

PRÉSENTATION

PAR YVES ULLMO*

Au-delà du rappel du rôle de la finance dans le fonctionnement et le développement de l'économie réelle, les auteurs s'accordent sur les dysfonctionnements de la finance moderne et les pistes à tracer pour une meilleure régulation des acteurs et des pratiques. Parmi eux, certains se posent des questions plus fondamentales sur l'aptitude des marchés à rendre compte de l'économie réelle et sur les conséquences à en tirer sur la valorisation des entreprises et des économies, ainsi que sur les modalités d'appréciation du bien-être de la société.

L'UTILITÉ DE LA FINANCE

L'utilité de la finance fait l'objet de deux articles, celui à portée générale de *Pierre-Noël Giraud* («L'utilité contestée de la finance») sur les diffé-

rentes fonctions de la finance et leurs limites, celui d'*André Orléan* centré sur le rôle du marché boursier («La Bourse est-elle au service de la production ?»). On reviendra plus loin sur les critiques que ces deux auteurs adressent au fonctionnement des marchés. *Pierre-Noël Giraud* rappelle que les deux fonctions principales de la finance sont de rassembler l'épargne dispersée pour l'affecter à des projets d'investissement caractérisés par des couples rentabilité/risque très divers, et d'organiser un marché d'échanges des risques ainsi inhérents aux activités productives. La démarche d'*André Orléan* procède d'une analyse analogue : les Bourses de valeur ont pour mission d'assurer le financement de l'économie par l'appel public à l'épargne et la négociation des titres de propriété et de dettes. Leur fonctionnement repose sur l'évaluation financière. Leur apport spécifique est la liquidité¹.

* Conseiller-maître honoraire à la Cour des comptes.

LES DYSFONCTIONNEMENTS DE LA FINANCE

Trois textes, dont il est difficile de rendre compte séparément, ceux de *Claude Bébéar* (« Pour une finance responsable »), de *John Plender* (« La crise de légitimité de la finance ») et de *Paul Volcker* (« Y a-t-il une vérité comptable ? Les leçons de l'année 2002 »)² abordent à la fois les différents aspects de ces dysfonctionnements et les chantiers à ouvrir pour y remédier :

- interaction du fonctionnement des marchés et de la réglementation prudentielle des banques et assurances, standardisation des modes de gestion et d'investissement (gestion indicielle), spéculation des *hedges funds*, ceci conduisant à une mauvaise allocation du capital, en particulier entre les États-Unis et les pays émergents ;
- modes de gestion des entreprises : problèmes généraux de leur gouvernance³, rôle des administrateurs indépendants, rôle des investisseurs institutionnels, rémunérations des dirigeants et conséquences des *stock options* ;
- accumulation et délocalisation des risques, en particulier par le mauvais usage des produits dérivés ;
- conflits d'intérêts, en particulier dans l'audit et les banques d'investissement (rôle des analystes).

Allant plus loin, *John Plender* se demande si, suite au rôle croissant des actifs immatériels au regard des actifs physiques, nous ne sommes pas dans une transition entre un capitalisme de *shareholders* et un capitalisme de *stakeholders*, où la valeur nette repose de plus en plus sur le capital humain et social des entreprises.

Tous les auteurs mettent l'accent sur l'éthique, et la notion de conflit d'intérêts, explicite ou implicite, est sous-jacente à leurs analyses. Cette notion est approfondie dans l'article de *Paul H. Dembinski* (« Conflits d'intérêts : le déni de l'éthique »). Pour lui, « elle se réfère aux situations où un même acteur (personne ou entreprise) est tiraillé entre deux loyautés : la loyauté à sa mission ou fonction, et la loyauté à son intérêt pécuniaire propre. À y regarder de plus près, il s'agit davantage d'un conflit de motivations (une matérielle, l'autre non) que d'un conflit d'intérêts, si l'on prend ce terme au sens propre, c'est-à-dire strictement pécuniaire ». L'appel à l'éthique témoigne des « limites du projet du marché ». L'erreur systématique du « tout-à-l'économique » consiste à traiter le dilemme éthique à coup de sanctions légales et de récompenses pécuniaires. Sanctions et mutations adaptées sont nécessaires. Mais l'éthique doit être traitée en tant que telle.

DES PROGRÈS DANS LA RÉGULATION

L'article de *Philippe Auberger* (« La loi sur la sécurité financière : un progrès pour la démocratie ? ») fait le point des premières réponses apportées en France par la loi sur la sécurité financière : création de l'Autorité des marchés financiers (AMF), introduction des analystes financiers et des agences de notation dans son champ d'intervention, renforcement de la régulation du métier d'audit, réglementation de l'activité de démarchage et création d'un

statut de conseiller en investissements financiers, renforcement de la transparence de la gouvernance des sociétés cotées. Soulignant diverses lacunes, tout particulièrement en matière de gouvernance, *Philippe Auberger* considère que cette loi ne constitue qu'une étape, tout en regrettant un recours excessif à la réglementation, au détriment de la définition de bonnes pratiques et de l'autocontrôle pour les acteurs économiques eux-mêmes.

Le texte de *Pierre-Henri Leroy* (« Split banking ! ») est une illustration supplémentaire des problèmes résultant des conflits d'intérêts. Pour lui, les marchés financiers sont contrôlés par les agents des émetteurs, c'est-à-dire par le *sell side* qui caractérise la banque d'investissement. La cohabitation dans la banque universelle de la banque d'affaires et de la banque traditionnelle (crédits aux petites entreprises, gestion d'actifs, c'est-à-dire *buy side*) se fait au détriment de ces dernières activités. Il propose donc de revenir au Glass Steagall Act, c'est-à-dire, en ce qui nous concerne, de dissocier légalement les métiers financiers d'essence différente : crédits, dépôts et transferts, d'une part, gestion collective et assurance, d'autre part, et enfin banques d'affaires, courtage.

Enfin, le texte de *Christian de Boissieu* (« Bâle II en dix points ») fait un bilan provisoire du grand chantier de la régulation. Le passage du ratio Cooke à Bâle II est celui du capital réglementaire au capital économique, c'est-à-dire aux composantes des stratégies d'allocation des fonds propres des banques. *Christian de Boissieu* en montre la nouveauté : utilisation des modèles internes, en particulier pour le

risque de crédit, « création » du risque opérationnel. Il soulève divers problèmes non encore résolus : le financement du capital-risque et des PME sur le plan microéconomique ; le risque accru de procyclicité sur le plan macroéconomique ; le non traitement des spécificités des banques des pays émergents... Au total (c'est, en tout cas, mon opinion), Bâle II va se traduire par une réglementation accrue, plus contraignante et plus détaillée. Ce n'est pas ce qui était visé au départ.

LES MARCHÉS REFLÈTENT-ILS LA VRAIE VALEUR DE L'ÉCONOMIE RÉELLE ?

On retrouve là *Pierre-Noël Giraud* et *André Orléan*, qui montrent comment le fonctionnement des marchés peut affecter la mise en œuvre de leurs missions.

On peut partir de l'analyse microéconomique de ce fonctionnement présentée par *Jean-François Lepetit* dans son article intitulé « Volatilité et comportement des acteurs des marchés financiers : quels enjeux pour le régulateur ? », et issue d'un groupe de travail de place sur les causes de la volatilité du marché des actions. Gestion passive qui réplique la performance d'un indice, succès de la gestion alternative (même si, *in fine*, elle joue très probablement un rôle stabilisateur) vers laquelle tendent de plus en plus les professionnels de la gestion traditionnelle et des banques d'investissement : le bilan final de ces développements sur la volatilité reste à établir, mais ils

appellent, en tout état de cause, une connaissance et une analyse plus approfondie de la part des régulateurs, et peut-être de nouvelles règles du jeu.

Sur un plan plus conceptuel, pour *Pierre-Noël Giraud*, la caractéristique fondamentale de la finance (de marché) est qu'elle donne un prix à l'avenir, alors que l'économie réelle donne un prix au présent, lui-même issu du passé. Elle évalue des promesses et en fait commerce. Pour ce faire, *Pierre-Noël Giraud* comme *André Orléan* soulignent que l'évaluation à laquelle il est procédé nécessite la confection d'un consensus, « par une polarisation, largement mimétique, des visions de l'avenir sur une vision dominante », à partir d'anticipations et de croyances *a priori* hétérogènes. Les conjectures ainsi formées ont un caractère « auto-référentiel ». Mais les auteurs soulignent leur fragilité. *André Orléan* explicite le paradoxe de la liquidité : la liquidité ne correspond qu'à une réalité locale : le vendeur trouve un acheteur. Mais il n'y a pas de liquidité au niveau global de la communauté tout entière des propriétaires, la quantité de titres restant constante. Quand tout le monde est d'accord sur une évolution positive ou négative, la liquidité n'est en fait assurée que par des mouvements globaux de hausse (bulles) ou de baisse (krachs). D'où les réactions violentes à des informations nouvelles et irresponsables qui contredisent la vision consensuelle. *Pierre-Noël Giraud* marque aussi l'inévitabilité des krachs, en raison de l'asymétrie de la politique monétaire à l'égard de l'évolution du prix des actifs financiers : un système de pure monnaie de crédit finance des droits en excès sur ce que sera la richesse future.

On refuse de restreindre la création monétaire quand les prix des actifs s'évoluent ; par contre, on ouvre les vannes du crédit quand les cours s'effondrent. Mais les krachs ont eu le temps d'engendrer de sévères récessions.

Sur un plan plus technique, *Christophe Boucher* et *Dominique Plihon*, dans l'article intitulé « Les marchés financiers sont-ils efficaces ? », partent de l'énigme de la volatilité excessive selon laquelle la volatilité des cours est beaucoup trop forte pour pouvoir être expliquée par les seules variations des dividendes anticipés actualisés, c'est-à-dire « la valeur fondamentale », même s'il existe une force de rappel, d'ailleurs extrêmement lente. L'explication de cette divergence durable a été recherchée par une théorie dite des « bulles spéculatives » ou rationnelles, où l'on retrouve les anticipations autoréalisatrices du consensus de marché. Les études faites dans le cadre de l'économie expérimentale confirment ces analyses au niveau non plus du marché tout entier, mais à celui d'un actif particulier.

DE LA COMPTABILITÉ D'ENTREPRISE AUX INDICATEURS SOCIAUX

Est-il donc possible de se fonder uniquement sur les valeurs de marché (ou sur leur simulation par la modélisation de la *fair value*) pour valoriser les résultats et le bilan des entreprises ? Est-il possible de fonder la comptabilité nationale sur la comptabilité d'entreprise⁴ ? Ne faut-il pas dépasser les évaluations marchandes pour avoir

une appréciation non biaisée et plus complète de l'état et des performances de la société ?

L'article de *Jacques Mistral* (« Deux ans après Enron, a-t-on mis fin à la manipulation des comptes ? ») n'aborde pas en tant que tel le passage de la comptabilité traditionnelle à la *fair value*. Mais il analyse comment cette dernière, et tout particulièrement les valeurs de marché des entreprises cotées, a été affectée par la « cupidité » des agents, en particulier du management, sous l'influence de la rémunération par des *stock options* : catalogue des manipulations comptables, trahison des « gardiens » (conseils d'administration, firmes d'audit). Il souligne les incertitudes, voire les contradictions du rapprochement en cours des règles comptables (US-GAAP *versus* IFRS, comptabilité fondée sur des règles *versus* principes) et le problème de la gouvernance même du système comptable⁵. Il marque le souhait d'un *reporting* plus étoffé, non limité à des comptes *stricto sensu*, mais comportant deux autres niveaux : des indicateurs spécifiques à chaque secteur, des données caractéristiques de l'entreprise elle-même (ceci justifiant une place nouvelle pour une intervention des autorités de tutelle).

Jean Saint-Geours dans son article intitulé « Actualité et problèmes de la transparence financière » procède d'une approche différente. Il recense les chantiers où le contenu des normes comptables et leur contrôle effectif doivent être précisés et améliorés : définition du périmètre de l'entreprise, appréciation des risques encourus, évaluation des intangibles, normalisation de la création de valeur. Rejoignant en

cela *Jacques Mistral*, il estime que les états comptables doivent être complétés par des notes aux états financiers, les rapports sur le contrôle interne et des indicateurs de performance.

L'article d'*André Vanoli* (« La comptabilité nationale face à l'évolution des normes comptables internationales ») explore les conséquences de cette évolution sur la confection et la signification même des comptes nationaux en tant qu'expression quantitative de la valeur produite et échangée. Le problème se pose tout particulièrement pour les comptables nationaux français qui sont les seuls à utiliser les sources d'informations que constituent les comptes des entreprises. Mais il est plus général : ici encore, le recours à des valeurs de marché signifie le passage d'une comptabilité retraçant les performances passées de l'appareil productif et des institutions financières à une comptabilité prenant également en compte les valorisations anticipées que constituent les actifs financiers : asymétrie potentielle dans la comptabilisation des dettes, plus généralement nécessité d'un partage plus explicite entre le résultat (de l'activité productive) et la variation de la valeur nette du bilan. La notion économique du revenu définie⁶ comme « le maximum de ce que l'on peut consommer tout en espérant être aussi riche à la fin de la période qu'à son début », voilà ce qui est en cause.

Mais faut-il se confiner aux valeurs marchandes pour apprécier les performances et le bien-être obtenu des sociétés ? L'article de *Bernard Perret* (« Mesurer le développement social pour une institutionnalisation des indicateurs sociaux ») fait un bilan des

réflexions en cours. Le vieux débat de l'utilisation du PNB (et de ses corrections éventuelles) comme mesure du bien-être national est dépassé. L'appréciation des conditions sociales et environnementales des sociétés, l'éva-

luation des politiques (moyens et résultats) qui s'y consacrent ne posent pas seulement des problèmes de mesure de leur efficacité, mais aussi de leur impact distributif. L'expertise doit être encadrée par le politique.

NOTES

1. En cela, le marché financier se distingue fondamentalement de l'intermédiation bancaire et assurantielle. Cette opposition traditionnelle n'est pratiquement pas abordée dans les contributions de ce rapport, peut-être parce que banques et assurances, si elles conservent un noyau d'intermédiation classique, sont de plus en plus immergées dans les marchés pour leurs ressources, leurs emplois, leurs activités d'intermédiation et pour compte propre.
2. L'article de Paul Volcker ne se limite pas à la comptabilité.
3. Cf. le point « L'entreprise responsable » de la sous-partie intitulée « Vers un nouveau modèle d'entreprise ? » en deuxième partie.
4. On ne traite pas ici des autres agents de la comptabilité nationale : ménages, administrations, « extérieur ».
5. Thème également abordé par Paul Volcker.
6. John Hicks, *Value and capital*, 1939.