

Partie 1

La régulation financière dans le monde

La mondialisation, qui s'appuie sur la généralisation et la valorisation du principe de concurrence, implique autant la globalisation de l'économie que la globalisation des marchés financiers. Elle a conduit depuis quelques années aux initiatives les plus diverses pour imposer une régulation dans l'intérêt général. Dès lors, la compréhension et la mise en perspective des grands mécanismes d'organisation, de fonctionnement et de régulation des marchés français supposent l'examen préalable des débats et des choix financiers opérés par la société internationale, la Communauté européenne et quelques États comparables à la France. Au XXI^e siècle, les institutions internationales et européennes ne cessent de multiplier les initiatives afin d'essayer d'apporter des réponses à la globalisation financière par des réglementations spécifiques et des instances appropriées. C'est dire à quel point toute réflexion sur la régulation des marchés doit absolument tenir compte de la complexité du contexte international (chapitre 1), des initiatives européennes (chapitre 2) et de la concurrence persistante entre les modèles nationaux de régulation (chapitre 3).

Chapitre 1

La régulation internationale

Avec la fin du XX^e siècle, puis la crise financière de l'automne 2008 et ses prolongements, la globalisation et l'instabilité endémique des marchés financiers ont favorisé la prise de conscience de la dimension planétaire de la régulation qu'il convient d'édifier. La société internationale a recherché avec davantage de conviction des solutions, directes ou indirectes. Elles passent par des normes financières internationales, mais aussi l'action quotidienne d'organisations intergouvernementales ou de diverses instances publiques ou privées. Une normalisation comptable est également en train de s'imposer afin que soient élaborés et respectés des standards internationaux destinés à renforcer la confiance envers les chiffres présentés par les entreprises, facteur essentiel du bon fonctionnement des marchés. Autrement dit, l'instabilité des marchés (I) incite à la coopération financière (II) et à la normalisation comptable (III).

I. L'instabilité des marchés

Avant que n'éclate la crise financière de 2008, les transformations de l'économie financière étaient déjà évidentes, sans qu'un regard suffisamment attentif soit porté à leurs conséquences.

A. La transformation de l'économie financière

L'ingénierie financière a commencé à subir des évolutions considérables dès les années 1970. Alors que le marché financier en pleine expansion ne parvenait pas à participer efficacement au financement de l'économie, les restructurations sectorielles se multipliaient, et la méfiance envers la finance ne cessait pas de s'étendre.

1. Le financement des entreprises

Avant 1970, les banques finançaient encore très largement l'économie. Le crédit bancaire pouvait représenter jusqu'à 80 % des financements externes (autofinancement exclu) accordés aux ménages et aux entreprises. Son faible coût – lié à un fort taux d'inflation – était un puissant encouragement à l'endettement pour réaliser les investissements. Les marchés financiers restaient une source marginale de financement. Mais, on a assisté à un net recul des crédits bancaires aux entreprises occidentales à partir des années 1980 : s'ils représentaient encore 35 % de leur financement au début de cette période, ils ont chuté à moins de 3 % dix ans plus tard. Cette évolution a été compensée par un recours intensif à l'émission de titres sur les marchés financiers, favorisée par la réduction sensible de l'inflation qui augmentait le coût réel des emprunts. Ce processus a été encouragé par la libéralisation des mouvements de capitaux, la déréglementation progressive de marchés ouverts désormais à des intervenants de plus en plus hétérogènes et nombreux, la diversification des opérations financières. La politique des marchés financiers est devenue le fer de lance de l'activité économique.

Avec les crises successives asiatique (1997), russe (1998) ou de la *Net economy* (2000), les marchés financiers révèlent de plus en plus leurs difficultés. Un grand nombre de sociétés faiblement capitalisées y accède difficilement, la plupart des secteurs économiques sont perturbés – notamment ceux des nouvelles technologies ou de la communication –, la baisse des taux d'intérêt par les banques centrales a peu d'effets favorables sur l'économie. En 2004, les sociétés européennes distribuent à leurs actionnaires près de 120 milliards d'euros de plus que le capital qu'elles ont obtenu sur les marchés financiers.

2. Les restructurations sectorielles

Les banques et les assurances connaissent une profonde mutation de leurs activités et s'ouvrent à des perspectives de développement transfrontalier et de concentration (Allianz-AGF, Axa-UAP). De plus en plus d'entreprises financières opèrent sur un marché global qui comprend des opérations bancaires, des interventions sur les marchés de titres et l'exercice des métiers de l'assurance. La monnaie unique européenne élimine le risque de change dans les portefeuilles de titres

cotés de la zone euro. Autant de facteurs qui ne peuvent qu'encourager à la globalisation et l'intégration des marchés.

Pour tenter de rivaliser avec les États-Unis, qui représentent plus de la moitié de la capitalisation mondiale, on assiste à une internationalisation des grandes places boursières de la planète. Elle est encouragée par la restructuration des techniques de traitement et de diffusion des données. Les marchés boursiers réglementés sont désormais gérés par des entreprises de droit commun, parfois cotées en bourse. L'ingénierie financière leur permet d'émettre des instruments d'appel à l'épargne qui bouleversent les cadres juridiques et techniques traditionnels. Les standards comptables et les instruments classiques de l'analyse du risque sont remis en cause. Les plateformes régionales se développent en Europe, en Amérique du Nord, en Amérique latine et en Asie du Sud-Est. Les places boursières passent entre elles des alliances pour créer des synergies, améliorer leur positionnement qualitatif et tarifaire afin d'offrir aux investisseurs une liquidité accrue tout en réduisant les coûts de transaction. Euronext a été la première plateforme boursière créée en Europe : elle est née de la fusion des bourses d'actions et de produits dérivés d'Amsterdam, Bruxelles, Paris, Lisbonne et de la bourse anglaise de produits dérivés (LIFFE) en 2000-2002, avant de fusionner avec le *New York Stock Exchange* (NYSE) en 2007. De surcroît, les grandes places financières américaines et européennes multiplient ces dernières années les prises de participation et les partenariats avec leurs homologues des pays émergents, notamment le *National Stock of India*, le *Korean Stock Exchange* ou les bourses de Bombay ou Shanghai.

3. La méfiance envers les marchés

Le mimétisme entre les opérateurs, la réaction excessive aux informations et la pratique des anticipations encouragent la volatilité et la variation brusque des cours boursiers. La prévalence est désormais accordée aux résultats financiers à court terme, au détriment des perspectives économiques à long terme des entreprises. La multiplication des scandales financiers crée également des doutes sur la qualité de l'information financière et comptable. Les fausses informations, les manipulations frauduleuses, les pratiques condamnables au regard de l'intérêt des épargnants ou des conflits d'intérêts deviennent monnaie courante.

Le CAC 40, principal indice boursier du marché français, a connu une forte croissance entre 1997 et 2000. En moins de quatre ans, sa valeur a été multipliée par trois. Il a atteint son record historique le 4 septembre 2000 (6 922 points). Mais il avait déjà perdu plus de 60 % de sa valeur en mars 2003, revenant à son niveau de 1997 (moins de 3 000 points). Ensuite, une remontée sensible des indices boursiers s'est installée ; le CAC 40 a atteint à nouveau la barre des 4 000 points en février 2005, puis a dépassé le seuil des 6 000 points en mai 2007 grâce à une certaine relance de l'activité économique mondiale. La crise financière de 2008 l'a fragilisé à nouveau ; en juin 2012, après la perte par la France de sa notation « triple A » par l'une des trois grandes agences mondiales de notation (*Standard & Poor's*) en janvier, il dépassait à peine les 3 000 points. Si cette instabilité boursière a accéléré la restructuration de l'économie française, elle a aussi contribué à pérenniser un climat financier perturbé par de grands scandales financiers.

Enron, septième entreprise américaine, numéro un mondial du négoce de l'énergie, a déposé son bilan en décembre 2001 après l'annonce d'un détournement de fonds de plus de 100 milliards de dollars, alors qu'elle présentait 67 milliards de dollars de capitalisation boursière, un chiffre d'affaires triplé et un cours de bourse multiplié par dix entre 1998 et 2000. Cette faillite a entraîné une forte perte de confiance du capitalisme populaire américain. Le dévoiement des règles comptables par quelques dirigeants avait permis d'afficher des bénéfices artificiels pour rassurer les marchés financiers ; cette manipulation du cours des actions valorisait les *stock-options* dont ils étaient titulaires, qui sont des droits attribués au personnel d'encadrement lui permettant d'obtenir à des conditions spécifiques des titres de l'entreprise. L'insuffisance professionnelle du cabinet d'audit Arthur Andersen et les conflits d'intérêt des analystes financiers ou des intermédiaires avaient facilité la dissimulation de centaines de millions de dollars de dettes et permis d'échapper à l'impôt sur les sociétés. L'affaire Enron n'a pas été isolée : Dynegy, Tyco, WorldCom et Xerox ont été également accusés d'avoir manipulé leurs comptes, mettant en évidence les défaillances des systèmes d'audit. En 2003, un trou financier de 10 milliards d'euros fut découvert dans les comptes de la société de

produits laitiers italienne Parmalat. Son patron dut démissionner, puis fut arrêté le 27 décembre. L'entreprise perdit en un mois 66 % de sa valeur boursière. Le 12 décembre 2008, Bernard Madoff est arrêté et mis en examen pour une escroquerie évaluée ensuite à plus de 65 milliards de dollars : il avait constitué un fonds d'investissement spéculatif géré avec discrétion par une société parallèle qui empêcha le régulateur financier américain (*Securities and Exchange Commission* – SEC) d'en appréhender l'ampleur. Par un effet de cavalerie – qui consiste à verser des intérêts aux premiers investisseurs avec les capitaux apportés par les derniers entrés –, il avait fait tellement prospérer le fonds qu'il ne pu faire face aux demandes de retrait quand le scandale éclata.

Les premières règles de gouvernement d'entreprise (*corporate governance*) ont pourtant été formalisées aux États-Unis, et reprises en Grande-Bretagne, avant d'être développées en Europe continentale dès la fin des années 1990. Elles tendent à réduire l'autorité des managers sur les conseils d'administration, à les responsabiliser devant les actionnaires, à leur imposer des obligations de loyauté (*duty of loyalty*) et de diligence (*duty of care*) sous la menace de sanctions civiles et pénales. Il est désormais réclamé davantage de transparence et d'information des actionnaires sur toutes les décisions importantes de la société, particulièrement en matière de rémunérations. Dès 2003, le Conseil économique et social français a pris partie pour un modèle de gouvernance des entreprises, dit de *stakeholder*, qui doit associer les différents acteurs de la vie des entreprises afin d'améliorer le fonctionnement des conseils d'administration, généraliser les comités d'audit, redéfinir les relations entre les administrateurs indépendants et les salariés (rapport Moussy du 15 janvier 2003). Il appelle à la réforme du fonctionnement des assemblées générales d'actionnaires et des conseils d'administration, à systématiser les comités d'audit et de rémunérations, à assurer la présence efficace d'administrateurs indépendants et de représentants des salariés.

B. La crise financière de 2008 et ses prolongements

À la suite de la suspension de la convertibilité du dollar en or par le président Nixon en 1968, on assiste déjà à une forte expansion des flux internationaux de capitaux. Dès les années 1980, l'heure est résolument

à la dérégulation financière, à la libéralisation. Cette évolution, qui se manifeste d'abord dans les pays industrialisés, s'applique progressivement aux pays émergents au cours des années 1990. En 1998, la faillite du fonds spéculatif (*hedge fund*) américain LTCM à la suite des crises asiatique et russe révèle pourtant déjà qu'un dysfonctionnement de la régulation financière dans un pays peut avoir des conséquences sur de nombreux intermédiaires financiers dans le reste du monde. Cet effet de contagion sera bien plus manifeste à la fin des années 2000.

1. La crise financière américaine

La crise a débuté aux États-Unis avec le crash des prêts immobiliers à risque (*subprimes*). Très libérales dans l'attribution de ces prêts, les banques estimaient que si l'emprunteur ne remboursait plus, elles pourraient récupérer sa maison et la revendre aisément à un bon prix. Mais, lorsque la bulle immobilière spéculative éclate en 2007 (chute de la valeur des biens immobiliers), et qu'une partie des propriétaires emprunteurs est dans l'incapacité de rembourser les prêts, les établissements de crédit se retrouvent avec des biens à la valeur fortement réduite. Deux géants du crédit hypothécaire (Freddie Mac et Fannie Mae) sont même placés sous la tutelle du Gouvernement, mais le Trésor américain refuse de voler au secours de la banque Lehman Brothers qui fait finalement faillite en septembre 2008. La seconde phase de la crise financière commence lorsqu'une série d'établissements financiers entrent en cessation de paiements en cascade. Si quelques-uns sont néanmoins sauvés *in extremis* par la Réserve fédérale américaine (Assureur AIG) ou achetés par des concurrents en meilleure situation (Bear Stearns repris par JPMorgan Chase avec le soutien de la FED), nombre d'entre eux n'évitent pas la mise en liquidation.

2. La crise financière mondiale

Dès 2008, les banques occidentales sont confrontées à des difficultés considérables en terme de liquidité, de solvabilité et de crédit aux entreprises. Après la chute des cours des marchés boursiers, de nombreuses institutions financières perdent des sommes considérables avec les *subprimes* et se trouvent au bord de la faillite. Le secteur des assurances est également touché. La récession commence rapidement à toucher l'ensemble de la planète. Les États sont confrontés à un paradoxe : alors

que l'interconnexion des marchés et l'internationalisation des flux de capitaux ne cessent de progresser, les systèmes de régulation financière restent surtout de nature nationale, particulièrement démunis face à une perturbation financière systémique mondiale. Le Fonds monétaire international (FMI) n'est guère en mesure non plus de coordonner les interventions des autorités politiques monétaires. Les finances publiques des États occidentaux sont lourdement sollicitées pour tenter de résoudre la crise ; les pays dits émergents sont néanmoins plus modérément touchés car leurs institutions sont moins engagées dans les dérives spéculatives. Les établissements occidentaux en difficulté sont parfois tirés d'affaire par des plans de sauvetage d'urgence à l'initiative des États, des banques centrales ou de la Banque centrale européenne dans la zone euro : la Northern Rock britannique, spécialisée dans l'immobilier est nationalisée ; la Dresdner Bank (Allemagne) est vendue par l'assureur Allianz à son compatriote CommerzBank.

Les gouvernements franchissent un pas significatif à partir de 2009 : le G20 devient un organe politique d'impulsion et de coordination afin de tenter de répondre globalement à la crise, de se prémunir contre sa récurrence. Le Forum de la stabilité financière (créé en 1999) devient – significativement – le Conseil de la stabilité financière et assure désormais une coordination à un niveau plus technique. La Banque mondiale et le FMI – qui voient leurs prérogatives élargies – sont appelés à participer activement à l'évaluation des secteurs financiers de leurs États membres. Mais, dès 2012, c'est l'afflux de liquidités qui commence à faire craindre l'éclatement de nouvelles bulles spéculatives dans l'immobilier chinois, les plateformes boursières, les emprunts d'État, voire certaines matières premières (notamment les métaux).

II. La coopération financière

En l'absence d'une autorité mondiale de régulation financière intégrée, divers organismes ne sont pas sans effets régulateurs, directs ou indirects. Si certains ne possèdent pas le statut formalisé d'organisation internationale, tous tentent cependant de contribuer à l'essor d'une réglementation financière internationale susceptible d'aider à construire une régulation planétaire.