son cœur. La régulation désigne alors la stabilisation des règles du jeu : elle comprend la définition des titres échangés, mais aussi les droits et obligations attachés à la détention de ces titres. On retrouve ainsi une approche proche de l'économie des conventions : la construction d'un marché ne coule pas de source et implique une coordination plurielle entre ses participants (lieu et moment de la rencontre entre offre et demande, définition de la marchandise, etc.). Elle est toutefois plus restreinte car elle se focalise sur la formalisation juridique qui confère une qualité particulière

aux accords entre parties prenantes : le langage du droit étatique offre une voie de résolution des litiges grâce à ces tribunaux.

En ce qui concerne plus étroitement la régulation financière, une des principales représentantes de cette deuxième approche est la juriste Katharina Pistor. Dans son ouvrage *The Code of Capital*, elle met au jour le rôle du codage juridique, largement opéré par des cabinets d'avocats privés, dans le capitalisme d'hier et d'aujourd'hui : le capital n'existe pas indépendamment d'un effort juridique qui confère à un objet (la terre, le gène ou le titre financier) les attributs de priorité, de durabilité, d'universalité et de convertibilité. A fortiori, les marchés de capitaux n'existent donc pas indépendamment de cet effort juridique :

To me, the most revelatory part of our findings was how familiar the basic building blocks of the financial system looked, notwithstanding the fanciful assets that had been created more recently and the system's unparalleled complexity. Everywhere we probed a little deeper, we found the core institutions of private law: contract, property, collateral, trust, corporate, and bankruptcy law. They had powered the expansion of markets in financial assets (Pistor, 2019: ix).

Le fonctionnement des marchés financiers contemporains repose ainsi sur un travail juridique entrepris par des avocats privés très bien payés (les « maîtres du codes »), mandatés par des capitalistes désireux de conserver leurs privilèges. Selon Pistor, cette stratégie ne pourrait toutefois être fructueuse sans l'appui de l'État :

The more diverse the assets and the more uneven their distribution, the greater the need for coercive law enforcement, and thus for states and their coercive powers. Herein lies the deeper reason for why states and capital are joined at the hip (Ibid: 18).

Ainsi, la régulation ne supplée par le marché, mais le fonde. Elle n'est pas uniquement « externe », mais aussi « interne » : en vertu du système du *common law* qui régit les marchés financiers du monde entier, des avocats privés assemblent de façon ingénieuse différents morceaux de droit étatique pour créer de nouvelles règles du jeu favorables à leurs clients. S'ils demeurent dépendants de « l'approbation étatique » qui confère à leur assemblage un pouvoir coercitif, ces avocats n'en sont pas moins à l'initiative des évolutions de la régulation. Une large littérature a documenté ce rôle actif des avocats privés dans la création du droit étatique, à travers différents domaines du système économique (Büthe & Mattli, 2011 ; Cafaggi, 2011 ; Djelic & Quack, 2018). Dans un article sur la genèse des marchés financiers de produits dérivés, Morgan (2008) identifie ainsi à la fois la proactivité des acteurs privés regroupés au sein de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) et la dépendance de leurs « propositions de régulation » vis-à-vis de la sanction par le droit étatique.

Un autre exemple nous est fourni par le rôle du droit de propriété dans la création du système d'échange de quotas d'émission, parfois appelé « marché carbone », se trouve tiraillé entre deux ambitions, soutenues par deux types d'acteurs. D'une part, les participants au marché aspirent à établir des droits de propriété les plus solides possibles afin d'être assurés de la jouissance du quota qu'ils achètent. D'autre part, les régulateurs veulent limiter ce droit de propriété afin de mobiliser ce marché comme un outil de régulation, ce qui implique notamment d'être en mesure d'exiger qu'une entreprise « donne » des quotas à hauteur de ces émissions carbone ; or, si le droit de propriété est fermement défini, ceci revient à une « expropriation » (Loquin, 2020). Cette tension n'a pas été clairement tranchée et a ouvert la voie à de nombreux litiges, par exemple lorsqu'une entreprise exigeait une compensation pour avoir été expropriée de son quota (Ellerman et al., 2000).

Cette deuxième approche de la régulation financière fait-elle le tour de la question ? Le code du capital, créé par les pouvoirs économiques et sanctionné par un pouvoir public trop docile, suffit-il à organiser les marchés financiers ? Nous soutenons une voie alternative. Le code du capital ne parvient pas à épuiser les « besoins de régulation » des marchés financiers. En particulier, s'il est en effet indispensable à la création et la stabilisation de produits financiers (comme les actions ou les obligations), ce code n'offre pas une réponse complète à un autre problème des marchés financiers, mieux identifié par les économistes des conventions : la valorisation. Une fois créés et stabilisés, les titres financiers sont échangés sur les marchés financiers. Mais à quel prix ? Étant donné la centralité de cette valorisation boursière dans la constitution des plus grandes richesses contemporaines², ce second enjeu n'est pas mince. Or, pour l'appréhender, les participants des marchés financiers doivent s'appuyer sur autre chose que le droit étatique, ce dernier étant généralement frileux à « fausser les règles du marchés ». Ils ont besoin de techniques pour décoder le flux continu de signes qui leur parvient, c'est-à-dire de « décodeurs ».

Nous avons donc besoin d'une troisième approche qui saisit toutes les facettes de la régulation financière, y compris celle opérée par les acteurs financiers indépendamment du droit étatique. Pleinement sociologique, la définition correspondante de la régulation intègre non seulement les contraintes externes imposées par l'État (périmètre de la première approche), l'infrastructure juridique définissant les règles du jeu (périmètre de la deuxième approche), mais aussi les schèmes cognitifs suffisamment partagés pour permettre la coordination des individus

² “The richer individuals are, the higher the share of financial assets in their wealth. In the very top groups, these can represent 90-95% of all wealth in countries like France or the US” (Chancel et al., 2022: 96).

et la reproduction de l'ordre social. Pour mieux saisir le périmètre et l'intérêt de cette troisième approche, reprenons et développons l'analogie proposée par le théoricien de la régulation Jean-Marie Fecteau (2004)³. Pour saisir la régulation de la circulation automobile, il est possible de ne considérer que le code de la route en vigueur et ses inscriptions situationnelles (feu rouge, panneaux...). Mais cette première approche minimale est insuffisante pour comprendre finement les ressorts de la coordination collective qui repose également sur un fondement juridique plus profond : les normes de sécurité soumettant les constructeurs automobiles et nourrissant une confiance aveugle des usagers, le partage de l'espace public et privé, l'autorité des policiers guidant parfois le trafic... Ce n'est toutefois pas tout. La magie apparente de la circulation automobile ne peut être pleinement démystifiée sans intégrer une régulation « cognitive » : les individus ont adopté des techniques d'interprétation de la réalité leur permettant d'orienter leur attention vers les mêmes signes (aux dépens d'autres) et de les comprendre de la même façon. Sans y être forcés par la loi, les participants à la circulation tâchent généralement d'ignorer les panneaux publicitaires et de décoder les mises en garde des cyclistes (signalent-ils la présence de radar ou un mécontentement vis-à-vis d'un automobiliste trop rapide ?). Ces techniques d'interprétation constituent une couche de la régulation indispensable à la coordination, qu'elle soit routière ou marchande.

Les supports de décision comme les notations de crédits et les indices boursiers portent précisément sur cette couche. Ils équipent les participants au marché de repères cognitifs leur permettant de comprendre ce qui se passe et de valoriser les titres financiers. Les plus centraux d'entre eux sont vitaux au fonctionnement des marchés : leur déstabilisation conduirait à une rupture de la coordination, à un échec de la reproduction sociale, c'est-à-dire, dans le domaine financier, à un krach. Ces supports ne sont ni imposés de l'extérieur par l'État ni rendus obligatoires par le droit. Ils émergent du système financier lui-même (ce qui ne veut pas dire que tous les participants à ce système aient le même pouvoir sur ces supports). Ainsi, dans une large mesure, il s'agit d'un « code privé » construit par des « acteurs privés », c'est-à-dire par des participants au système financier (cf. Tableau 1 ci-dessous). Il n'est toutefois pas exclu que des acteurs publics ou parapublics participent à l'élaboration de ce code privé, non pas en imposant juridiquement des règles de conduite (il s'agirait alors de code public), mais en proposant une technique d'interprétation aux acteurs privés. Les annonces des Banques centrales correspondent à ce type d'intervention.

³ Nous remercions notre ami et collègue Antoine Printz de la thèse duquel nous avons pioché cette référence.

Code/Émetteur	Public (externe)	Privé (interne)
Public (externe)	Première approche de la régulation (correction failles de marché)	Deuxième approche de la régulation (infrastructure juridique par avocats)
Privé (interne)	Troisième approche de la régulation (schèmes cognitifs)	

Ces différentes formes de régulation interagissent davantage que ne le suggère les cases étanches de ce tableau. Comme l'illustre le cas des notations de crédit, l'insertion d'un code privé dans le réseau du code public stabilise son emprise sur la communauté financière. Parallèlement, étant donné l'importance actuelle du code privé, les autorités publiques doivent adapter la création de nouvelle régulation à cette situation (cf. troisième section de cette communication). Il demeure que cette classification nous permet d'identifier la singularité de la régulation opérée par conventions financières. Il convient maintenant de se pencher sur le contenu de cette régulation privée.

Une régulation concentrée et désintéressée : la passivité clientéliste

Un des principaux défauts de la première approche de la régulation est qu'elle accorde le monopole de la contrainte au droit étatique. En l'absence d'intervention étatique, c'est-à-dire lorsque les marchés fonctionnent normalement, le marché serait un « level playing field » où chacun est libre de choisir quels titres acheter et vendre. Cette conception étroite a empêché la plupart des économistes d'identifier le pouvoir des « régulateurs privés » que sont devenus les fournisseurs d'indices boursiers et les vendeurs de plateformes d'information. Plus, elle les a empêchés d'identifier la concentration du pouvoir que cette régulation privée engendrait. Sous le nez de ces économistes focalisés sur « le danger de la régulation étatique », une poignée d'acteurs privés est parvenue à conférer à « l'information » qu'ils produisent le pouvoir d'une convention. Sans être légalement forcés de s'y référer, les participants au marché deviennent alors conventionnellement contraints : s'ils refusent de se plier à cette norme, certes ils ne sont pas condamnés devant les tribunaux, mais ils perdent beaucoup d'argent et, à terme, leur emploi (ce qui peut s'avérer aussi dommageable).

Plus lucides, certains juristes se sont récemment inquiétés de l'ampleur ce pouvoir privé. Dans le cas des indices boursiers en particulier, ils ont signalé l'influence importante de ces indices sur la politique des fonds d'investissement (Robertson, 2019), puis recommandé à l'autorité publique de considérer les fournisseurs d'indices boursiers comme des « investment advisers » et de les soumettre aux obligations de transparence correspondantes (Mahoney & Robertson, 2021). Pour apprécier, au-delà du cas des indices boursiers, les détenteurs de ce

pouvoir privé, le tableau liste les propriétaires des principaux supports de décision. Il y apparaît que la régulation privée des marchés financiers est très concentrée : deux ou trois entreprises se partagent généralement plus de 50 % des parts de marché. Les majeures Banques centrales mis à part, les groupes Bloomberg et S&P Global constituent les principaux régulateurs privés.

Bond market	Stock market	Money market/ FOREX	Commodity market
Bloomberg Terminal (Bloomberg)			
- Credit rating (S&P, Moody's, Fitch) - Yield curve (Major Central Banks (MCB))	- Indices (S&P, MSCI, FTSE, Bloomberg, Euronext)	- Central Bank interventions (MCB)	- Benchmarks (for crude oil: S&P, Argus)

La concentration du marché de l'information financière n'a donc rien à envier à celle du marché de la presse grand public. Le parallèle mérite d'ailleurs d'être exploré. Tout comme les supports de décision financiers, les principaux médias régulent les comportements non pas par voie légale, mais en fournissant des techniques de perception et d'interprétation de la réalité. Ces techniques sont ensuite employées parce qu'elles sont à la disposition des individus et parce qu'elles permettent d'intégrer une communauté (ce qui, dans le cas des marchés financiers, est une condition pour identifier les titres prometteurs). Comme nous l'évoquions, le marché de la presse se caractérise également par une forte concentration, tant aux États-Unis (Noam, 2009 ; McKnight, 2013) qu'en Europe (Doyle, 2002 ; Cagé et al., 2017). Une différence potentielle qui justifie l'intérêt de ce parallèle est la motivation première des propriétaires. Dans l'industrie de la presse, il apparaît fréquemment que les ultrariches propriétaires des médias se soucient moins de leur rentabilité (plusieurs années de pertes s'enchaînent parfois), que de l'influence que ces médias leur confèrent sur l'opinion publique et sur l'issue d'élections (e.g. Beaufile, 2022 ; Grossman et al., 2022). La motivation politique y domine souvent la motivation économique. Autrement dit, ces régulateurs privés se conçoivent bel et bien comme des régulateurs, chargés (et autorisés) à orienter les comportements collectifs dans certaines directions jugées souhaitables.

À l'inverse, sur les marchés financiers, les propriétaires privés des principaux supports de décision cherchent avant tout à maximiser leur profit. L'actionnariat est généralement plus dispersé que sur le marché de la presse où une personne physique peut détenir seul de nombreux

médias ; leur projet n'est pas de mener une « lutte idéologique » au sein de la communauté financière, mais – comme la plupart des actionnaires – de maximiser les revenus de l'entreprise. L'exception, de taille, est bien sûr l'entreprise Bloomberg LP, détenue à 88 % par le milliardaire et candidat à la primaire démocrate Michael Bloomberg. S'il a dépensé des sommes impressionnantes lors de chaque campagne en « marketing politique » (plus d'un milliard pour la primaire de 2020), c'est précisément pour obtenir un pouvoir sur l'opinion publique que ne pouvait lui offrir – quand bien même il l'aurait voulu – le Terminal. Ce dernier, comme les autres supports de décision évoqués, impacte d'autres grandeurs que l'opinion publique et l'issue du vote : l'opinion de la communauté financière et l'orientation des flux de capitaux (Duterme, 2023c). Or, comme Benjamin Braun (2022) en fait l'hypothèse dans son analyse des asset managers, le pouvoir des régulateurs privés sur ces grandeurs est moins une opportunité à saisir qu'un facteur de risque à minimiser : il attire l'attention de l'autorité publique qui pourrait y trouver une raison de limiter la croissance de l'entreprise.

Autrement dit, ces régulateurs privés ne se conçoivent pas comme des régulateurs et ne cherchent pas à orienter les comportements collectifs dans certaines directions. Là réside une tension puisque, qu'ils le veuillent ou non, ils ont bel et bien ce pouvoir de régulateur : ce pouvoir découle de leur succès au sein de la communauté financière, et est donc lié aux revenus empochés qui, eux, doivent être maximisés. Comment les propriétaires des supports de décision s'y prennent-ils pour résoudre cette tension ? Quelle forme prend cette régulation privée sur les marchés financiers ? Assez logiquement, elle prend la forme d'une régulation minimale, au service de la clientèle. Les propriétaires des supports de décision visent donc à étendre leurs adhérents, mais surtout à conserver leur statut de référence en évitant d'attirer les foudres de la communauté financière qui désapprouverait un changement méthodologique. Les modifications sont donc minimisées, et, lorsqu'elles s'avèrent indispensables, elles font l'objet de consultations avec les membres de la communauté financière.

Cette situation apparaît clairement dans le cas des fournisseurs d'indices boursiers que Hirst et Kastiel (2019) qualifient de « *reluctant regulators* ». Contrairement à ce que considère le Sénateur républicain Marco Rubio cité en introduction, les fournisseurs d'indices n'ont pas d'autres lignes politiques que celles qui conviennent à la plus large clientèle possible. Un responsable travaillant pour un des leaders résumait ainsi leur conception de leur pouvoir politique :

We're not activists. We're setting the minimum standards that investors generally will accept, and our role is to build consensus amongst that investor community as to what that minimum standard should be (Alloway et al., 2017, quoted in Petry et al., 2021).

Il en va de même pour les « price-reporting agencies » qui établissent les benchmarks sur les marchés des matières premières. S&P Global Platts et Argus veillent à lancer des consultations auprès de la communauté financière avant de changer les types de pétrole composant leur benchmark. Cette attitude à l'écoute des besoins du marché est fréquemment avancée par les propriétaires des benchmarks pour contester les critiques qui les considèrent comme des « de facto regulators » (e.g. Binks, 2010). Pareillement, Bloomberg publie régulièrement via son Terminal des consultations destinées à éviter un changement qui déplairait aux consommateurs. Ainsi, par exemple, en septembre 2023, l'entreprise envisagea d'arrêter la production d'un indicateur du marché monétaire et voulut s'assurer de ne brusquer personne (cf. Figure ci-dessous). Bien qu'elle assume davantage son statut de régulateur, la Banque centrale procède également à ce type de consultation⁴ : non plus à des fins lucratives, mais afin de conserver l'adhésion de la communauté financière dont dépend une large part de son pouvoir d'influence.

Bloomberg Short-Term Bank Yield Index

September 13, 2023

Index Announcement

Consultation on the Proposed Cessation of the Bloomberg Short-Term Bank Yield Index ("BSBY")

Background

The Bloomberg Short-Term Bank Yield Index (BSBY) was designed as a cost of funding benchmark for lending markets. BSBY is a dynamic, credit sensitive rate which reflects marginal funding costs for Overnight (O/N), 1M, 3M, 6M and 12M tenors. BSBY has been published and calculated daily by Bloomberg Index Services Limited (BISL) since March 2021 using data from underlying markets based upon a transparent methodology.

BISL is seeking feedback on a proposal to cease the publication of BSBY as a benchmark¹, following a review of commercial opportunities for BSBY. Specifically, BSBY's usage within financial products is limited and unlikely to see significant growth, resulting in insufficient usage of the benchmark.

⁴ Pour un récent exemple de ce type de consultations, voir <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/html/rdarr.en.html> (page consultée le 28 décembre 2023).

Consultation Questionnaire

Contact Information

Name	
Position	
Company	
Contact Information (Phone/Email) (Optional)	

Questions

1. Do you have existing financial products such as loans, bonds, or open positions in swaps and/or futures referencing BSBY?
 - a. If so, can you provide an approximate quantum as to the number of products, counterparties, and notional exposures?
2. What is the longest maturity exposure you have to BSBY and against what tenor?
3. Which BSBY tenors do you have exposure to in financial products?

À l'exception de la Banque centrale, les propriétaires des supports de décision mobilisés par les participants aux marchés financiers assument ainsi « à reculons » leur pouvoir de régulation. Ils voient surtout ce pouvoir comme un facteur de risque, tant politique (attention accrue de l'autorité publique) que commercial (désapprobation d'une partie de la clientèle). Contraints toutefois de l'exercer (car ce pouvoir est un corolaire de leur succès commercial), ils le calquent sur les préférences de leur clientèle (pour minimiser le risque commercial), clamant qu'ils ne sont pas des régulateurs (pour minimiser le risque politique). Cette stratégie ne doit pas nous induire en erreur : les propriétaires des supports de décision détiennent un pouvoir majeur et leur minimisation des risques est bien une forme particulière de régulation. La régulation qui apparaît ainsi est une régulation passive, accommodante, à l'écoute des intérêts de la communauté financière. Une régulation au service des professionnels des marchés, en particulier des plus solvables. Une régulation qui alimente les dynamiques en cours, craignant plus que tout la désapprobation.

Prudente vis-à-vis des risques commerciaux et politiques impliqués, cette régulation n'est pas garante de stabilité financière. Il est désormais bien documenté que ce type de régulation a joué un rôle dans la crise financière de 2007-2008. Les propriétaires des principaux supports de décision du marché obligataire, les fameuses agences de notation, ont accepté d'attribuer leur notation à des produits financiers dangereux (les *collateralized debt obligations*), envoyant un signal de confiance à l'ensemble de la communauté financière. Ils n'ont pas agi de la sorte pour déstabiliser le système financier, mais pour contenter leur clientèle (i.e. les créateurs de ces produits dangereux) :

The study of the ratings process confirms the view that the priority of the management teams at the credit rating agencies was to maintain market share and to issue a rating for a bond, even when their analysts expressed concern about the soundness of the securities was a contributory factor in the financial meltdown (Mullard, 2012: 77).

Malheureusement, l'attitude des producteurs des autres supports de décision n'est pas fondamentalement différente. Par exemple, les fournisseurs d'indices boursiers font désormais davantage que publier des indices : ils accompagnent les vendeurs de fonds d'investissement à la mode (les fameux ETFs) en *designant* un indice sur mesure. Le client pourra ensuite vendre facilement les parts de son « fonds passif trackant un indice S&P ». Cela étant, lorsqu'un client important vient avec un projet de fonds plus audacieux qu'il aspire à labelliser « S&P », il reste à espérer que les managers du groupe gèrent différemment le département des indices boursiers que celui des notations de crédit... En somme, la passivité clientéliste des régulateurs privés ne nous garantit rien, car lorsqu'une tempête menace, souffler dans le sens du vent la précipite.

Quelle régulation pour une transition des marchés ?

La régulation privée, assurée à reculons par les propriétaires des supports de décision, ne guide pas les marchés financiers vers des objectifs de stabilité ou de durabilité. Mais doit-elle être laissée à elle-même ? Autrement dit, peut-on et faut-il réguler la régulation privée ? Qui serait alors l'acteur de cette méta-régulation ? Pour poursuivre la discussion, cette dernière section envisager, à partir du cas européen, les conditions d'une interaction féconde entre régulations privée et publique. Étant donné l'importance croissante des supports de décision fournis par des « régulateurs privés », l'autorité publique a dû intégrer leur pouvoir d'influence et y ajuster ses tentatives de régulation. Elle a pu adopter à cet égard trois stratégies : la régulation de second ordre, la mise en concurrence, et le contournement.

Premièrement, donc, l'autorité publique peut tenter d'orienter l'influence des propriétaires des supports de décision en régulant leur régulation. L'Union européenne a récemment avancé dans cette voie : en réaction aux manipulations avérées du Libor (un indice de taux d'intérêt influençant l'allocation quotidienne de milliards de dollars), la « European regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds (EU BMR) » fut adoptée en 2016 et entra en application en 2018. Son périmètre est très large, puisqu'elle concerne tous les indices dont dépend la valeur d'un produit financier ou qui servent de références pour un fonds d'investissement – qu'il s'agisse des marchés d'actions, de monnaies ou de marchandises. Les principaux indices boursiers, ainsi que les benchmarks pétroliers sont donc impliqués. Les

propriétaires de ces supports de décision – qualifiés de « Benchmarks administrators » - sont donc pour la première fois nommés et régulés *en tant que régulateurs privés* : contraints de s'enregistrer et parfois d'être autorisés par l'autorité de régulation (la FSMA en Belgique), ils doivent répondre à des exigences de transparence (e.g. publication des méthodologies) et garantir une gouvernance qui prévient les potentiels conflits d'intérêts.

Ce type de régulation publique, semblable à celle qui a touché les agences de notation dans le sillage de la crise financière (White, 2010), vise davantage à encadrer qu'à orienter la régulation privée. Surtout construite autour d'une exigence de transparence, elle se contente de limiter les risques de « manipulation » de ces supports de décision. L'objectif est donc « négatif » : il s'agit d'éviter certains comportements déviants. Bien que plus ambitieuse, les suggestions des juristes déjà évoquées de considérer les fournisseurs d'indices boursiers comme des « conseillers d'investissement » s'inscrivent dans la même logique (Mahoney & Robertson, 2021). Cette première stratégie de l'autorité publique peut toutefois prendre une forme plus affirmée et revêtir un objectif « positif » : il s'agit alors de prescrire certains comportements aux régulateurs privés. C'est notamment le cas en ce qui concerne le pouvoir des fournisseurs d'indices boursiers sur la finance durable. Malgré l'importance des fonds d'investissement verts et du rôle des fournisseurs d'indices dans ce processus (Jahnke, 2019), l'attitude clientéliste des régulateurs privés a entraîné la conception d'indices verts « sur mesure », adaptés aux besoins des gestionnaires d'actifs (Fichtner et al., 2023). La situation qui en résulte est ainsi caractérisée par une coexistence de nombreux indices verts, porteurs d'une pluralité de conventions de qualité (Penalva Icher, 2009), ce qui ne favorise pas la réorientation des flux de capitaux vers des activités durables. Pour remédier à ce problème, la Commission européenne a déposé une proposition visant à clarifier ce volet de la régulation privée, en imposant certaines balises aux concepteurs des indices verts. Cela étant, cette initiative du régulateur public demeure prudente et centrée sur l'enjeu de la transparence :

The current ESG rating⁵ market suffers from deficiencies and is not functioning properly, with investors and rated entities' needs regarding ESG ratings are not being met and confidence in ratings is being undermined. [...] Hence, the Commission committed in the renewed sustainable finance strategy, to take action to improve the reliability, comparability and transparency of ESG ratings. [...] This proposal does not intend to harmonise the methodologies for the calculation of ESG ratings, but to increase their transparency. ESG rating providers will remain in full control of the methodologies they use and will continue to be independent in their choice, to ensure that a variety of approaches are available in the ESG ratings market (European Commission, 2023a)

⁵ Les ratings ESG sont des évaluations mobilisées pour construire les indices verts.

Deuxièmement, l'autorité publique peut adopter une régulation qui vient concurrencer, « sur son terrain », la régulation privée en vigueur. L'objectif est alors d'orienter les flux de capitaux différemment que ne le font les propriétaires des supports de décision, mais à partir des mêmes canaux d'influence : non pas via une contrainte légale, mais en convainquant les participants au marché (i.e. par un « code privé »). À nouveau, c'est dans le domaine de la finance durable que l'autorité publique s'est récemment montrée proactive. Ces dernières années, le marché obligataire a également été impacté par le mouvement de la finance durable, mais d'une manière différente de celle du marché boursier. En effet, la forme de l'obligation présente certaines spécificités importantes : en particulier, sa dimension provisoire – l'obligation a une échéance - permet d'associer certaines obligations à certains projets d'investissement (ce qui n'est pas possible pour les actions, qui se rapportent toujours à l'ensemble de l'entreprise). C'est le cas des « obligations vertes » (*green bonds*), qui consacrent l'argent emprunté par l'émission du titre à un investissement durable. Inexistantes avant 2007, elles ont connu une croissance fulgurante : le volume d'émission annuel est passé de 50 milliards de dollars en 2014, à 160 en 2017 et 522 en 2021 (chiffres de la Climate Bonds Initiative). Dès le début, à l'instar des indices ESG, la définition des conditions d'obtention du label « vert » a été débattue, plusieurs institutions proposant leur certification (Ehlers & Packer, 2017). Une nouvelle étape a été franchie en 2016 lorsque la célèbre agence de notation Moody's a proposé d'affiner l'évaluation binaire (vert ou non) en notant la « verdeur » des obligations sur une échelle allant de GB1 à GB5. L'année suivante, sa rivale historique, Standard & Poor's, lui a emboîté le pas en proposant un système similaire allant de E1 à E4. En 2023, la Commission Européenne est parvenue à un accord pour « lancer » une classification des *green bonds* qui va concurrencer celles déjà créées, notamment par les agences de notation traditionnelles :

The [European Green Bond] Regulation, which is an integral part of the European Green Deal, will establish an EU *voluntary* high-quality standard for green bonds. The European green bond standard (EUGBS) will be available to companies and public entities that wish to raise funds on capital markets to finance their green investments, while meeting tough sustainability requirements (European Commission, 2023b; nous soulignons).

Autrement dit, les participants des marchés financiers pourront choisir d'acheter ou vendre des obligations vertes labellisées par les agences de notation ou des obligations vertes labellisées par l'EU. L'issue de cette lutte entre conventions financière dépendra du nombre d'entreprises désireuses d'émettre des *green bonds*, mais aussi du respect par ces conventions en compétition des différentes « conditions de félicité » permettant d'être perçue, comprise et

respectée par les participants des marchés financiers. L'autorité publique ne garantit pas par voie législative l'adhésion à sa régulation, mais la soumet aux suffrages de la communauté financière, concurrençant le pouvoir des régulateurs privés qui l'avaient précédée. En ce qui concerne les autres supports de décision déjà évoqués, ils n'ont pas été soumis à cette forme concurrence. Malgré les appels en ce sens de *Financité* (2022), les autorités publiques n'ont pas produit et publié un indice boursier vert. Elles n'ont pas non plus rivalisé avec les « price-reporting agencies » en proposant un prix du pétrole alternatif, même si certaines recommandations du rapport mandaté par le G20 laissaient suggérer une plus grande ambition interventionniste (IEA et al., 2011). Comme le soulignent fréquemment des professionnels du secteur, les coûts de l'expertise à développer par les pouvoirs publics pour concurrencer les entreprises déjà implantées dans le champ financier compliquent cette deuxième forme de régulation publique⁶.

Troisièmement, l'autorité publique peut instaurer une contrainte qui contourne la régulation privée en vigueur. L'objectif est de rendre les marchés financiers plus stables ou plus durables en modifiant les règles du jeu de telle sorte à rendre inopérante la régulation privée. Une loi qui imposerait à tous les fonds d'investissement d'allouer au moins 30% de leurs ressources à un échantillon d'actions prédéfini minerait sérieusement l'influence des fournisseurs d'indices boursiers ; dans le meilleur des cas, ceux-ci ne réguleraient « plus que » les 70% restants des fonds passifs. De la même façon, une interdiction de vendre et d'acheter du pétrole brut à un prix défini à partir d'un autre prix réduirait à néant le pouvoir de régulation des « price-reporting agencies ». De telles interventions semblent improbables : elles ne correspondent pas à l'esprit des régulations européennes de ces trente dernières années.

Et pourtant, ce troisième type de régulation publique du système financier existe déjà. En 2022, la Banque centrale européenne (ECB) a adopté deux mesures qui entament sérieusement le pouvoir de régulation des agences de notation. D'une part, sa propre politique d'achats de titres financiers, historiquement liées aux notations des agences⁷, intègre un critère de nature climatique : « *the share of assets on the Eurosystem's balance sheet issued by companies with a better climate performance will be increased compared to that by companies with a poorer climate performance* », et ce peu importe la notation de crédit des obligations concernées. Étant donné l'importance des actifs détenus par l'Eurosystème (7951 milliards

⁶ Difficile, par exemple, d'envisager sérieusement une concurrence publique au Terminal Bloomberg.

⁷ Par exemple, le corporate sector purchase program (CSPP) de 2016 consista à acheter pour 324 milliards d'euros des titres that « have a minimum first-best credit assessment of at least credit quality step 3 (rating of BBB- or equivalent) obtained from an external credit assessment institution ».

d'euros au 31 décembre 2022), cette décision a d'importantes répercussions sur le pouvoir des notations de crédit. D'autre part, sa politique de prêts aux banques commerciales intègre également un critère climatique, aux dépens directs du pouvoir des notations de crédit. Pour obtenir un crédit, les banques commerciales mettent en gage à l'ECB un titre financier qui doit répondre à certains critères ; ces critères sont historiquement liés aux notations de crédit (d'une façon semblable à l'exemple de la note 7), mais sont désormais également climatiques :

The Eurosystem will limit the share of assets issued by entities with a high carbon footprint that can be pledged as collateral by individual counterparties when borrowing from the Eurosystem [- et ce, *peu importe* la notation de crédit des obligations concernées] (ECB, 2022).

À nouveau, l'apparente technicité de cette régulation publique ne doit pas nous faire penser à une mesure nichée : les banques commerciales empruntent des sommes très importantes à l'ECB (1324 milliards d'euros au 31 décembre 2022) et déterminent donc leurs propres décisions d'achats et ventes de titres en fonction de leur éligibilité à l'ECB. D'ailleurs, cette mesure a finalement semblé trop ambitieuse à certains membres du comité de direction qui sont parvenus à l'amoindrir, au grand dam des organisations environnementales (Dafermos et al., 2023). Il demeure que cet exemple démontre que l'autorité publique est en mesure de « passer outre » la régulation privée, même lorsqu'il s'agit de propriétaires de supports de décision aussi centraux que les agences de notation. Le tableau ci-dessous résume les trois stratégies d'intervention des régulateurs publics dans un environnement financier déjà peuplé par les régulateurs privés. La dernière colonne reprend l'impact espéré par les régulateurs publics de ces trois types d'intervention sur l'orientation des flux de capitaux sur les marchés financiers.

Interaction régulation publique/privée	Exemples européens	Réorientation des flux de capitaux
Encadrement public de la régulation privée	✓ Normes de transparence imposées aux « benchmarks administrators » (EU BMR) ✓ Balisage méthodologique des indices verts	Nulle – très faible
Concurrence entre régulation publique et privée	✓ Standard pour green bonds	Très faible - faible
Contournement de la régulation privée	✓ Critère climatique de la politique monétaire	Très faible - moyen

On constate ainsi que cet impact sur les flux est généralement limité, les régulateurs publics européens étant soucieux de respecter le principe de « neutralité de marché » (van 't Klooster & Fontan, 2020). Si la régulation privée est caractérisée par une passivité clientéliste

et la régulation publique par cette prudence, la situation actuelle ouvre-t-elle la voie à la transformation économique appelée par le dernier rapport du GIEC (IPCC, 2022) ? Pour conclure en avançant une piste de réponse à cette question très large, nous proposons de nous appuyer sur une typologie récemment proposée par deux auteurs de référence du courant « critical macrofinance », Daniela Gabor et Benjamin Braun (2023). Ils envisagent quatre modalités d'insertion de l'État dans l'environnement macroéconomique contemporain. La première est la « *carbon shock therapy* » : elle n'implique aucune intervention proactive et se contente de réagir, par un durcissement des politiques fiscales et monétaires, aux restructurations qu'imposeront les manifestations du dérèglement climatique. Elle n'a pas les faveurs des auteurs car ses effets annoncés sont chaotiques et injustes.

La deuxième modalité d'insertion est celle du « *weak derisking state* » : l'objectif est d'orienter le capital privé vers certains secteurs économiques plus durables en prenant en charge une partie du risque. Autrement dit, l'État comble le gap en termes de rendements ajustés au risque qui sépare les investissements gris et verts afin de permettre le financement des seconds. Lorsqu'elles sont motivées par des considérations écologiques, les trois interactions entre régulations publiques et privées que nous avons envisagées s'insèrent dans cette logique d'action : elles visent à rassurer les investisseurs privés en assurant la transparence des informations vertes ou en soutenant la valeur des titres verts (e.g. par des achats de l'ECB). Gabor et Braun estiment toutefois que l'intégration de critères climatiques dans la politique monétaire ouvre la voie à une intervention plus dirigiste de l'État qui a effrayé les banquiers centraux européens :

Away from the world of market neutrality where bond purchases were dictated by relative market shares and bond collateral haircuts by private credit ratings, central banks have to engage with corporate behaviour and carbon footprints at the company-level [...]. Central banks as climate policymakers morph into *quasi-central planners*, which conflicts with the independence premise underpinning the inflation targeting regime. This explains why both the Bank of England and the European Central Bank developed, and then quickly abandoned, tilting strategies [...]. The politics of inflation targeting pushes central banks away from the central planning demands of climate policy-making into weak derisking (Ibid: 19).

Selon ces auteurs, ces deux premières modalités d'insertion de l'État sont trop frileuses par rapport aux recommandations du GIEC. Ils plaident donc pour deux alternatives qui débordent du cadre des marchés financiers et en démontrent ainsi l'étroitesse. La troisième possibilité est celle du « *robust derisking state* » : plutôt que de rassurer les participants au marché financier, elle vise à garantir la rentabilité de certains investissements directement dans

le tissu industriel. Cette action se traduit donc par des crédits d'impôts ou des prêts à taux préférentiels accordés à des industriels pour développer des secteurs porteurs de la transition comme les cleantech. L'État ne se substitue pas au capital privé, mais contourne les marchés financiers pour intervenir directement auprès des acteurs industriels. Enfin, la quatrième modalité est celle du « *Big green state* » : l'État se substitue au capital privé et planifie la transformation des activités économiques (par des investissements ciblés et, surtout, des désinvestissements). Si le « *robust derisking state* » marque la sortie des marchés financiers, le « *Big green state* » se caractérise par une sortie des marchés, substitués par des logiques planificatrices.

Ces deux dernières modalités débordent donc du cadre de cette communication qui est celui des marchés financiers. Elles sont toutefois importantes à évoquer dans cette conclusion pour deux raisons. D'une part, elles nous rappellent que les marchés financiers constituent une modalité de financement de l'économie qui est dispensable et qui mérite donc d'être fréquemment réévaluée dans ce qu'elle permet (globalisation de l'épargne, mise en compétition des demandeurs de capitaux...) et ce qu'elle ne permet pas (définition centralisée d'une trajectoire d'investissement et de désinvestissement). D'autre part, en nous forçant à « sortir » du cadre des marchés financiers, elles nous invitent à adopter un point de vue extérieur aux marchés et à éviter ainsi de cantonner cette discussion finale à une critique interne de la régulation financière. Plus, face aux perspectives peu réjouissantes d'une régulation privée à reculons et d'une régulation publique frileuse, elles constituent des alternatives davantage susceptibles de nous rapprocher de la voie préconisée par les scientifiques du climat.

Références

- Alloway, T., Burger, D., & Evans, R. (2017). Index providers rule the world—for now, at least. *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-27/index-providers-rule-the-world-for-now-at-least>.
- Armour, J., Awrey, D., Davies, P. L., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C. P., & Payne, J. (2016). *Principles of Financial Regulation*. Oxford University Press.
- Beaufils, V. (2022). *Bolloré, l'homme qui inquiète*. L'observatoire.
- Binks, A. (2010). Price-reporting agencies provide transparency. *Financial Times*. Retrieved from: <https://www.ft.com/content/193eacfc-9920-11df-9418-00144feab49a>.
- Bird, M. (2019, February 3). How China Pressured MSCI to Add Its Market to Major Benchmark. *Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/how-china-pressured-msci-to-add-its-market-to-major-benchmark-11549195201>
- Braun, B. (2022). Exit, Control, and Politics: Structural Power and Corporate Governance under Asset Manager Capitalism. *Politics & Society*, 50(4), 630–654. <https://doi.org/10.1177/00323292221126262>
- Büthe, T., & Mattli, W. (2011). *The New Global Rulers: The Privatization of Regulation in the World Economy* (Illustrated edition). Princeton University Press.
- Cafaggi, F. (2011). New Foundations of Transnational Private Regulation. *Journal of Law and Society*, 38(1), 20–49. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6478.2011.00533.x>
- Cage, J., Godechot, O., Fize, E., & Porras, M. C. (2017). *Who Owns the Media?* (p. 136) [Report, Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques]. <https://sciencespo.hal.science/hal-03612863>
- Chancel, L., Piketty, T., Saez, E., & Zucman, G. (Eds). *World Inequality Report 2022*. World Inequality Lab.
- Dafermos, Y., Gabor, D., Nikolaidi, M., Gogolewski, J., & Vargas, M. (2023). *Broken promises: the ECB's widening Paris gap*. Joint report by SOAS University of London, University of Greenwich, University of the West of England and Greenpeace.
- Djelic, M.-L., & Quack, S. (2018). Globalization and Business Regulation. *Annual Review of Sociology*, 44(1), 123–143. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-060116-053532>
- Doyle, G. (2002). *Media Ownership: The Economics and Politics of Convergence and Concentration in the UK and European Media*. <https://doi.org/10.4135/9781446219942>
- Duterme, T. (2023a). The Semiosis of Stock Market Indices: Taking Charles Sanders Peirce to a Trading Room. *Valuation Studies*, 10(1), Article 1. <https://doi.org/10.3384/VS.2001-5992.2023.10.1.10-31>
- Duterme, T. (2023b). The engineering of stock market indices: Winners and losers. *Journal of Cultural Economy*, 16(1), 17–31. <https://doi.org/10.1080/17530350.2022.2098513>
- Duterme, T. (2023c). Bloomberg and the GameStop saga: The fear of stock market democracy. *Economy and Society*, 0(0), 1–26. <https://doi.org/10.1080/03085147.2023.2189819>
- ECB [European Central Bank] (2003). *Monetary policy tightening and the green transition*. Speech by Isabel Schnabel. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230110~21c89bef1b.en.html>.
- Ehlers, T., & Packer, F. (2017). *Green Bond Finance and Certification* (SSRN Scholarly Paper 3042378). <https://papers.ssrn.com/abstract=3042378>

- Ellerman, A. D., Joskow, P. L., Schmalensee, R., Montero, J.-P., & Bailey, E. M. (2000). *Markets for Clean Air: The U.S. Acid Rain Program*. Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/CBO9780511528576>
- European Commission (2023a). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the transparency and integrity of environmental, social and governance (ESG) rating activities. Retrieved from <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52023PC0314>
- European Commission (2023b). Sustainable Finance: Commission welcomes political agreement on European green bond standard. *Daily News*. Retrieved from https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_23_1301.
- Fecteau, J.-M. (2004). *La liberté du pauvre. Sur la régulation du crime et de la pauvreté au XIXe siècle québécois*. VLB Editeur.
- Fichtner, J., Jaspert, R., & Petry, J. (2023). Mind the ESG capital allocation gap: The role of index providers, standard-setting, and “green” indices for the creation of sustainability impact. *Regulation & Governance*, n/a(n/a). <https://doi.org/10.1111/rego.12530>
- Financité (2021). *Rapport sur la qualité du marché de l’investissement socialement responsable en Belgique 2021*. Étude Financité.
- Goodhart, C., Hartmann, P., Llewellyn, D. T., Rojas-Suarez, L., & Weisbrod, S. (2013). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* Routledge.
- Green macrofinancial regimes. (n.d.). Retrieved 3 January 2024, from https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=fr&user=VyMN6UkAAAAJ&sortBy=pubdate&citation_for_view=VyMN6UkAAAAJ:xtoqd-5pKcoC
- Grossman, G., Margalit, Y., & Mitts, T. (2022). How the Ultrarich Use Media Ownership as a Political Investment. *The Journal of Politics*, 84(4), 1913–1931. <https://doi.org/10.1086/719415>
- Hirst, S., & Kastiel, K. (2019). *Corporate Governance by Index Exclusion* (SSRN Scholarly Paper 3398578). <https://papers.ssrn.com/abstract=3398578>
- IEA [International Energy Agency], IEF [International Energy Forum], OPEC [Organization of the Petroleum Exporting Countries], & IOSCO [International Organization of Securities Commissions] (2011). *Oil Price Reporting Agencies*. Report to G20 Finance Ministers.
- IPCC [Intergovernmental Panel on Climate Change] (2022). *Climate Change 2022, Mitigation of Climate Change*. Summary for Policymakers.
- Jahnke, P. (2019). *Holders of Last Resort: The Role of Index Funds and Index Providers in Divestment and Climate Change* (SSRN Scholarly Paper 3314906). <https://doi.org/10.2139/ssrn.3314906>
- Loquin, E. (2020). Approche théorique de la prévention de l’environnement par sa marchandisation. In E. Juen, & A. Tomadini (Eds), *Le droit de l’environnement : 30 ans d’intégration* (pp. 65-82). Institut Francophone pour la Justice et la Démocratie.
- MacKenzie, D. (2006). *An engine, not a camera: How financial models shape markets*. MIT Press.
- Mahoney, P. G., & Robertson, A. Z. (2021). Advisers by Another Name. *Harvard Business Law Review*, 11(2), 311–358.
- McKnight, P. of A. & P. S. D. (2013). *Murdoch’s Politics: How One Man’s Thirst For Wealth and Power Shapes our World*. Pluto Press.
- Morgan, G. (2008). Market formation and governance in international financial markets: The case of OTC derivatives¹. *Human Relations*, 61(5), 637–660.
<https://doi.org/10.1177/0018726708091766>

- Mullard, M. (2012). The Credit Rating Agencies and Their Contribution to the Financial Crisis. *The Political Quarterly*, 83(1), 77–95. <https://doi.org/10.1111/j.1467-923X.2012.02268.x>
- Noam, E. (2009). *Media Ownership and Concentration in America*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780195188523.001.0001>
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob.
- Penalva Icher, É. (2009). Construire une qualité pour le « socialement responsable » ? *Revue Française de Socio-Économie*, 4(2), 59–81. <https://doi.org/10.3917/rfse.004.0059>
- Petry, J., Fichtner, J., & Heemskerk, E. (2021). Steering capital: The growing private authority of index providers in the age of passive asset management. *Review of International Political Economy*, 28(1), 152–176. <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1699147>
- Pistor, K. (2019). *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*. Princeton University Press.
- Robertson, A. Z. (2019). Passive in Name Only: Delegated Management and “Index” Investing. *Yale Journal on Regulation*. <https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8294>
- van 't Klooster, J., & Fontan, C. (2020). The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases. *New Political Economy*, 25(6), 865–879.
- van 't Klooster, J., & Fontan, C. (2020). The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases. *New Political Economy*, 25(6), 865–879. <https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1657077>
- Weinland, D. (2019, November 27). *MSCI pressures Chinese regulators over market access reforms*. <https://www.ft.com/content/48bbbb9e-10d2-11ea-a7e6-62bf4f9e548a>
- White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226. <https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211>