

A paraître dans *Entreprises et histoire*, n° 67, 2012

DÉBAT

LES MARCHÉS BOURSIERS ET LA FINANCE EN EUROPE AUJOURD'HUI

Avec

Bertrand Badré

Directeur financier de la Société générale

Dominique D'Hinnin

Directeur financier et co-gérant du groupe Lagardère

Jean-Pierre Jouyet

Président de l'Autorité des Marchés Financiers depuis 2008

Manfred Zass

Membre du conseil de surveillance de la Deutsche Börse AG de sa création à 2006 et de Hypo Real

Estate Holding AG pendant la crise financière de 2008-2009

Propos recueillis pendant l'été 2011 par

Pierre-Cyrille Hautcœur

Directeur d'études à l'EHESS et professeur d'histoire économique à l'École d'économie de Paris

La crise qui a commencé en 2007 est-elle une crise ordinaire de la finance dont la gravité résulte seulement de son extension internationale, d'erreurs des gouvernements ou des régulateurs, ou est-elle le signe de dysfonctionnements profonds nécessitant des réformes structurelles ? Si les économistes proposent des réponses s'appuyant sur des analyses théoriques normatives des marchés financiers et sur des analyses positives de leur fonctionnement, nous interrogeons ici des praticiens: le directeur financier d'une grande entreprise industrielle, qui a besoin de marchés où emprunter, gérer sa trésorerie et rencontrer des actionnaires; celui d'une grande banque, qui propose des services d'intermédiation, donc de « mise en relation » avec le marché; un régulateur qui tente de contribuer au bon fonctionnement de ces marchés par l'établissement de règles et la surveillance de leur application; un ancien banquier ayant travaillé au bon fonctionnement d'une des plus grandes bourses d'Europe. Trois Français, tous inspecteurs des finances et dans la force de l'âge. Un Allemand francophile et francophone, ayant connu l'ère précédant la financiarisation généralisée de l'économie. Quatre points de vue étonnamment convergents qui soulignent les transformations radicales de la finance européenne durant les quarante dernières années et les dangers qui en résultent en l'absence d'une prise de conscience et d'une action politique forte.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *En France jusqu'aux années 1980, mais aussi ailleurs en Europe, à commencer par l'Allemagne, les marchés financiers jouaient un rôle assez modeste, tant dans le financement de l'économie que dans la vie des affaires en général. Certes, les entreprises importantes étaient cotées (sauf celles, parfois nombreuses, qui étaient nationalisées) et émettaient des actions ; mais la progression du cours de ces dernières ne jouait pas un rôle crucial dans leur stratégie et dans la survie de leurs dirigeants. Dans les années 1980, en France, le gouvernement a entamé des réformes destinées à fusionner les différents segments du marché financier qui étaient très isolés les uns des autres. Cela a notamment été le fait des réformes Bérégovoy de 1984-86 qui ont bénéficié au financement de l'État mais ont aussi permis la renaissance d'un marché financier actif. Ceci visait à rejoindre le modèle américain. Dans les années qui ont suivi, l'Europe comme les États-Unis ont connu des bouleversements de leur modèle financier. Pourquoi ?*

Manfred Zass : Il y a eu deux révolutions, l'une technologique, l'autre politique. La révolution technologique, celle de l'informatisation, est importante, mais son poids est peut-être surévalué. La première et la principale a été la révolution politique. Après le premier choc que représentèrent les gouvernements de M. Thatcher et R. Reagan, la chute du mur de Berlin et la fin du communisme jouèrent un rôle de stimulant important, en donnant l'impression que le libéralisme était sans rival, voire sans problème. En Allemagne comme en France, la libéralisation financière fut clairement le résultat d'un choix politique de suppression des contraintes et réglementations qui existaient jusque là. Le gouvernement Kohl, libéral conservateur, jugea néanmoins des régulations nécessaires, et se posa aussi la question de la protection de l'Europe contre la finance anglo-saxonne, ainsi que de la diffusion du modèle européen de finance régulée. Mais après 1990 ce fut de plus en plus difficile à soutenir. Les États-Unis poussaient à un changement rapide. Vers 1990, l'attaché financier de

l'ambassade des États-Unis rendait régulièrement visite aux responsables de Frankfort pour leur demander comment progressait la dérégulation. Quand les Russes voulurent créer des bourses, Goldman Sachs arriva le premier et le modèle anglo-saxon fut adopté, même s'il fut modifié après. C'était alors vu comme l'horizon ultime de la modernité, partout.

Certains anticipèrent les risques d'un changement trop rapide, trop systématique. Mais la puissance de l'alliance entre politiques et banques d'investissement américains rendait toute résistance impossible et conduisit à la propagation d'un modèle de dérégulation qui, comme un tsunami, emporta tous les systèmes financiers européens.

Dominique D'Hinnin : La tendance de fond qui produit les plus grandes transformations à long terme est l'internationalisation des marchés de capitaux. Elle a commencé depuis longtemps, mais ses effets se sont peu à peu amplifiés. Certains n'ont pas encore été vraiment compris dans toutes leurs conséquences. Ainsi, désormais la plus grande partie des actionnaires d'une entreprise ne sont plus – en tout cas pour les grandes entreprises, par exemple celles du CAC 40 en France – de sa nationalité ; ce qui pose la question de la nationalité réelle d'une entreprise, et de ses effets sur son activité comme sur son environnement au sens large. Pour une entreprise, cette évolution a certes un avantage : ne pas être contrainte par l'épargne nationale ; mais la contrepartie est d'obéir aux règles imposées par les grands investisseurs internationaux. Or ces investisseurs sont principalement anglo-saxons ou en tout cas ont adopté la logique de maximisation des cours des grands investisseurs institutionnels anglo-saxons. En outre, l'internationalisation s'est réalisée au moment de la montée en puissance du pouvoir des actionnaires, sous l'influence de ces investisseurs anglo-saxons et du succès de la finance libérale. Les actionnaires s'étant imposés comme les principaux *stakeholders*, l'objectif des entreprises cotées est à leurs yeux avant tout de faire monter leur cours de bourse.

Bertrand Badré : L'ouverture internationale des flux de capitaux a transformé profondément les économies, créé des possibilités nouvelles, mais aussi des risques nouveaux. Autrefois, quand la France était « une Union soviétique qui a réussi » (selon le mot de J. Lesourne), le directeur du Trésor contrôlait le crédit, les ressources, les taux... Sa seule corde de rappel vers la réalité en cas de mauvais choix était le niveau des réserves de la Banque de France, qu'il regardait attentivement tous les soirs. Quand elles baissaient trop, il fallait dévaluer ou emprunter à l'étranger, c'était visible et humiliant, ce qui faisait qu'on y recourait le moins possible (j'ai été frappé, adolescent, par un voyage de P. Bérégovoy en Arabie Saoudite pour emprunter 3 ou 4 milliards de dollars, montant alors considérable). Le développement des marchés a donné une latitude d'action considérable à beaucoup de gens : un gouvernement peut emprunter à l'étranger des montants très importants sans que personne ne s'en rende vraiment compte ni ne s'en soucie : les indicateurs univoques ont été contestés, et l'on a pu prétendre que la diversification des sources d'endettement d'un pays était le signe de sa réussite autant, à la limite, qu'une position créditrice. La même chose est vraie pour les emprunteurs privés. Les marchés ont clairement permis une meilleure allocation internationale des capitaux. Mais le recours massif aux marchés conduit aussi à une fragilité. Depuis 2008, l'endettement est remis en cause brutalement : les fonds propres deviennent plus chers, le refinancement bancaire aussi. Pire, il redevient fragmenté nationalement, par suite d'inquiétudes sur les limites des interventions des banques centrales ou des gouvernements. On pourrait penser que ce n'est pas grave que les banques françaises cessent d'emprunter des dollars sur le marché monétaire américain pour faire des prêts aux sociétés américaines que les banques US peuvent faire. Certes, mais le dollar est une monnaie internationale : les banques françaises en prêtent aussi aux clients et aux fournisseurs d'Airbus, comme à Airbus ou à d'autres entreprises européennes. On risque un vrai impact économique d'une segmentation du marché du crédit, qui nous ramène loin en arrière.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *Parmi les transformations de l'activité financière en général, quelle est l'importance des changements de fonctionnement des bourses, les marchés organisés qui étaient*

considérés dans les années 1970 comme très conservateurs dans leurs pratiques financières, voire inutiles ?

Jean-Pierre Jouyet : Sans conteste, le mouvement de transformation des bourses au cours des trente dernières années est important et constitue un élément significatif des transformations plus larges de la finance. Hier, les bourses étaient des structures mutualistes et monopolistiques, fonctionnant à la criée. Aujourd'hui, ce sont des entreprises commerciales, à l'activité hautement capitalistique, s'appuyant sur des technologies informatiques pointues et évoluant dans un monde extrêmement concurrentiel. Ces évolutions sont dues à la conjonction de plusieurs facteurs.

D'abord, un facteur technologique : l'informatisation des transactions a profondément changé le modèle d'activité des plates-formes de négociation qui sont devenues des prestataires de services informatiques. Or le développement d'une plate-forme de négociation coûte cher, ce qui oblige à des économies d'échelle. Ensuite, un facteur réglementaire et politique : la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) a fait évoluer le paysage boursier en abrogeant le principe de centralisation des ordres sur le marché réglementé national et en instaurant une concurrence entre lieux d'exécution. Enfin, un facteur de stratégie industrielle : les banques et intermédiaires financiers ont décidé de se recentrer sur leur métier premier et ont progressivement cédé leurs participations dans les opérateurs boursiers. La conjugaison de ces trois facteurs a entraîné une augmentation vertigineuse de la rapidité des transactions et des mouvements de consolidation à l'échelle mondiale, avec le risque que les plus petits intervenants soient progressivement exclus d'un accès direct au marché.

Manfred Zass : L'extraordinaire accélération de l'innovation financière a joué un rôle crucial. On peut dire qu'en matière financière aussi, on est passé du monde analogique au monde numérique. La mise à disposition par les banques d'affaires de produits financiers beaucoup plus nombreux et sophistiqués réduit le nombre d'acteurs capables d'en comprendre véritablement les conséquences et d'en calculer correctement les prix, ce qui donne une prime aux banques qui les créent. Cet avantage devrait être de courte durée car la concurrence conduit à la diffusion des connaissances, mais jusqu'à présent l'innovation est encore plus rapide que la diffusion par la concurrence. D'autre part, et de manière étroitement liée, l'accélération incroyable des opérations pousse dans le même sens. Les ordinateurs réagissent à la milliseconde près aux informations et aux ordres, du moins les ordinateurs les plus puissants, bénéficiant des meilleurs logiciels et des meilleures localisations. Contrairement à ce qui était anticipé, cette accélération tant de l'innovation que des opérations conduit à la concentration de l'activité dans un petit nombre de banques d'affaires et à une réduction de la transparence malgré les efforts des régulateurs et la circulation de quantités énormes de données. Les bourses ne sont plus que les lieux sur lesquels une quantité énorme d'opérations presque totalement spéculatives ont lieu, lesquelles sont désormais le cœur de l'activité financière.

Dominique D'Hinnin : Au sein de l'UE, la directive européenne a affaibli les marchés boursiers nationaux régulés au bénéfice des plates-formes sous-régulées. Un effet imprévu sur les entreprises est que du fait des moindres obligations de ces plates-formes, les émetteurs n'ont plus les moyens de savoir qui sont leurs actionnaires ni ce qui détermine à court terme l'évolution de leur cours de bourse. Cette situation d'incertitude permanente est aggravée par le fait qu'avec la vitesse des transactions entre ordinateurs, on doit renoncer à identifier une partie croissante des actionnaires même lors des AG. Ceci crée une incertitude gênante pour leur action. En effet, il y a de très grandes différences d'horizons entre acteurs : *les hedge funds* de très court terme font de la pure spéculation (certains appellent long terme des horizons de quelques semaines), tandis que certains fonds investissent pour des années, même quand ils n'ont pas pour objectif de contrôler les entreprises concernées. Ceci conduit à des conflits entre concepts et stratégies de maximisation de la valeur actionnariale selon les horizons, surtout dans un monde où les rumeurs ont un impact parfois important à très court terme. Dans un marché où désormais près de la moitié des transactions est

commandée par des machines à très haute vitesse, il est difficile pour l'entreprise de cerner ses interlocuteurs et de leur faire partager sa stratégie.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *Ce sont donc les banques d'affaires qui sont les grands bénéficiaires de ces transformations qu'elles ont impulsées, mais les autres acteurs économiques en ont-ils aussi bénéficié ?*

Manfred Zass : Tous les acteurs financiers qui ont créé les innovations des vingt dernières années (*hedge funds, private equity...*) et en particulier les banques d'affaires sont les principaux bénéficiaires. Mais ils ont obtenu l'accord de beaucoup d'entreprises : les grands groupes industriels internationalisés sont heureux de pouvoir emprunter plus et de réduire leurs fonds propres, ce qui accroît leurs dividendes. En Allemagne, ils ont présenté une telle stratégie financière comme une nécessité pour rester compétitifs vis-à-vis de leurs concurrents japonais ou chinois, sans bien percevoir les risques. Les PME, quand elles sont en forte croissance ou dans des secteurs à la mode, peuvent aussi tirer profit de ces évolutions, car elles bénéficient du goût pour le pari qui caractérise les marchés financiers. Le prix à payer en termes de risque est sans doute encore plus grand pour elles, mais elles n'en ont pas conscience, ou l'acceptent. Le risque est d'autant plus reporté sur elles que les banques titrisent les crédits et les sortent ainsi de leurs bilans, cessant de s'engager autant qu'auparavant auprès des entreprises, et peut-être les encourageant à emprunter trop... comme certains particuliers.

De manière générale, les entreprises et la société dans son ensemble ont eu tendance à accepter le développement financier car il a créé une bulle de crédit dont tout le monde semblait tirer parti. On peut comparer les marchés dérivés à un projet d'investissement mondial, de relance conjoncturelle massive, bien que jamais voté par un Parlement. Cela fait longtemps : pendant les années 1990 en Europe, on voit les produits dérivés comme permettant d'élargir les ressources financières aux pays périphériques, ce qui facilite la marche vers l'euro ; puis on les voit comme permettant de stimuler la croissance... jusqu'au retournement brutal de 2008.

Jean-Pierre Jouyet : Au fil du temps, le but premier des marchés financiers, apporter aux projets industriels les capitaux dont ils ont besoin sur le marché primaire, a été perdu de vue, alors que les allers-retours sur les marchés secondaires, qui représentent aujourd'hui l'essentiel de l'activité boursière, ne contribuent pas directement au financement de l'économie. Et je me demande quel bénéfice réel en termes de liquidité ces marchés et les entreprises cotées retirent du fait que les transactions y sont exécutées en quelques microsecondes avec des fourchettes de cotation qui atteignent le dixième ou le centième de pourcent de la valeur du titre.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *En quoi ces évolutions sont-elles liées à l'organisation industrielle des bourses ?*

Manfred Zass : On peut voir l'émergence des nouvelles formes de marchés comme un défi lancé par les banques aux bourses réglementées, qui limitent leur capacité d'action, en particulier leur capacité à exploiter au maximum l'information qu'elles détiennent de manière privilégiées du fait même de leur activité bancaire. Cela n'a rien de nouveau : de tous temps, les banques ont cherché à remettre en cause la position des bourses réglementées. De ce fait, si ces dernières ont encore une position assez forte aujourd'hui, elles sont sur la défensive depuis une dizaine d'années. L'augmentation de l'activité boursière qui résulte de la multiplication des marchés déréglementés et de l'activité des marchés de gré à gré (*over the counter* ou OTC) peut accroître la liquidité et réduire les coûts de transaction ; mais elle résulte aussi d'un énorme accroissement de la spéculation qui crée des risques de fluctuations chaotiques et de crises. Traditionnellement, les États européens, répondant sans doute à une demande de la société en faveur d'une certaine stabilité, ont privilégié les marchés régulés sur lesquels la spéculation est contenue dans des bornes raisonnables. Mais l'internationalisation modifie la donne en nous confrontant aux préférences des autres pays. Aux

États-Unis, le système politique tolère un degré de risque et de spéculation financière supérieur. Est-ce parce que les intermédiaires financiers sont autorisés à financer les partis politiques alors que ce n'est pas le cas en Allemagne (et en général en Europe) ? C'est difficile à affirmer ; mais en Allemagne on n'imaginerait pas de dire que si Frankfort va, tout va.

Jean-Pierre Jouyet : La libéralisation résultant de la directive MIF (marchés d'intermédiaires financiers) a permis l'émergence de nouveaux marchés, en particulier pour répondre à la demande des grands intermédiaires financiers qui souhaitent éviter les contraintes des marchés régulés. Les marchés de gré à gré ont ainsi vu leur part de marché s'accroître, et on a vu apparaître de nouvelles formes de marché, les *systematic internalisers* et les *crossing networks*, qui sont en effet assimilables au gré à gré par leur absence de transparence et l'accès « non-ouvert » à leurs systèmes. Ces marchés présentent certains avantages individuellement pour les acteurs qui les utilisent (la non-standardisation des contrats négociés et l'absence de cadre réglementaire permettent notamment une adaptation des caractéristiques des contrats à leurs besoins spécifiques, notamment en termes de couverture de risques s'agissant des dérivés), mais ils présentent également des risques significatifs pour le marché au sens large.

En particulier, l'absence de transparence de ces marchés de gré à gré porte préjudice à la formation générale des prix si la part des transactions réalisées de cette manière est trop importante par rapport à celles faites sur des marchés organisés. De plus, l'absence de surveillance des transactions effectuées de gré à gré présente un risque supérieur pour les parties à la transaction.

C'est pourquoi nous plaidons à Bruxelles dans le cadre de la révision de la directive MIF pour davantage de transparence, un rapatriement des transactions sur les marchés organisés et la limitation du « gré à gré » aux seules transactions qui ne participent pas à la formation des prix. S'agissant des dérivés, les réformes réglementaires à l'initiative du G20 doivent conduire à la négociation des produits dérivés standardisés suffisamment liquides sur des plateformes organisées et transparentes.

Pierre-Cyrille Hautœur : *Les fusions de bourses réglementées sont-elles une bonne réponse au défi lancé par les marchés de gré à gré ?*

Manfred Zass : C'est possible, mais les fusions sont difficiles à réussir. Les fusions de bourses, comme pour toutes les entreprises, dépendent crucialement des questions de gouvernance : quel va être le nom de l'entreprise ? Qui va diriger ? Où sera le siège social ? L'échec des tentatives de fusion entre Deutsche Börse et Euronext a résulté de la mésentente entre leurs patrons, et il en était de même pour la tentative entre Deutsche Börse et le London Stock Exchange. Les différences culturelles sont importantes aussi à cet égard : entre l'Allemagne et la France, les différences d'attitude vis-à-vis de la centralisation, mais aussi envers l'inflation, et le pouvoir personnel ont pesé. Entre l'Allemagne et Londres, c'était plutôt le poids du marché financier dans le passé au sein de l'économie nationale qui jouait un rôle. Les fusions ne sont jamais entre égaux, et finissent toujours en absorptions, comme dans le cas d'Euronext par NYSE. En matière financière, c'est toujours le plus fort qui gagne ; et l'Europe, avec sa fragmentation en trois places, est plus faible que New York. N'oublions jamais que ceux qui contrôlent les marchés financiers contrôlent aussi une grande partie de la politique mondiale.

Jean-Pierre Jouyet : Les grands marchés réglementés sont soumis à la concurrence croissante des autres plates-formes ou modes de négociation, type MTF en Europe, ATS aux États-Unis, *crossing networks* sur la partie actions. Cette concurrence a suscité des projets de rapprochements entre marchés réglementés afin de faire des économies d'échelle et de constituer des pôles de liquidité plus importants, plus efficaces, partant plus incontournables. Ces mouvements de rapprochement entre grands marchés sont également suscités par des stratégies de diversification. Le trading « actions » ne rapporte plus grand-chose, contrairement aux dérivés listés, notamment grâce à la

compensation de ces dérivés dans la mesure où les marchés réglementés à terme possèdent généralement leur propre chambre de compensation.

A priori, ces rapprochements devraient entraîner une poursuite des baisses des tarifs facturés par ces grands marchés pour la négociation, en espérant que ces baisses ne soient pas confisquées par les intermédiaires et puissent bénéficier, au moins en partie, aux utilisateurs finaux. Mais ces rapprochements sont également porteurs de risques de différents ordres :

- Ces grands marchés fusionnés s'organisent autour de schémas assez complexes qui visent à dégager le maximum de synergies à travers leurs différents lieux d'implantation, ce qui accroît d'autant les risques organisationnels pour le groupe.
- La régulation et la supervision de ces organisations deviennent plus complexes également pour les régulateurs, même organisés au sein d'un Collège des régulateurs comme dans le cas NYSE Euronext.
- Ces grands groupes transnationaux ne s'éloignent-ils pas de leur base locale, compromettant l'accès aux marchés des PME ?
- Par ailleurs, sous la pression des actionnaires et d'une concurrence accrue, ces ensembles parviendront-ils à préserver les dépenses consacrées à la surveillance ?
- Enfin attention à ce que ces rapprochements – souvent autour de constructions en silos – ne préfigurent pas des ensembles quasi monopolistiques.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *Quelles régulations sont-elles nécessaires face à cette transformation des bourses ? Comment jugez-vous l'efficacité de la proposition (Glosten, 1994) d'un electronic limit order book intégrant l'information de tous les marchés organisés pour que les priorités temporelles et de prix des ordres sur le même titre soient respectées ?*

Jean-Pierre Jouyet : La fragmentation des marchés pose aujourd'hui un certain nombre de problèmes au nombre desquels la difficulté à disposer d'informations consolidées au stade de la pré-négociation (connaissance de la situation simultanée des différents carnets d'ordre) et de la post-négociation (connaissance des prix d'exécution sur l'ensemble des plates-formes). La consolidation de l'information post-négociation est en route. Elle existait déjà aux États-Unis, et elle fait partie des axes de réflexion privilégiés (et consensuels) dans le cadre des travaux de révision de la Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers.

L'idée de consolider tous les carnets d'ordre pour garantir l'exécution ordonnée des transactions en respectant les priorités temporelles et de prix des ordres sur un même titre me semble en revanche beaucoup plus difficile à mettre en œuvre. D'une part, parce que la création de ce carnet d'ordre centralisé reviendrait en partie sur l'abrogation de la centralisation des ordres dans le carnet du marché réglementé, ce qui correspondait à la situation pré-MIF. D'autre part, parce que les intermédiaires financiers sont soumis à une obligation de meilleure exécution qui ne prend pas nécessairement en compte le seul prix d'exécution : le coût total d'exécution (intégrant le prix de la négociation et de la transaction) et la qualité de l'exécution sont autant de paramètres pertinents au regard de cet objectif de meilleure exécution. Recréer un carnet d'ordres global reviendrait donc à ignorer les coûts et modalités respectives d'exécution sur les différentes plates-formes auxquelles il donnerait accès.

Manfred Zass : Les hommes politiques devraient chercher à réduire la spéculation sur les marchés de gré à gré et assimilés en renforçant l'obligation de passer par les marchés régulés, ou au moins en centralisant le clearing, mais aussi par une réduction de l'innovation et des restrictions aux opérations spéculatives.

Deux exemples : la revente de crédit était pratiquement inexistante en Allemagne jusqu'aux années 1990, puis fut autorisée et devint rapidement systématique. Elle modifie beaucoup la gouvernance des banques qui cessent de se soucier vraiment des débiteurs. Le souci de leur réputation ne prend jamais assez d'importance pour compenser. La titrisation change complètement les formes de coordination antérieures des banques. Aujourd'hui, certaines entreprises exigent de nouveau des

crédits non titrisables de leur banque dans certains cas, pour ne pas être confondues avec les entreprises de moins bonne qualité. On pourrait s'interroger sur les avantages à conférer à ces crédits, comme à d'autres mesures permettant de responsabiliser les financiers.

Deuxième exemple : l'exception de jeu qui était présente dans le code civil allemand jusqu'à 1985. Elle n'empêchait pas la spéculation, mais la modérait, en responsabilisant les banques et les intermédiaires financiers en général.

Malheureusement, il est facile de plaider les solutions radicales (tout marché, pas de marché) mais très difficile de trouver des solutions modérées, efficaces, qui entretiennent la concurrence sans être débordées par elle. En Allemagne, le mot « Leitplanken » a été utilisé pour cette politique idéale, pour suggérer que même sur les autoroutes de la finance il faut des « glissières de sécurité » pour aller vite sans accident. Dans les années 1990, refuser les innovations financières serait apparu comme une hostilité politique envers le marché, et était donc exclu dans le contexte politique du moment ; aujourd'hui, l'inverse pourrait se produire si les gouvernements et les financiers ne savent pas s'accorder sur des régulations efficaces.

Pierre-Cyrille Hautcœur : *Peut-on espérer des régulations efficaces ?*

Manfred Zass : C'est très difficile, en premier lieu pour une raison de marché du travail. Les gens les plus dynamiques et les plus créatifs sont là où on gagne le plus d'argent : dans les banques d'affaires. Les fonctionnaires sont en général en retard et moins forts. Il leur est donc impossible de réguler de manière parfaitement efficace en s'adaptant en temps réel à toutes les innovations financières créées dans les banques d'affaires. Donc réduire fortement la complexité des affaires, freiner l'innovation financière sont aujourd'hui indispensables.

Prenons un exemple : le rapport entre fonds propres et engagements des banques (leur *leverage* ou effet de levier) a prodigieusement augmenté depuis 20 ans. La loi concernant la réglementation des banques en Allemagne (*Kreditwesengesetz*) comportait un seul paragraphe réglant la relation entre fonds propres et exposition de crédit d'une banque (§ 10), toute cette législation comptait 68 §. Aujourd'hui, après Bâle 2, les seules règles de solvabilité représentent 340 §, et les spécialistes du marché du § 180 ne savent pas forcément les détails du § 227. Ceux qui connaissent plus ou moins la totalité de la loi n'ont jamais été responsables de la motivation et du contrôle d'une équipe des *traders*. Plus il y a de réglementation, plus il y a de trous par lesquels passer pour y échapper. Ce qui fait que les banques d'affaires sont indifférentes à cette explosion de législation, qui en fait les protège contre l'entrée de concurrents incapables de la maîtriser.

À cause de cette complexité, il n'y a en général pas dans les Ministères des finances de gens assez compétents pour écrire les détails des lois de régulation financière. Ce sont les banques qui les aident... avec les résultats que l'on peut imaginer.

Deuxième problème : la coordination internationale. La concurrence entre pays empêche, même en Europe, de réduire nombre des problèmes liés aux excès du marché. La Commission européenne fait des compromis sur la base de la régulation la plus faible, comme le suggèrent souvent les Anglais. Il faudrait un gouvernement économique pour la zone euro, mais Londres exige de participer et bloque. Même la crise ne peut conduire à un gouvernement européen que si tous les pays sont touchés en même temps et dans la même dimension, ce qui pour l'instant n'est pas le cas. Pourtant, si l'on n'y arrive pas, le risque d'une montée populiste n'est pas négligeable.

Bertrand Badré : On a tenté de faire fonctionner un marché mondial en l'absence d'institutions régulatrices qui fonctionnent à la même échelle. C'était un rêve que beaucoup de libertariens américains appréciaient, même si en général les Européens voulaient depuis longtemps mettre en place des outils de régulation internationale. Au delà de cet affrontement dogmatique, la mise en place de régulations a souffert depuis des années du poids des *lobbies* financiers, spécialement puissants à Wall Street, et jusque récemment à la City, en tout cas beaucoup plus qu'en Europe continentale. Même dans le Dodd Frank Act, les financiers américains se retrouvent : l'un deux

plaisantait récemment sur sa complexité en disant que le seul inconvénient (ou frein) pour son interprétation par rapport à la Bible est que ses auteurs sont encore vivants.

Aujourd'hui, on doit mettre ensemble universitaires, politiques et professionnels de la finance pour redéfinir un système monétaire international stable, un rôle clair pour les instances auxiliaires (comme les agences de notation) et une compréhension commune des outils financiers et de leurs limites. Le rôle des innovations financières doit être compris sur le mode de l'outil de l'artisan : il doit être adapté à un usage, et manié par un professionnel compétent et formé, non par des apprentis (même très bien payés) qui ne comprennent pas ses limites (je pense à la célèbre formule d'évaluation des prix des options de Black et Scholes qui a été parfois utilisée à tort et à travers). Or les outils ont pris le pouvoir : des gérants de fonds d'investissement s'interdisaient encore récemment de rejeter des instruments financiers risqués (et dont ils se seraient volontiers méfiés et écartés) car le faire aurait réduit leurs performances de court terme par rapport aux références (les *benchmarks*), et que leur proximité par rapport aux *benchmarks* était contractuelle, donc à maintenir à tout prix ! Donc l'attitude critique normale a été écartée par l'organisation des professions financières et les normes qui y régnaient. Pire, non seulement les régulateurs ne s'y sont pas opposés, mais ils poussent parfois dans la même direction (comme lorsqu'ils utilisent des notes d'agences privées dans les dispositifs prudentiels ou dans le cadre de leurs interventions). C'est la main qui doit tenir l'outil et non l'outil la main !

Jean-Pierre Jouyet : L'AMF a aujourd'hui plus qu'hier les moyens de ses ambitions. Notre statut, conforme aux règles européennes, combine indépendance par rapport au pouvoir politique et exigence de compétence technique, d'expertise et de forte réactivité.

Cela ne signifie pas que notre organisation ne doit pas évoluer. Elle a su tirer les conséquences et de la crise et de certaines affaires, comme EADS. Immédiatement après la décision de la Commission des sanctions de ne pas sanctionner cette entreprise et ses acteurs pour des faits dont le Collège de l'AMF l'avait saisie, j'ai demandé que l'on en tire toutes les conséquences sur plusieurs plans : du point de vue de la cohérence de la doctrine du Collège et de la Commission des sanctions ; du point de vue de la conduite des enquêtes avec l'adoption d'une charte des enquêteurs ; du point de vue de l'amélioration de la procédure répressive, avec notamment la possibilité pour le Président de l'AMF de faire appel des décisions de la Commission des sanctions et l'introduction d'un droit de réponse des potentiels mis en cause avant la rédaction du rapport d'enquête.

Cette approche a été validée par la Loi de régulation Bancaire et Financière votée en fin d'année 2010 qui, par ailleurs, rehausse le plafond des sanctions de 10 à 100M€ pour les manquements professionnels et fait de la publicité de la sanction le principe et non l'exception (sans parler de la publicité des séances). Cette loi nous donne aussi un pouvoir de transaction que je compte rapidement utiliser pour soulager la Commission des sanctions des affaires les plus anodines.

Quant à nos moyens, l'essentiel des ressources de l'AMF était assis sur des contributions dont le niveau dépendait de l'activité financière de la Place de Paris. En raison de la crise, ces ressources de l'AMF ont diminué de près de 30% entre 2006 et 2009, et ce au moment où l'AMF se voyait confier de nouvelles missions, outre celles que j'ai déjà évoquées - compétence donnée sur les agences de notation, sur la surveillance des ventes à découvert ou nouvelle mission de surveillance du marché des quotas de CO₂ par exemple, et au moment où nous devons développer des instruments de surveillance face aux nouvelles techniques de marché, notamment le *trading* automatisé qui nécessite le développement de moyens informatiques importants. Il était donc urgent de doter l'AMF de nouvelles ressources. C'est ce que fait la loi de finances pour 2011 qui restructure notre modèle de ressources pour le rendre davantage pérenne, notamment en créant une taxe nouvelle assise sur la capitalisation boursière des grandes sociétés cotées, et une taxe sur les salles de marchés des grands établissements financiers français, assise sur les fonds propres, sur le modèle de la taxe systémique.

Pierre-Cyrille Hautœur : *La concurrence entre régulateurs est-elle un problème ? Risque-t-elle de mener à une dérégulation excessive ? Des économistes et des juristes (i.a. D. Rodrick à Harvard ou*

R. Romano à Yale) estiment qu'une homogénéisation excessive des régulations financières régionales (USA, EU, Asie) serait dangereuse. Estimez-vous souhaitable que la Commission Européenne s'efforce de coordonner la réglementation européenne et celle des États-Unis ?

Jean-Pierre Jouyet : L'homogénéisation ou plutôt l'harmonisation ou la convergence réglementaire n'est pas une fin en soi. Elle est au centre des préoccupations de nombreux acteurs – régulateurs, politiques, acteurs financiers – parce qu'elle est nécessaire pour accompagner l'internationalisation des marchés et des activités financières. Ces normes mondiales que nous cherchons peu ou prou à mettre en place ont un objet, assurer une concurrence équitable entre Places financières et éviter une course au moins disant réglementaire dont les investisseurs feraient les frais.

Placer le curseur réglementaire au bon endroit ne peut plus être du seul ressort des autorités nationales et *a fortiori* du marché lui-même. Aujourd'hui, régulateurs et régulés s'affrontent dans une sorte de jeu de « tir de corde » pour déterminer le juste niveau de régulation. Tel est l'objet d'un débat politique et technique, à l'échelon européen bien-sûr, mais aussi au plan international comme le montrent les agendas du G20 et du Conseil de Stabilité Financière. Mieux surveiller les zones de risques, y compris l'émergence ou le développement d'activités non régulées, pour apporter des réponses communes au plan international, et aboutir à des principes communs de régulation, telles sont les priorités du G20 et du Conseil de Stabilité Financière, pour quelque temps encore. Nous devons donc poursuivre nos efforts pour effacer les trous noirs de la régulation, non pas parce qu'« un camp », celui des régulateurs, doit à tout prix gagner contre l'autre, mais dans l'intérêt des épargnants et, ceci découlant de cela, pour contribuer à l'établissement d'un climat de confiance propice au retour des investisseurs vers des placements financiers de long terme et drainer ainsi l'épargne vers l'appareil productif.

Mais il ne suffit pas d'édicter des normes, encore faut-il que leur application soit effective et, elle aussi, convergente. Là aussi, le Conseil de stabilité financière, comme les normalisateurs internationaux que sont l'OICV, le Comité de Bâle et l'association internationale des contrôleurs d'assurances, l'IAIS, ont un rôle clé à jouer dans la surveillance de la bonne mise en œuvre, par chaque pays, des principes adoptés au plan international.

Dans ce contexte, la voix de la Commission européenne doit pleinement s'exprimer, notamment dans le dialogue avec les États-Unis. Le Commissaire Barnier le sait et ne ménage pas ses efforts pour plaider auprès de nos amis américains en faveur de plus de convergence réglementaire entre l'Europe et les États-Unis sur un certain nombre de sujets clés tels que les normes comptables, les règles prudentielles édictées par le comité de Bâle ou encore les bonus des banquiers. Mais pour prendre ce dernier exemple, la convergence et la cohérence réglementaires ne peuvent se limiter à celle nécessaire entre l'Europe et les États-Unis. Les « émergents » aussi doivent jouer le jeu, quand bien même ils considèreraient qu'ils n'ont pas de leçon à recevoir de pays dont les systèmes financiers ont failli alors que les leurs ont plutôt mieux traversé la crise.

Dominique D'Hinnin : Pour les entreprises, il est compliqué que les marchés restent nationaux en termes de réglementation quand l'actionariat est internationalisé ainsi que, donc, les opérations. D'un côté cela met le régulateur en situation de faiblesse par rapport au marché, qui peut contourner aisément les régulateurs sévères. Mais en plus cela crée des situations de sur-régulation pour les entreprises : un émetteur peut par exemple se trouver soumis à des régulations de pays où il n'est pas coté : un investisseur américain qui achète une action Lagardère à une banque américaine peut lancer une procédure de *class action* contre Lagardère pour non respect des régulations américaines alors même que celui-ci n'a rien fait pour attirer l'attention des investisseurs américains ni pour leur masquer une quelconque information. Ceci peut impliquer des coûts élevés, soit dans des procès, soit pour se soumettre à ces régulations différentes, qui peuvent être contradictoires entre elles (ainsi par exemple pour les délais d'annonce d'information lors d'émissions). Des situations juridiques étranges peuvent en résulter, comme plusieurs procès pour le même motif dans des juridictions différentes. Donc les régulateurs et les juges sont trop peu mondialisés par rapport aux

marchés. Même au sein de l'UE, de trop grandes différences demeurent alors que les entreprises européennes considèrent toutes l'Europe comme leur marché intérieur.

Pierre-Cyrille Hautcœur : De manière plus large, on parle d'une taxe « Tobin » sur les transactions financières, qu'en pensez-vous ?

Manfred Zass : Ce serait une bonne chose mais malheureusement il n'y a chez nous que les socialistes qui sont pour. Tobin avait bien vu que l'État n'était pas capable de contrôler toutes les inventions des banques d'affaires, et voyait à juste titre cette taxe d'abord comme un moyen de freiner l'innovation financière. Les politiques hésitent car ils sont conscients que cela aurait des coûts à court terme, comme de diminuer la dose d'un drogué. Certes, on a peu d'idées précises de l'impact économique d'une telle taxe. Mais actuellement, on est dans une situation tellement extrême qu'il est aussi déraisonnable de s'opposer à toute restriction de l'innovation financière qu'il le serait de s'opposer à l'installation de freins sur un camion au prétexte que cela va le ralentir et que c'est coûteux.

Dominique D'Hinnin : La taxe Tobin ne serait pas inutile à condition d'être mondiale. Malheureusement, son adoption mondiale serait très difficile, et les réactions aux taxes des opérateurs financiers sont très rapides : même Londres est en train de perdre nombre d'opérations qui se délocalisent à Hong Kong ou Genève depuis que les revenus de la City ont été davantage taxés. Toutes les grandes banques font facilement de l'arbitrage entre régulation et fiscalité. Même les très grands pays ont un pouvoir de régulation réduit s'il est limité à un seul territoire.

Jean-Pierre Jouyet : Taxer les transactions financières est avant tout une question de volonté politique. Or la vérité oblige à dire qu'elle n'est pas encore là à l'échelon international, un peu plus à l'échelon européen (la France et l'Allemagne sont à la manœuvre, le Parlement européen bien disposé et la Commission souhaite intégrer une partie du produit de cette taxe dans son budget pluriannuel).

Je vois deux avantages à une telle taxe : elle permettrait d'augmenter les ressources financières des États ou de l'Union Européenne et de financer des actions en faveur du développement ; elle pourrait aussi, dans une certaine mesure, contribuer à limiter la spéculation. Mais sa mise en œuvre se heurte à des difficultés pratiques indéniables si on veut éviter des effets collatéraux dommageables : un risque de transfert des activités taxées vers des zones géographiques où la taxe ne serait pas appliquée et un risque de contournement de la taxe, accroissant ce faisant l'opacité des marchés. En effet, les taxes sont le plus souvent perçues sur les transactions aisément identifiables pour en faciliter la collecte (historiquement les transactions sur actions des bourses nationales).

Je soutiens donc le principe de cette taxe, mais en demandant à ce que l'on veille aux conditions de sa mise en œuvre sur un périmètre limité aux activités à faible risque de délocalisation, avec un taux peu élevé, une assiette la plus large possible et en ciblant prioritairement les transactions les plus opaques pour favoriser la transparence des marchés.

Pierre-Cyrille Hautcœur : Y a-t-il d'autres éléments importants que vous souhaitez mentionner ?

Dominique D'Hinnin : Je voudrais attirer l'attention sur un problème un peu différent mais qui est en quelque sorte la contrepartie de la concentration sur le court terme des opérations de marché de nombre d'intermédiaires financiers : c'est la séparation entre le contrôle et l'investissement. On constate aujourd'hui, en parallèle avec l'hyperspécialisation des techniques d'investissement, une professionnalisation du métier d'actionnaire. Voici encore 15 ans, spécialement lors des privatisations, les actionnaires individuels représentaient une part significative de l'actionnariat. Aujourd'hui, si les petits actionnaires parlent quelquefois lors des AG, ce sont les professionnels qui contrôlent l'essentiel des droits de vote. Mais que font les investisseurs professionnels ? De plus en

plus d'entre eux réalisent, *via* des programmes informatiques d'arbitrage, des masses considérables d'ordres dans le but de réaliser des profits à très court terme, et ne se soucient plus vraiment d'orienter leurs ordres – et donc d'affecter l'allocation des capitaux – en fonction de la stratégie des entreprises.

Du fait que leurs décisions d'investissement sont de plus en plus indépendantes de la stratégie des entreprises dont ils achètent les actions, ces grands investisseurs mettent en place séparément un contrôle de la gouvernance de ces entreprises (la gestion des droits de vote). Décision d'investissement et contrôle de la gouvernance sont donc déconnectés. On a vu des cas où des spécialistes de la gouvernance ont appelé à voter contre la présence d'un représentant de leur propre société dans un Conseil d'administration. C'est un effet de spécialisation accrue, qui impose des « murs de Chine » entre les départements, peut-être souhaitables ou inévitables, mais non sans effets bizarres aussi. Dans le même sens, des agences de *rating* (notation) de la gouvernance (conseillant comment voter lors des assemblées générales sur telle ou telle résolution) se développent en dehors des agences de *rating* « investissement ».

Enfin, selon un modèle encore plus étonnant, on voit monter au capital de grands groupes des investisseurs à très long terme qui indiquent ne pas souhaiter participer au contrôle ni tirer de profits spéculatifs d'allers-retours sur les marchés : ce sont en premier lieu les fonds souverains, dont la progression lente, mais continue et durable (1% à 4% du capital par an en moyenne), laisse augurer un pouvoir considérable. Ils sont plus discrets que les investisseurs de type anglo-saxons, souvent bien vus des dirigeants des entreprises (puisque'ils ne les remettent pas en cause), mais porteurs possibles de changements radicaux. Il est clair que leur intervention brutale dans le contrôle et la direction risquerait de susciter des réactions nationalistes dans les pays riches, et qu'ils veillent à l'éviter. Néanmoins, tant que nos pays n'auront pas une stratégie véritable pour remédier au formidable basculement de l'épargne mondiale vers les pays émergents, on ne pourra éviter leur prise de pouvoir à long terme, avec une influence inévitable sur les orientations stratégiques. C'est encore une chose que les financiers de marchés, obsédés par le court terme, risquent de nous empêcher d'observer.