



CRISE DE LA RÉGULATION OU « CAPTURE DU RÉGULATEUR » ?

BERTRAND DU MARAIS*

UNE CRISE INÉDITE ET POURTANT PRÉVISIBLE

Beaucoup a déjà été écrit sur les causes techniques - multiples - de la crise financière, sur leur enchaînement et sur leur conséquence - l'actuelle récession économique. Il n'est donc pas besoin de revenir, notamment, sur certains de ses ingrédients juridiques¹. En revanche, il manque le plus souvent un chaînon dans l'explication de ces causes, ou plutôt dans la relation logique entre, d'une part, les facteurs techniques que l'on a pu qualifier de « dysfonctionnements dans la chaîne du risque »² et les facteurs qui appartiennent à l'encadrement juridique et institutionnel des marchés financiers - autrement dit « la régulation »³. Le présent article souhaite donc

aborder cette problématique. Il se situe par ailleurs à un niveau d'agrégation élevé, celui de l'analyse des effets économiques des arrangements macro-juridiques et institutionnels. À ce niveau, et donc en amont des causes particulières de la crise financière, cet article souhaite démontrer une réalité qui, avec un peu de distance, apparaissait de façon pourtant évidente.

Contrairement à ce que soutiennent encore aujourd'hui beaucoup d'observateurs et d'acteurs, la crise ne vient pas d'« une absence » de régulation, ni même d'une simple insuffisance de celle-ci. Elle est due à un phénomène de « capture » du régulateur, voire des différents régulateurs. Au cours des deux dernières décennies, ils ont été capturés par certains acteurs de l'industrie financière, ou plutôt par

* Conseiller d'État, Professeur associé de droit à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense.
([Bertrand.du_maraais\[at\]u-paris10.fr](mailto:Bertrand.du_maraais[at]u-paris10.fr).)

L'auteur s'exprime à titre personnel et ses propos ne sauraient engager les institutions auxquelles il appartient. Il remercie de leurs commentaires les participants et particulièrement M. Michel Prada, à la conférence qu'il a organisé le 7 avril 2009 avec le Cercle France-Amériques.

l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur et aussi de la chaîne du risque. Selon un phénomène finalement assez classique en économie de la concurrence, cette capture a permis à l'industrie financière de sécuriser une position concurrentielle d'intégration verticale. Cependant, cette capture n'a pu être possible que parce qu'elle s'appuyait sur un argumentaire très puissant : la démonstration scientifique de la supériorité de la finance de marchés, fondée elle-même sur le dogme qui s'est peu à peu imposé de façon universelle, de l'efficacité et de la perfection des marchés, caractéristiques décuplées par la déréglementation.

Au préalable, il faut avertir que la présente analyse, émanant d'un juriste qui s'intéresse à l'économie, n'a pas la prétention de remplacer l'analyse macroéconomique de la crise. La composante juridique et institutionnelle de la situation actuelle a cependant rarement encore été explorée et le juriste est resté plutôt en retrait dans le débat public, tant sur les causes⁴ que sur les remèdes de la crise. Encore plus ignorée jusqu'à présent a été la dimension concurrentielle, microéconomique, des origines de la crise financière. C'est à partir d'une pratique déjà ancienne de la notion de régulation des marchés que nous proposons cette analyse qui complète bien l'approche macroéconomique. Elle peut même contribuer, sinon à la résolution de la présente crise, du moins à quelques recommandations indispensables à la recherche d'une nouvelle architecture de la régulation financière, au niveau national comme au niveau international.

LE CONSTAT TROUBLANT D'UNE ADHÉSION UNIVERSELLE ET UNILATÉRALE À UN MODÈLE UNIFORME

Les deux dernières décennies ont vu triompher une certaine approche du financement de l'économie : la suprématie de la finance de marchés sur le financement intermédié par les banques. Cette approche est même devenue un objectif ultime de toute politique économique⁵. Cette politique de désintermédiation s'est alors appuyée sur des objectifs intermédiaires que les pays intéressés devaient atteindre en mettant en œuvre plusieurs types de recommandations. On retiendra ici quelques éléments institutionnels de ce modèle, érigé en politique.

Un ingrédient de la régulation des marchés financiers doit être souligné, bien qu'il préexistât à la politique de désintermédiation. L'exercice de la police administrative des marchés financiers a été, pour la plupart du temps, attribuée à des autorités administratives indépendantes de l'exécutif : SEC aux États-Unis depuis 1934 ; en France, Commission des opérations de Bourse (COB) depuis 1967 devenue AMF (Autorité des marchés financiers) en 2003.

Outre une certaine indépendance vis-à-vis du Gouvernement, et donc de l'administration, ces autorités ont toujours été largement composées, dans leur collège, par des professionnels du secteur (quand elles n'en étaient pas l'émanation complète, comme avec le « *Take Over Panel* » britannique, remplacé il est vrai, au

début des années 2000, par la Financial Service Authority).

Ce modèle de l'autorité de régulation était réputé plus favorable au développement des marchés eux-mêmes que la tutelle classique par des administrations gouvernementales. Ces autorités étaient en effet censées être plus efficaces, plus réactives et plus au fait des techniques modernes des marchés financiers, toutes caractéristiques qui néanmoins devaient encore être décuplées avec le modèle de l'autorégulation. Toujours est-il que, compte tenu de cette optimalité réputée, ce modèle a été étendu aux autres marchés liés au financement de l'économie : marché bancaire et plus récemment en France, marché de l'assurance.

À l'exemple - du moins en apparence - de la Fed, cette « nécessaire » indépendance vis-à-vis du pouvoir politique élu a également été étendue aux Banques Centrales elles-mêmes, en particulier au niveau européen avec la mise en œuvre du Traité de Maastricht.

Un autre élément majeur de cette politique a été le décloisonnement des différents segments des marchés financiers, afin d'obtenir un continuum entre les différents titres.

Ce décloisonnement imposait logiquement la déréglementation des professions et des titres négociables.

Cette déréglementation des marchés financiers comportait aussi comme conséquence de favoriser l'autorégulation des opérateurs financiers.

Il faut en effet souligner la relation logique entre ces deux principaux ingrédients de la régulation moderne des marchés financiers : autorégula-

tion et déréglementation des marchés financiers. Ces deux éléments sont d'autant plus étroitement liés que, dans cette approche, l'autorégulation a pour vocation de constituer la méthode d'encadrement des marchés lorsqu'ils sont à la fois libéralisés et déségmentés, une fois les barrières juridiques abattues.

L'autorégulation devait alors intervenir à plusieurs niveaux, voire à tous les niveaux de la « chaîne du risque » et notamment :

- dans la production de l'information nécessaire aux marchés (agences de notation, professions comptables jusqu'à la crise d'Enron) ;
- dans la gestion des marchés elle-même, que ce soit pour les Bourses de transactions réglementées qui ont peu à peu été privatisées et sont devenues de simples objets de marchés ;
- *a fortiori* pour les transactions qualifiées d'*over the counter*, soit *rationae materiae*, en raison de leur nature (les titres dits structurés), soit *rationae personae*, en raison de la personnalité des acteurs de ces marchés (*hedge funds*).

Cependant, on l'a vu, l'ensemble de ces éléments n'étaient exempts, ni de réglementation, fût-elle formulée par les acteurs eux-mêmes des marchés, ni d'encadrement par la puissance publique, fût-ce par des autorités indépendantes. Même les *hedge funds* se sont développés dans un univers qui n'avait rien du vide juridique ou réglementaire. Certes en creux, les grandes puissances économiques (États-Unis, Grande-Bretagne, Suisse notamment) ont au contraire eu le souci de mettre en place un cadre réglementaire favorable à leur développement, mais au niveau de leurs gérants et des sociétés de gestion⁶.

On peut même se demander si la crise n'a pas éclaté au moment même où l'encadrement des acteurs était en train de se modifier, pour se rapprocher du schéma plus classique de la régulation hiérarchique des marchés par des autorités étatiques⁷.

D'où vient alors le fait que cette régulation se soit avérée défailante, et à ce point ? Au-delà des déséquilibres macroéconomiques et pour, comprendre les causes profondes du dysfonctionnement majeur du financement des économies développées qui a conduit à la crise financière que nous connaissons, il faut penser plus large et plus profond.

À titre de proposition, il faut ouvrir l'analyse à une dimension plus large que les techniques de contrôle spécifiques, appliquées à tel ou tel type de produits ou d'acteurs, en introduisant la stratégie concurrentielle de l'ensemble des opérateurs dominants des marchés financiers. Puis il faut intégrer un autre élément, qui procède de l'environnement global de ce paradigme de politique économique : l'infrastructure intellectuelle sous-jacente à la politique de désintermédiation.

INTÉGRATION VERTICALE DANS UNE LOGIQUE D'APPELLATION D'ORIGINE CONTRÔLÉE ET « CAPTURE DU RÉGULATEUR »

Dès lors que l'on prend le parti d'une approche non plus seulement statique, c'est-à-dire descriptive, mais dynamique, en termes d'interaction entre

la norme et le comportement des acteurs, alors l'analyse de la composante juridique et institutionnelle du fonctionnement des marchés financiers - leur régulation - renvoie rapidement à un phénomène d'intégration verticale des différents acteurs de la « chaîne du risque » autour des opérateurs de la finance anglo-saxonne.

Le modèle de fonctionnement des deux marchés dominants - américain et britannique - s'est imposé, avec son encadrement institutionnel et juridique, d'autant plus facilement qu'il s'est diffusé à l'ensemble des marchés nationaux de par le monde. L'appartenance à ces deux marchés - ou à défaut, le mimétisme avec leur fonctionnement - fut alors considérée comme un label de qualité et d'efficacité. Par contagion, l'utilisation des mêmes règles est peu à peu devenue une condition nécessaire à toute activité. Ces règles, dont l'origine était pourtant précisément territorialisée, se sont imposées comme standards internationaux. Ceux-ci, classiquement, se sont érigés en barrière à l'entrée pour des opérateurs répondant à des règles différentes, tandis qu'à l'intérieur de ses règles, les opérateurs « natifs » jouissaient d'un avantage comparatif indéniable, ne serait-ce que parce qu'ils n'avaient pas à subir les coûts d'ajustement nécessaires pour se conformer au modèle.

Ceci leur permit, en outre, d'imposer une logique d'intégration verticale, non pas capitalistique, mais autour du même label. Pour émettre sur les marchés, il faut être noté par trois agences seulement, qui ne comprennent que certains montages, défendus par certains cabinets d'avocats interna-

tionaux et mis au point par certaines banques d'affaires (plutôt anglo-saxonnes) qui bénéficient ensuite d'économie d'échelles, peuvent se concentrer et sont par ailleurs audités par des grands cabinets comptables anglo-saxons qui eux-mêmes sont à la source de la norme comptable...

Sur le fond, cette logique de concentration autour d'un label n'est pas très différente de ce que nous connaissons bien en France : la notion « d'appellation d'origine contrôlée ». Pas de bon vin rouge s'il n'est du Bordeaux, lequel n'est produit que dans le Bordelais... Cette invention française nous a d'ailleurs causé *moult* difficultés avec les institutions chargées de faire respecter le libre-échange des produits agricoles. Elle n'a finalement été acceptée par la Commission européenne ou l'OMC que très récemment.

D'autres exemples existent d'ailleurs dans lesquels de telles « formes organisationnelles hybrides » constituent des obstacles à la libre concurrence⁸.

Ce constat de l'évolution concurrentielle de l'industrie financière ne suffit cependant pas à expliquer la diffusion du modèle anglo-saxon de régulation, érigé bientôt en standard mondial. Il fut y ajouter deux étapes dans le raisonnement.

Dès lors que l'on utilise un modèle en termes d'analyse concurrentielle, alors la théorie de la « capture du régulateur » constitue une explication possible de l'adhésion simultanée de toutes les autorités publiques au même modèle, poursuivant une même politique qui, comme par coïncidence, satisfaisait les contraintes des acteurs opérant sur les deux marchés financiers

dominants, ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.

Ici, il est impératif de signaler que le terme de « capture » n'a rien de péjoratif. Il renvoie à la théorie mise en évidence par l'économiste américain Stigler⁹.

Brièvement résumée, cette théorie démontre qu'une industrie, qui a toujours intérêt à s'organiser en cartel pour faire monter les prix et écarter les nouveaux entrants, a avantage à la création d'un régulateur étatique spécialisé. En effet, si les opérateurs arrivent à le « capturer » - en lui faisant admettre leurs impératifs, leurs contraintes sous la forme de règles d'organisation du marché qui leur soient favorables... - alors l'industrie obtiendra des résultats équivalents à la situation du cartel, mais sans en subir le coût de mise en œuvre. Celui-ci est finalement supporté par le contribuable. En effet, la principale faiblesse d'un cartel est de perdurer : le coût de la discipline interne au cartel, pour éviter les comportements de *free rider*, de passager clandestin, devient rapidement prohibitif.

Pour reprendre les termes de l'ancien président de l'AMF, Michel Prada, cette capture a pu autant être une « capture-utilisation », comme semble le montrer le comportement, par exemple, de la SEC, voire sur certains points de la Fed dirigée par A. Greenspan¹⁰, qu'une « capture-neutralisation », comme ce fut sans doute le cas avec les régulateurs nationaux d'Europe Continentale.

Par une dernière étape de l'analyse, il faut cependant expliquer comment fut possible la « capture » d'autorités et de responsables politiques aussi nombreux, aux nationalités, aux expé-

riences et à la philosophie politique aussi différentes. Un scénario possible est celui de la capture grâce à un modèle intellectuel dont l'apparence scientifique - et la diffusion - en garantissait le pouvoir d'attraction.

**LA FORCE DU VERBE :
LA DÉMONSTRATION
SCIENTIFIQUE
DE L'EFFICIENCE
ÉCONOMIQUE
DE MARCHÉS FINANCIERS
DÉRÉGULÉS**

Certes, une collusion entre régulateurs et régulés est toujours possible dans certaines économies, notamment aux États-Unis. Les principaux dirigeants des agences et ministères en charge sont directement issus de l'industrie financière. Cependant, l'hypothèse d'une capture de l'ensemble des acteurs de la régulation des marchés financiers, grâce au pouvoir d'attraction du modèle intellectuel de la politique de désintermédiation financière, semble corroborée par plusieurs indices.

En réalité, déréglementation et autorégulation procèdent d'une même croyance en la capacité spontanée des marchés à s'ajuster automatiquement, et particulièrement des marchés financiers. Ceux-ci deviennent alors l'exemple à suivre pour l'ensemble des autres marchés. Il n'est pas besoin de souligner que la crise actuelle administre la preuve, par la pratique, des limites de ce modèle. Et pourtant, ce modèle est devenu, au cours des deux dernières décennies, *la référence intel-*

lectuelle parce qu'il s'appuyait sur une démonstration apparemment scientifique.

Ainsi, cette déconstruction - au niveau microéconomique - de la capacité à effectuer la police administrative des marchés financiers se conjugait aux analyses macroéconomiques conduisant à des politiques structurelles de déréglementation. Comme ces dernières ont déjà fait l'objet de nombreux travaux critiques, parfois simplistes, il est plus intéressant de se centrer sur la démonstration microéconomique de l'effet bénéfique de la déréglementation des marchés financiers.

Parmi de telles entreprises, une place particulière doit être réservée aux travaux dirigés par A. Shleifer, économiste d'Harvard, sans doute l'un des plus brillants de sa génération. Les articles publiés par son équipe¹¹ figurent parmi les articles académiques les plus cités en économie.

Initialement, les articles de LLSV, qui constituent l'approche *Law and Finance*¹², avaient pour objectif de déterminer s'il existait une corrélation entre le cadre légal d'un pays donné et le développement de son système financier. Dans plusieurs articles, ils établirent un rapport entre le cadre juridique - et plus précisément le niveau de protection accordée aux investisseurs en fonction de l'appartenance à un régime juridique particulier - et le développement des marchés financiers¹³. Il était ainsi démontré que :

- il existe un test de performance pour définir un « bon » marché financier - par rapport au niveau de protection accordée aux investisseurs sur le modèle américain - ;

- les marchés financiers à long terme commandent la croissance.

Doté d'une très forte cohérence, ce modèle fut progressivement étendu à une théorie plus générale sur le développement des marchés, pour devenir ce que leurs auteurs ont appelé la *New Comparative Economics*, ou « Nouvelle économie comparative »¹⁴. L'appartenance à un système juridique de type anglo-saxon, car plutôt fondé sur une faible réglementation et sur l'autorégulation, était un gage de croissance économique.

Ces travaux ont alors constitué le soubassement méthodologique de toute une littérature académique, puis de recommandations de politique économique. Ce n'est pas un hasard s'ils ont inspiré l'approche normative de la Société Financière Internationale (Groupe Banque Mondiale) à travers ses rapports « Doing Business ». S'est opéré ainsi le passage d'un cadre large, essentiellement inductif, à une série de recommandations relatives au cadre juridique. Outre l'apanage de la scientificité, leur reprise par des organisations internationales conférait à ces thèses la légitimité internationale nécessaire à leur mise en œuvre par les responsables politiques locaux.

Or, la scientificité de la méthodologie LLSV n'était qu'apparente, comme cela a été démontré depuis plusieurs années, y compris en définitive par la Banque Mondiale elle-même¹⁵. Toutefois, l'argumentaire a perduré et a permis à de nombreux opérateurs et régulateurs de s'en prévaloir.

QUELQUES RECOMMANDATIONS, EN AMONT DES PROPOSITIONS ACTUELLES POUR LA RÉGULATION D'APRÈS-CRISE

En conclusion, l'expérience récente livre quelques enseignements qui pourraient utilement compléter les recommandations techniques actuellement en discussion. Il est, certes, indispensable de renforcer le champ de la régulation et le pouvoir des régulateurs pour sortir de la crise actuelle. Toutefois, les projets en cours n'abordent que rarement, sauf parfois sous la rhétorique de la « reconstruction du capitalisme », le risque, alors décuplé, de capture de ces régulateurs et encore moins les moyens de lutter contre sa forme la plus subtile lorsqu'elle apparaît masquée sous une certitude scientifique.

Au préalable, l'approche en termes de « capture du régulateur », en renvoyant à des travaux d'économie de la concurrence, rappelle que l'industrie financière ne doit pas échapper à un contrôle des distorsions de concurrence, en particulier lorsque celles-ci sont les produits de standards immatériels.

Ensuite, au-delà du renforcement de leur indépendance et impartialité¹⁶, la protection des régulateurs contre une éventuelle capture pourrait passer par le développement des occasions de remise en cause de leurs décisions prises au niveau individuel. D'un côté, leur compétence pour régler les litiges entre épargnants et opérateurs pourrait être développée pour leur permettre

d'avoir une meilleure information sur les déviations commerciales ou concurrentielles des opérateurs. D'un autre côté, les régulateurs pourraient être davantage responsabilisés à l'égard des consommateurs finaux de produits financiers par l'amélioration des voies de recours contre leurs décisions ou... leur inertie.

Au niveau de la conception des politiques de régulation, et donc de la production de recommandations politiques, il faut développer une offre variée de recherches. Celles-ci doivent pouvoir confronter l'évaluation des effets économiques de divers arrangements juridiques, et finalement de différentes cultures institutionnelles. En particulier dans notre pays, ces

recherches doivent être correctement financées, notamment grâce à des fonds publics. Il s'agit de soutenir la compétition avec des concepts élaborés avec l'aide des opérateurs dominants. La crise actuelle prouve qu'une démonstration rigoureuse et crédible, notamment auprès des acteurs des marchés financiers, de l'efficacité d'une certaine variété des modèles explicatifs, n'est pas un investissement inutile.

Finalement, le maître mot de cette sorte de « méta-encadrement » des marchés financiers est sans doute celui de la diversité, et son corollaire, la déconcentration : diversité des opérateurs ; déconcentration des possibilités de « challenger » les régulateurs ; diversité des modèles conceptuels.

NOTES

1. Voir le numéro spécial et commun aux deux revues : *Revue d'économie financière et Risques*, 2008 et notre contribution sur les agences de notation : « *Le droit, les agences de notation et la crise du crédit* », (P. Frouté).
2. Voir les débats lors de la Conférence que nous avons organisée le 12 décembre 2007 : « Les agences de notation et la crise du crédit : faux procès et vrais débats », disponible sur le site : http://www.u-paris10.fr/09737703/0/fiche_pagelibre/&RH=1225203968791
- 3 Cette définition, classique en France, de la régulation n'est pas antinomique avec celle que nous utilisons (voir B. du Marais, « *Droit public de la régulation économique* », Paris, Dalloz et Presses de Sciences-Po, 2004, p2s). En effet, l'objectif ultime de la régulation des marchés financiers s'apparente au respect de la concurrence puisqu'il s'agit de préserver l'intérêt de l'épargnant, « consommateur » placé dans une relation structurelle d'asymétrie par rapport aux offreurs de fond prêtables - émetteurs et intermédiaires.
4. Sur les agences de notation, voir néanmoins, entre autres : B. du Marais et *alii*, « *Rating the Law: How financial rating agencies are assessing the legal risks of financial transactions* », in P. Nobel (dir.), Saint Gall, Schulthess, 2007 et le rapport complet : « *Le droit et la note* », dans B. du Marais (dir.), « *Agences de notation, immobilier, contrats publics : contributions sur l'attractivité économique du droit* », Paris, Édition La Documentation Française, septembre 2007.
5. Voir pour la France : J-C Naouri (dir.), « *Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie* », Paris, Ministère de l'économie, des finances et du budget et La Documentation Française, 1986 (préface de Pierre Bérégovoy...).
6. Voir la composante juridique de l'étude réalisée pour l'AMF : G. Cavalier et E. Suel, « *La localisation des hedge funds en France et en Grande-Bretagne et son impact sur les politiques réglementaires : Aspects juridiques et fiscaux* » in M. Boutillier et B. du Marais (dir.), « *La localisation des Hedge funds en Europe et son impact sur les politiques réglementaires* », Ronéo, Economix, janvier 2009, à paraître sur le site de l'AMF.

7. Voir nos développements publiés en 2007 sur les agences de notations, en ce qui concerne la régulation existante en France dès 1992 et le durcissement de celle-ci, directement et aux Etats-Unis par le « Credit rating agency reform Act » de 2006 et indirectement au niveau mondial, par les effets possibles du renforcement de leur rôle dans la régulation bancaire par la Convention de Bale II : B. du Marais (dir.), « *Le droit et la note* », *op. cité*.
8. C. Ménard : « *Nouvelle économie institutionnelle et politique de la concurrence : le cas des formes organisationnelles hybrides* ». *Économie Rurale*, 277-278, (2003), pp. 3-18; « *The Economics of Hybrid Organizations* », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 160 (2004), pp. 345-376.
9. G-J. Stigler, « *The Theory of Economic Regulation* », *Bell Journal of Economics*, volume 2 (1971), pp. 3-21.
10. Voir la relation de ses prises de position successives par P. Goodman, « *Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy* », *New York Times*, 9 octobre 2008.
11. Désignée parfois sous l'acronyme « LLSV » pour R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer et R. Vishny.
12. R. La Porta, F Lopez-de-Silanes, A. Schleifer et R. Vishny, « *Law and Finance* », *Journal of Political Economy*, 106, 1998, pp. 1113-1155.
13. La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny : « *Legal Determinants of External Finance* », *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 1131-1150 ; « *Law and Finance* », art. cité ; « *The Quality of Government* » *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15, 1999, pp. 222-279.
14. A. Shleifer, E. Glaeser, R. La Porta, F. Lopez de Silanes, S. Djankov, « *The New Comparative Economics* », *World Bank Policy Research Working Paper 3054*, 2003, disponible: www.doingbusiness.org/documents/new_comparative_economics.pdf ou ideas.repec.org/p/ysm/somwrk/ysm355.html.
15. V. Elliott (dir.), « *Doing Business, une évaluation indépendante* », Washington DC, Banque Mondiale, juin 2008.
16. Qualités qui sont d'ailleurs, dans la plupart des pays d'Europe Continentale, déjà garanties par les textes, à l'égard de l'exécutif mais qui pourraient être renforcées à l'égard de l'industrie.

