

PRÉSENTATION

La question de la régulation financière est l'un des thèmes les plus traités par les médias, mais aussi dans la littérature économique. Une courte recherche sur des moteurs de recherche sur Internet ou dans les bibliothèques universitaires vient confirmer l'impression de « trop-plein ». Tout aurait-il déjà été dit sur le sujet ? Ou plutôt rien. Car ce qui frappe à la lecture de ces articles, ouvrages et autres rapports, c'est l'absence de recul sur le phénomène de régulation et le caractère technique ou, à l'inverse, le « creux » que prend immédiatement tout propos en la matière. Comme si l'expertise ou le politique dispensaient d'une réflexion sur le sujet étudié.

L'idée est tout autre ici. Il s'agit d'étudier la question de la régulation financière sous différents angles. Ce qui conduit à faire appel à des profils d'auteurs variés : praticiens de la finance, économistes, régulateurs, avocats ou enseignants, tous apportent une diversité dans leur approche qui permet de traiter le sujet de façon différente.

Il n'en reste pas moins que les questions de principe sur la régulation demeurent.

Tout d'abord, celle à laquelle tout le monde s'essaye et apporte sa pierre à l'édifice commun de la réflexion : comment réguler la finance ? doit-on seulement la réguler ? et selon quels principes ? Une fois la question posée, les réponses divergent selon les sensibilités politiques. Car la question de la régulation est intrinsèquement liée à celle de l'organisation de la société et nécessite des choix dans le rôle affecté à l'État et aux agents économiques. Et si la question de la régulation financière prend une acuité particulière, sans doute est-ce dû aux spécificités des activités financières ; si celles-ci, comme toutes les autres activités, ne sont pas exemptes de crises, elles ont la particularité de se propager très rapidement à l'ensemble des autres activités économiques, ce qui en fait leur spécificité. Sans doute aussi le caractère global de ces activités, plus que toute autre, soulignent les faiblesses d'une approche holistique de la régulation laquelle, par construction, nécessite une autorité dotée d'un pouvoir – propre ou délégué – de produire des normes coercitives et de sanctionner leur violation.

C'est d'ailleurs là la principale faiblesse de toute régulation financière : l'absence d'une instance de régulation et de sanction internationale, contrairement aux activités commerciales avec l'OMC (Organisation mondiale du commerce).

Une fois l'accent mis sur le « comment », on en vient au « quoi » ou, plus précisément, au « que réguler ? ». On retrouve ici les problématiques politiques monétaires et de stabilité financière, la question du prêteur en dernier ressort ou de la finance parallèle, ou encore celle du calibrage des normes prudentielles et de la supervision des institutions systémiques. Toutes ces questions très techniques occultent pourtant l'essentiel, à savoir le « pourquoi ».

À quoi sert la régulation ? Quels buts doit-on assigner à la régulation financière ? Celle-ci doit-elle viser à prévenir les risques de crise ou, au contraire, à traiter ces crises ? C'est ici la question de la « prévisibilité » et celle de la dimension curative de la régulation. Dans une autre dimension du « pourquoi » se pose aussi la question de l'arbitrage entre efficacité économique et stabilité systémique.

À ce jour, les différentes réformes de la régulation de la finance depuis la crise de 2008 sont des échecs, au sens qu'elles ne sont pas parvenues à définir un cadre d'exercice de cette activité afin de limiter les conséquences en cas de crise. Ces échecs manifestent sans doute une « crise de la régulation » (Cazenave *et al.*, 2005) en ce que les modes traditionnels de la régulation (autorégulation *versus* État) ne sont pas adaptés au cas de la finance. La réponse est alors sans doute dans une approche plus disruptive de la régulation, conçue moins comme un cadre, des limites imposées de l'extérieur, que comme une attitude à la foi individuelle et collective, prenant en compte la notion de biens communs comme critère de gouvernance (de Vauplane, 2014).

Rapprocher les marchés financiers des biens communs peut tout d'abord sembler paradoxal dans la mesure où les thuriféraires des biens communs appartiennent plutôt à la mouvance alternative, en tous les cas nettement éloignés d'une économie libérale. En vérité, il n'en est rien : ce sont tout à la fois les concepts de propriété, de gouvernance et de profit qui sont au cœur de la réflexion sur les biens communs et dont on devrait s'inspirer pour proposer une nouvelle régulation de la finance.

Ce qui caractérise les biens communs, c'est l'existence d'une communauté d'intérêts et non uniquement un lieu d'échanges dénué de toute finalité autre que la maximisation des transactions. Les biens communs sont liés à des communautés où les individus communiquent et négocient dans une perspective qui ne se réduit pas à des intérêts immédiats. Il s'ensuit qu'ils font l'objet d'une gouvernance qui n'est imposée ni par le marché, ni par l'État, le souci des biens communs étant de concilier le droit d'usage avec la préservation des ressources. Tel est d'ailleurs l'une des caractéristiques du renouveau de ce concept de bien commun : une gouvernance démocratique éloignée de l'État, plus sous forme d'autogouvernement. Et de voir émerger l'idée formulée par l'économiste américain David Bollier d'une « société de coopération et de partage » (Bollier, 2014), ou celle de l'écologiste indienne Vandana Shiva

d'une « démocratie des biens communs ». Appliquée aux marchés financiers, il s'agit, comme le suggère Laurence Fontaine, de s'interroger sur la manière de faire de ceux-ci « le bien de tous, où s'appliqueraient les lois communes de la justice » (Fontaine, 2014) afin que tout à chacun puisse accéder au marché. Cela doit nous inviter à regarder différemment la gouvernance des Bourses (place plus importante laissée aux utilisateurs), mais aussi celle de la finance mondiale : sortir d'une vision où seuls règnent les experts ; démocratiser leur fonctionnement en intégrant dans les instances internationales – là où s'élaborent les normes – des représentants de la société « civile » ; fixer des règles autres que purement prudentielles en y intégrant une dimension téléologique. Les exemples de la gestion des ressources naturelles invitent à la réflexion en matière financière.

C'est uniquement en combinant attitude personnelle (éthique) et attitude collective (bien commun) que la finance moderne pourra retrouver le chemin de la confiance. Et qu'une régulation moderne pourra prévenir et traiter les risques liés aux prochaines crises financières qui ne manqueront pas de se produire.

Selon *Hubert de Vauplane*, la régulation financière a échoué à remplir son rôle de prévention des crises, tout comme celui de traitement de celles-ci. Cet échec tient à la connivence entre le modèle de régulation et les marchés financiers : l'un comme l'autre répondent aux mêmes fondements idéologiques. La régulation de la finance emprunte aux principes du droit néolibéral dont la crise a révélé les limites. Ceux-ci se caractérisent par la force du formalisme juridique, l'affirmation d'une neutralité de la norme juridique, un utilitarisme de la règle de droit, une prévisibilité de celle-ci et la primauté accordée au contrat. Jusqu'à la crise de 2008, ces principes se déclinaient dans la sphère financière avec la notion d'autorégulation des acteurs et du marché, épigone du principe de l'« ordre spontané du marché », et depuis lors le retour en force du positivisme juridique. Ces principes ne permettent pas une bonne régulation de la finance en ce qu'ils placent l'individu et ses besoins immédiats au cœur du système normatif.

Il convient donc de se tourner vers un autre modèle permettant une nouvelle régulation financière. Ce modèle doit concilier à la fois les principes de l'économie de marché et les besoins de protection que l'État peut apporter. Une (re)lecture de l'économiste allemand Wilhem Röpke et des principes de l'« ordo libéralisme » est à cet égard intéressante. Ce modèle se caractérise par le fait que l'économie n'est pas une fin, l'idée qu'une « harmonie des intérêts » comme mode de régulation conduit à un capitalisme de connivence (*crony capitalism*), qu'il faut aller « au-delà de l'offre et de la demande » pour retrouver l'homme comme finalité de toute économie. Pourquoi ne pas aller encore plus loin et s'inspirer de la notion de bien commun pour la gouvernance des marchés financiers ?

Selon *Marie-Anne Frison-Roche*, le droit prend une place de plus en plus importante dans la régulation bancaire et financière. On s'accorde à dire que le droit est monté en puissance, pour s'en féliciter ou non. Mais de quelle « puissance » s'agit-il ? Il semble que l'on n'ait utilisé le droit que pour

renforcer ses faiblesses... Ainsi, en même temps que le droit est en train d'envahir la régulation bancaire et financière, que les avocats s'installent à demeure dans le bureau proche de ceux des dirigeants, ce droit paraît bien misérable au regard de sa nature profonde, puisque l'on se contente d'accumuler des réglementations et d'asséner des sanctions, dont on ne mesure guère l'effet.

Ainsi, le jeu de l'avenir, que seul les Dieux tiennent entre leurs mains, serait maintenant entre celles des régulateurs et des « réglementateurs », aidés par la foudre qui tombe selon leur volonté sur les opérateurs, car l'avenir prendra la forme que les textes ont dessinée grâce au pouvoir juridique normatif, les pouvoirs de sanction étant censé assurer l'effectivité de l'ensemble.

Le répressif est ainsi devenu un mode opératoire de la régulation. Si le droit semble être l'avenir de la régulation bancaire et financière et devenir un superbe terrain de jeu pour les avocats, les juges siffleront les fins de partie.

Selon *Jean-Michel Naulot*, depuis les années 1990, la finance mondiale peut être comparée à une grande centrale nucléaire qui brasse des masses de capitaux considérables, qui utilise des produits parfois dangereux, des matières fissiles, et qui est connectée à de multiples centres financiers, parfois dans des paradis fiscaux, et à l'ensemble de l'économie réelle. À tout moment, le défaut d'un acteur, d'un produit, un choc asymétrique ou encore un événement politique peuvent avoir des conséquences incalculables sur les marchés tant cette centrale fonctionne de manière instable et peu sécurisée. Or, contrairement à ce que l'on croit souvent, il est possible de neutraliser cette centrale. Il est possible de remettre la finance à sa place, par un travail méthodique et résolu. En l'espace de deux ou trois ans, il est possible de prendre quelques mesures efficaces et de rendre le système financier beaucoup plus résilient.

Face à la crise, les marges de manœuvre en matière de politique budgétaire et monétaire sont épuisées. En revanche, dans la réforme de la finance, elles sont immenses. Sur chacun des grands chantiers qui avaient été définis par le G20 de Londres, trois ou quatre mesures peuvent véritablement changer le cours des choses. Ces mesures sont d'autant plus urgentes à prendre que depuis la crise de 2008, rien n'a véritablement changé. Et que le risque d'une nouvelle crise systémique se profile.

Selon *Pierre-Henri Cassou*, la réglementation financière européenne répond à un ensemble d'objectifs précis. Même si, au cours des dernières décennies, les priorités en la matière ont pu différer d'un pays ou d'une région à l'autre, un consensus s'est en effet progressivement dégagé à travers le monde, et plus particulièrement au sein de l'Union européenne, sur quelques objectifs généraux communs à l'ensemble des activités. Il s'agit de la stabilité financière, de la protection des intérêts de la clientèle ainsi que du bon fonctionnement des marchés et des systèmes. L'objectif de stabilité monétaire vient naturellement les compléter. Ces objectifs de la réglementation financière européenne présentent une très grande cohérence, fondée sur trois caractéristiques : la transversalité, la complémentarité et la convergence.

La réglementation financière européenne est définie en fonction des objectifs poursuivis, plutôt que par secteur concerné. Elle a su concilier l'approche de prescriptions très précises et détaillées (*rule-based*) et celle reposant essentiellement sur l'énoncé de principes généraux (*principle-based*).

Selon *Anne-José Fulgèras*, à l'heure où les régulateurs s'épuisent à rechercher comment lutter contre les excès sans tuer les activités qui les génèrent, un sentiment grandit : alors que la globalisation et les nouveaux systèmes de communication ont dopé la capacité de nuisance des cyniques et des francs-tireurs, éparpillé les risques, permis l'organisation de l'opacité et pesé sur la traçabilité et les contrôles, elle a, dans le même temps, désarmé les systèmes traditionnels de régulation face à des acteurs qui ne connaissent pas de frontières et qui, pour certains, jouissent d'une puissance supérieure à celle des États. Il est grand temps de se demander pourquoi le vrai grand blanchiment international, comme les fraudes financières aux moyens de paiement, organisées sur un mode industriel, passe à travers les mailles du filet. Et surtout pourquoi les efforts coûteux déployés pour prévenir les risques n'ont pu empêcher la série de crises et de scandales financiers qui ont marqué le début du millénaire.

D'après *Laurent Le Maux*, quel doit être le rôle des banques centrales ? Les banques centrales doivent-elles s'arc-bouter sur le seul objectif de stabilité des prix, ou alors soulager la dette publique à l'aide de l'inflation ? Doivent-elles, durant les crises financières, se limiter à injecter de la liquidité principalement contre des titres publics, ou alors élargir leurs interventions en achetant des titres privés risqués ? Doivent-elles superviser l'ensemble des institutions bancaires, afin que celles-ci limitent leur prise de risque, ou alors seulement une partie d'entre elles, comme c'est toujours le cas aujourd'hui en Europe et aux États-Unis ? Le politique est évidemment impliqué dans les réponses à apporter. Les fonctions ou les objectifs des banques centrales n'ont pas toujours suivi un même ordre chronologique dans tous les États, ni un ordre logique communément admis par l'analyse économique.

Selon *Odile Renaud-Basso*, la régulation financière joue un rôle essentiel : elle doit assurer la stabilité financière indispensable à tout investissement, elle est conçue de manière à créer des conditions qui lui soient propices et non à entraver le financement à long terme de l'économie. Les investisseurs institutionnels ayant un horizon de long terme doivent être régulés et supervisés de manière adaptée. Ce principe fondamental peut se décliner dans différents domaines et notamment dans les domaines prudentiel et comptable, et sous différentes formes (adoption d'un régime spécifique pour l'investissement de long terme, adaptation des réglementations existantes ou en cours d'adoption, structuration de marchés et d'instruments spécifiques).

Selon *Georges Ugeux*, quel doit être le rôle des régulateurs auprès de leur place financière ? Alors que depuis de nombreuses années on assiste à une « promotion » des places financières par les régulateurs chargés de les surveiller et de les réguler, l'auteur insiste sur le fait que ce développement n'est pas le rôle principal des

autorités de contrôle. Toutefois, en étant une autorité transparente, indépendante, courageuse et professionnelle, l'autorité financière peut assurer l'intégrité de la place et le respect des émetteurs, des investisseurs et des opérateurs de marché.

Gaël Giraud dresse un bilan des actions entreprises en matière de régulation financière depuis le début de la crise. Il s'en dégage une image contrastée. Les réformes entamées (encadrement des produits dérivés, séparation bancaire, normes prudentielles) sont restées au milieu du gué car elles ne reposaient pas sur les bons diagnostics : le caractère fondamentalement inefficace des marchés, la recherche de rendements irréalistes, la nature procyclique des exigences en capital bancaire. Il en résulte une situation toujours dangereuse pour la stabilité financière : développement de la finance de l'ombre, poursuite de l'endettement, valorisations comptables détachées de la réalité économique. Le chemin est encore long vers un environnement financier stable et sûr.

Hubert de Vauplane

BIBLIOGRAPHIE

- BOLLIER D. (2014), *La renaissance des communs : pour une société de coopération et de partage*, éditions Charles Léopold Mayer.
- CAZENAVE T., MARTIMORT D. et POUYET J. (2005), « Crise de régulation », in *Les risques de régulation*, Frison Roche M.-A. (dir.), Presses de Sciences Po et Dalloz, p. 1.
- DE VAUPLANE H. (2014), « Les marchés financiers comme bien commun », *Revue Banque*, n° 773, juin, p. 20.
- FONTAINE L. (2014), *Le marché, histoire et usages d'une conquête sociale*, NRF essais.