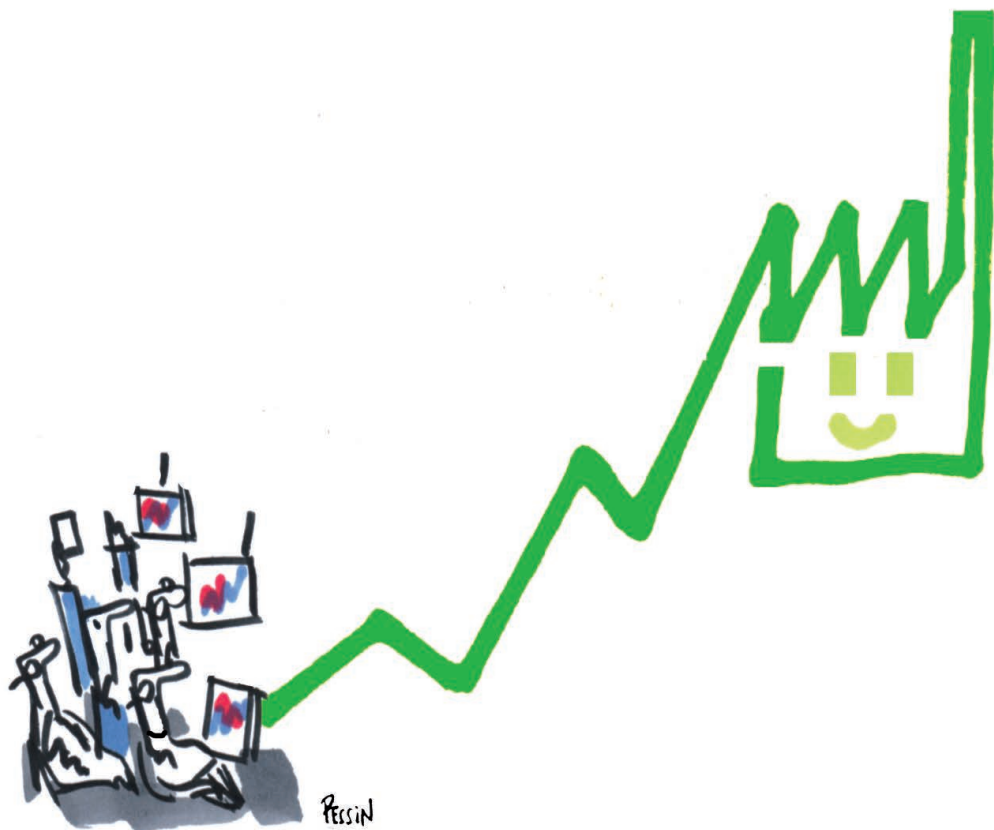


FONDATION  
*CROISSANCE*  
RESPONSABLE  
INSTITUT DE FRANCE

# LA FINANCE RESPONSABLE



# Présentation de la Fondation Croissance Responsable

Placée sous l'égide de l'Institut de France, la Fondation Croissance Responsable, créée en 2010 par d'anciens présidents de l'association Croissance Plus, rassemble des dirigeants d'entreprise de toutes tailles, des représentants de l'entrepreneuriat social, du monde syndical, de l'université, du journalisme et de la recherche économique.

Lieu de débat ouvert et apolitique, elle a pour objectif de faire de la pédagogie auprès du grand public sur l'économie de marché. L'une de ses premières initiatives est d'oeuvrer au rapprochement entre le monde de l'éducation et celui de l'entreprise.

## Notre action :

- Organiser chaque année des événements et produire des publications sur des thématiques économiques et sociales (ex : la croissance, l'ascenseur social, la mondialisation, et en 2013, la Finance responsable), en partenariat avec des lycées et BTS.
- Proposer des stages en entreprise de 3 jours aux enseignants de collège et lycée ainsi qu'aux conseillers d'orientation afin de renforcer le dialogue permanent nécessaire entre les enseignants et le monde de l'entreprise.



## Pourquoi la Finance responsable ?

L'économie ne peut fonctionner harmonieusement dans l'instabilité financière. Elle ne peut pas non plus fonctionner sans la finance. C'est pourquoi la Fondation Croissance Responsable, qui rassemble chefs d'entreprises, syndicalistes et représentants de la société civile, a tenu à réunir une commission pluraliste d'experts dont le mandat consistait à définir les conditions d'une Finance responsable (la liste des membres se trouve en page 4).

Fondé sur plus de vingt auditions (la liste des auditionnés figure en page 4) et plusieurs réunions plénières, le travail de cette commission a été l'occasion de préciser le fonctionnement de la finance, le rôle de ses acteurs, privés et publics et les conditions permettant de la mettre au service de l'économie. Un effort de pédagogie qui, nous l'espérons, sera utile au lecteur, dans un domaine où la technicité empêche trop souvent le débat.

Mais, surtout, le mélange de spécialistes d'horizons différents – banquiers, syndicalistes, consultants, universitaires, journalistes, ONG, etc. – placés sous la direction de Bertrand Collomb, Président d'honneur de Lafarge, a permis de faire ressortir les questions clés du débat actuel sur l'avenir de la finance. La diversité des membres et des personnalités auditionnées a fait émerger la pluralité des arguments, au niveau français, européen et mondial, sur ce que doit être une finance responsabilisée.

La commission a profité des divergences, réelles, qui sont vite apparues, pour décrypter les enjeux et les termes précis des oppositions sur 15 débats clés qui conditionnent l'avenir de l'industrie financière. Le lecteur pourra ainsi se saisir d'arguments jamais aussi clairement exposés pour faire ses propres choix. Si cette commission suscite un débat informé, précis et dédramatisé sur la finance, elle aura rempli son rôle.

Dans la période qui a précédé la crise financière de 2007-2008, le secteur financier s'est développé de façon considérable, avec un essor très important de l'activité et l'apparition d'instruments et d'approches nouveaux pour l'appréciation et la couverture des risques. Mais, alors que certains pensaient qu'une ère nouvelle s'ouvrait où cycles et crises pourraient être maîtrisés, un retour brutal à la réalité s'est produit en 2007-2008. La crise aurait pu avoir des conséquences aussi sévères que la dépression des années 1930. Les gouvernements et les banques centrales ont heureusement mieux réagi, mais les conséquences économiques de la crise n'en sont pas moins importantes.

On peut encore débattre pour savoir quelle a été, dans le déclenchement de la crise, la part des déséquilibres macro-économiques évidents depuis plusieurs années, celle de politiques monétaires très accommodantes et celle d'un dérèglement du système financier. Mais le fonctionnement du système financier y a au moins fortement contribué.

Bertrand Collomb, président de la commission de travail  
Christian Poyau, président des fondateurs de la Fondation Croissance Responsable



# La commission *Finance responsable*

## ► Président :

**Bertrand Collomb**, Président de l'Académie des sciences morales et politiques, Président d'Honneur de Lafarge

## ► Vice-président :

**Eric Delannoy**, Vice-président de Weave

## ► Rapporteur :

**Stéphane Le Page**, Journaliste

## ► Membres :

**Véronique Blanc**, Responsable adjointe du CERPEP et fondatrice de l'association R2E

**Séverin Cabannes**, Directeur général délégué de la Société Générale

**Christian Chavagneux**, Rédacteur en chef adjoint d'Alternatives Economiques, membre de Finance Watch

**Julie Coudry**, ex-Directrice générale de la Manu

**Jean-Marc Daniel**, Professeur d'économie à l'ESCP Europe

**Xavier Lépine**, Président du Directoire de La Française AM

**Jacky Lintignat**, Directeur général de KPMG

**Luc Mathieu**, Secrétaire général de la CFDT Banques et Assurances

**Arnaud Mourot**, Directeur général d'Ashoka

**Georges Pauget**, Président de l'OIFD, du Pôle mondial de compétitivité Finance Innovation et de l'IEFP

**Denis Payre**, ex-Président directeur général de Kiara, fondateur de Croissance Plus

**Laurence Scialom**, Professeur d'économie à l'Université Paris Ouest, membre de Terra Nova et de Finance Watch

**Jean-Marc Vittori**, Editorialiste aux Echos

## ► Equipe de la Fondation

**Nathalie Bobichon**, Déléguée générale

**Camille Vu**, stagiaire

## Les Ecoles Partenaires

L'objectif est de provoquer l'échange avec les élèves des lycées que la Fondation a associés à ses travaux. Parmi ses écoles :

- **Le lycée Apollinaire de Thiais**
- **Le lycée Turgot de Paris**

## Auditions

### ► 23 avril 2013

**Laurent Clerc**, Directeur général de la stabilité financière de la Banque de France

### ► 14 mai 2013

**Daniel Lebègue**, Président de Transparency International France

### ► 17 mai 2013

**Christian Dargnat**, Directeur général de BNP Paribas Asset Management

### ► 21 mai 2013

**Jezabel Couppey-Soubeyran**, Maître de conférences à la Sorbonne, Université Paris

### ► 23 mai 2013

**Philippe Tibi**, Président de l'Association française des marchés financiers (Amafi)

### ► 24 mai 2013

**Jean-Paul Gauzès**, Député européen, membre de la commission des affaires économiques et monétaires

### ► 30 mai 2013

**Gérard Mestrallet**, Président de Paris Europlace et PDG de GDF Suez

### ► 5 juin 2013

**Jean-Paul Pollin**, Professeur d'économie, Université d'Orléans,

membre du Cercle des Economistes

### ► 6 juin 2013

**Laurent Mignon**, Directeur général de Natixis

### ► 14 juin 2013

**Gérard Rameix**, Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF)

### ► 18 juin 2013

**Fabrice Pesin**, Secrétaire général adjoint de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

### ► 25 juin 2013

**Olivier Guersent**, Directeur de cabinet de Michel Barnier, commissaire européen au Marché intérieur

### ► 2 juillet 2013

**Paul-Henri de La Porte du Theil**, Président de l'Association française de la gestion financière (AFG)

### ► 4 juillet 2013

**Thierry Philipponnat**, Secrétaire général de Finance Watch

### ► 9 juillet 2013

**Jean-Michel Beacco**, Directeur général de l'Institut Louis Bachelier

### ► 4 septembre 2013

**Dominique Ceolin**, Président du groupe ABC Arbitrage

### ► 13 septembre 2013

**Mathilde Dupré**, Chargée du plaidoyer Financement du développement au CCFD-Terre Solidaire

### ► 17 septembre 2013

**Serge Maître**, Secrétaire général de l'Association française des usagers de banque (AfuB)

### ► 24 septembre 2013

**Jacques de Larosière**, Ancien directeur général de Fonds Monétaire International et ancien gouverneur de la Banque de France

### ► 25 septembre 2013

**Nicole Pérez**, Administratrice nationale de l'association UFC Que Choisir

**Maxime Chipoy**, Responsable du service des études et des questions de banques et d'assurance d'UFC Que Choisir

# Sommaire

I.	Le rôle de la finance	6
II.	Les objectifs d'une Finance responsable	8
III.	Les critères d'une Finance responsable	13
IV.	La synthèse des débats	17
V.	En conclusion	22
VI.	Les débats	24



# Le rôle de la finance

La commission s'est intéressée en premier lieu à la façon dont la finance remplissait son rôle économique. Il est fréquent de l'opposer à l'économie réelle, comme si le monde financier était « irréal » et fonctionnait indépendamment des autres secteurs de l'économie. Il n'en est bien entendu rien. En France, le secteur financier participe, comme les autres secteurs, à la vie économique par sa valeur ajoutée (5% du PIB national), son nombre d'emplois (700.000 emplois, soit 6% de la population active), ou les technologies qu'il utilise.

Toutefois, la finance n'est pas une industrie comme les autres. Elle joue un rôle absolument essentiel en apportant à l'économie les capitaux dont elle a besoin pour fonctionner, en allouant les ressources d'épargne à des usages productifs. Il ne peut y avoir d'économie sans finance, ni d'économie développée sans finance développée.

Ce financement de l'économie se fait principalement par les banques et par les marchés financiers. Il est donc essentiel d'expliquer le rôle des uns et des autres.

## 1. Les banques, intermédiaires du financement de l'économie

Si banques et marchés contribuent au financement de l'économie, les banques jouent un rôle spécifique en créant et en gérant la monnaie, les moyens de paiement qui permettent aux agents économiques (ménages, entreprises, collectivités locales...) de disposer de l'argent qui est sur leurs comptes en utilisant des chèques, des cartes bancaires, des virements, des retraits automatiques.

Elles financent les besoins de l'économie en consentant des prêts, soit à partir des dépôts qui leur sont confiés, soit en empruntant elles-mêmes sur les marchés. Ce rôle d'intermédiaire transformant l'épargne, souvent de courte maturité, en crédit à plus long terme, est essentiel pour le fonctionnement de l'économie. Pour gérer leur portefeuille de prêts et aider leurs clients à se financer, les banques sont amenées à effectuer des opérations de marché.

Les banques ont aussi un rôle de protection de l'épargne que leurs clients leur confient, pour qui elles ont développé des systèmes de couverture de risques.

Il faut bien distinguer, dans l'action des banques, les risques qu'elles prennent pour elles-mêmes dans le cadre de leur activité pour compte propre, les risques qu'elles portent sur leur bilan, dans le cadre de leur activité d'intermédiaire, et ceux qu'elles pourraient faire prendre, par leurs conseils et leurs produits, à leurs clients.

## 2. Les marchés financiers, lieux de rencontre entre les porteurs de projet et les investisseurs

Les marchés financiers sont les lieux où se rencontrent des investisseurs qui ont de l'argent et des entreprises, des collectivités locales et des Etats qui en ont besoin pour investir ou pour se financer. Les instruments financiers (actions, obligations notamment) qui concrétisent ce financement s'échangent sur les marchés. D'autres instruments plus complexes (notamment des produits appelés « dérivés », car ils utilisent comme référence les instruments précédents) se traitent également sur les marchés, soit à des fins de couverture de risque (éviter un risque de variation de prix pénalisante), soit à des fins de prise de risque (recherche d'un profit lié à une variation de la valeur de l'instrument), que l'on appelle « spéculation ».

Les acteurs des marchés financiers sont, outre les banques, différents types d'investisseurs : particuliers, fonds de pension, sicav ou fonds mutuels, assureurs, fonds de « private equity » ou de capital risque, arbitragistes, « hedge funds » dont certains ont une vocation spéculative et d'autres non...

La répartition des rôles entre banques et marchés est très différente dans les pays, selon leurs traditions ou leurs évolutions économiques. Aux Etats-Unis, où les marchés se sont développés davantage et depuis plus longtemps et où d'autres acteurs financiers ont émergé, environ 30% des besoins de financement des entreprises sont couverts par les banques. En Europe, et particulièrement en France, les pourcentages sont à peu près inversés.



# Les objectifs d'une Finance responsable

La croissance économique dépend, pour une large part, de l'efficacité de son financement. La possibilité d'obtenir des crédits au coût minimum est essentielle pour le développement des entreprises, mais ceci ne doit pas se faire au détriment de la stabilité financière.

La preuve en a été faite même dans la période d'emballlement financier des années 1980-2000, puisque cette période a connu une croissance mondiale inégalée !

Mais le système financier a historiquement toujours vu se succéder des périodes d'euphorie, où les possibilités de gain effacent la perception des risques, suivies de périodes d'effondrement où l'aversion au risque devient aigüe. Les crises financières sont aussi anciennes que la finance, depuis la « tulipomania » en Hollande au 17<sup>e</sup> siècle, la banqueroute de John Law en France au 18<sup>e</sup> siècle, ou les crises américaines du 19<sup>e</sup> et du début du 20<sup>e</sup> siècle qui amenèrent à la création de la Réserve Fédérale (Fed), la banque centrale américaine, et de la Securities Exchange Commission (Sec), le régulateur boursier aux Etats-Unis.

L'histoire nous dit aussi que de longues périodes de stabilité financière, sans bulles financières, ont existé, comme ce fut le cas entre 1945 et 1965, au cours de la période d'expansion économique, appelée les « Trente glorieuses ».

Pour que la finance participe à notre objectif d'une croissance responsable, il faut qu'elle combine un financement efficace de l'économie avec une prise de risque « mesurée », qui n'éliminera pas toutes les crises mais les rendra moins fréquentes et moins sévères, et, en tout cas, à l'inverse des années 2000, éliminera les crises prévisibles, d'ampleur systémique ou mondiale.

Une des clés est donc l'appréciation et la gestion du risque, à la fois pour chaque acteur et pour l'ensemble du système financier.

## 1. Une bonne gestion du risque

La stabilité du système financier ne peut être assurée que si les acteurs font individuellement preuve d'une prise de risque « responsable » (condition nécessaire, mais, nous le verrons pas toujours suffisante).

Ces risques sont de types très différents : certains sont liés à la santé financière des acteurs que l'on finance. La gestion des prêts faite par les banques obéit à des critères



classiques de risque de solvabilité, en évaluant la capacité de l'emprunteur à rembourser sa dette. Ces critères fonctionnent assez bien, comme on l'a vu pendant la crise : les crédits faits aux entreprises n'ont pas fait l'objet de défaillances considérables. Mais certains secteurs sont traditionnellement plus dangereux, comme l'immobilier, quand il s'agit de financer un actif dont la valeur peut varier fortement, - comme ce fut le cas aux Etats-Unis et en Espagne, mais moins en France, en raison de critères d'octroi de crédit plus stricts de la part des banques et de modes de financement et de caractéristiques du marché immobilier très différents. Il en a toujours été ainsi de l'immobilier, où « booms » et « busts » se succèdent régulièrement. Le cas du « subprime » en est la parfaite illustration, puisqu'il s'agissait de crédits accordés précisément à la frange de population la moins solvable du marché.

Mais la crise a aussi montré que des crédits jugés « sûrs », comme les obligations d'Etats européens, sont en réalité risqués (le jugement sur les emprunts d'Etat mexicains avait pourtant subi le même revers, il y a trois décennies).

D'autre part, dans une économie mondialisée soumise à des fluctuations plus rapides et de plus grande ampleur que les économies isolées d'autrefois, les risques de change, de taux d'intérêt, de défaillance de clients, fournisseurs ou partenaires ont augmenté, pendant que des risques nouveaux (évolutions climatiques, risques globaux de réputation, réactions sociales ou politiques...) apparaissaient.

De plus, la demande de régularité des résultats par les investisseurs, aggravée par des normes comptables qui privilégient la valeur instantanée, a poussé les acteurs à chercher à se protéger contre des risques jusqu'alors considérés comme les « risques du métier ». L'innovation financière s'est développée à partir de cette demande, et ses modèles, validés également par les superviseurs, ont pu faire croire à des acteurs, que l'on pouvait effectivement, et efficacement, car à un coût limité, maîtriser ou éliminer beaucoup de risques. Les mêmes modèles ont aussi sous-estimé le risque en minorant la probabilité des événements extrêmes, comme ceux qui se sont produits en 2007-2008.

Or il est essentiel de comprendre que le risque ne disparaît jamais : s'il est possible au niveau individuel de le transférer sur un autre acteur, ou de le partager de façon à ce qu'il soit supportable, l'idée d'un monde sans risques, au niveau global, relève de l'illusion. Gérer les risques relève donc d'abord de la responsabilité de chacun des intervenants. Mais le risque n'est pas parfaitement modélisable ni maîtrisable, car on ne connaît pas l'ensemble des événements possibles, et les réactions imprévues du système économique. Le risque ne peut donc faire l'objet que d'une appréciation, aussi fine soit-elle et l'évaluation du risque n'est pas une science exacte. Par ailleurs, lorsqu'il s'agit d'un portefeuille diversifié, l'agrégation des différents types de risques qui interagissent entre eux engendre elle-même un nouveau type de risque difficile à apprécier ex-ante.

## | 2. Limiter le risque systémique

Supposons qu'une banque dispose de suffisamment de capital pour faire face aux risques qu'elle prend. Cela ne suffit pas à garantir sa stabilité financière, qui repose en

grande partie sur la confiance réciproque entre l'établissement et ses contreparties. En effet, il est lié par ses financements et ses transactions à beaucoup d'autres acteurs, banques ou autres. Il peut suffire que l'un d'entre eux s'effondre pour que cette banque, et toutes les autres, soient emportées dans la tourmente.

Inversement, comme on l'a vu dans l'épisode des « subprimes », une banque (ou un autre acteur de marché) peut avoir généré des crédits très risqués et les avoir revendus (notamment par la titrisation, c'est-à-dire la transformation d'un ensemble de prêts individuels en une sorte d'obligation) à d'autres acteurs, créant ainsi, pour les autres, un risque dont elle s'est défaussée.

Ces deux situations montrent l'importance du risque systémique qui peut emporter l'ensemble du système, y compris les acteurs les plus prudents. Dans le cas des « subprimes », l'affolement des marchés a entraîné un effondrement des prix de tous les produits financiers, susceptible, si les Etats n'étaient pas intervenus, d'entraîner tous les acteurs financiers dans l'abîme.

Jusqu'à cette crise, on pensait que le risque systémique était limité aux banques, parce qu'une banque en difficulté subit instantanément une demande de remboursements de ses dépôts à vue (un « bank run », comme on l'a vu en Angleterre, à l'automne 2007 avec Northern Rock). En fait, on a constaté que les pertes d'opérateurs privés endettés, tenus de liquider leurs actifs en urgence pour se conformer à leurs obligations contractuelles, pouvaient avoir également des effets systémiques.

Au final, l'idée n'est certes pas d'interdire la prise de risque, condition nécessaire à l'innovation et à la croissance, mais de faire en sorte que les conséquences des risques pris soient le plus possible circonscrites à ceux qui en sont la cause, en limitant le coût pour les clients non concernés ou la collectivité. Plus un établissement financier aura un impact systémique, plus il devra être incité à être conscient des risques qu'il fait prendre aux autres, ce qui peut résumer la notion de risque « responsable ».

Limiter le risque systémique nécessite donc de limiter les prises de risque individuelles, d'être capable de mieux les évaluer et les encadrer (un des rôles des agences de notation, mises en cause dans la crise des « subprimes »), mais aussi d'agir sur les interconnexions entre acteurs, ce qui ne peut être fait que par le régulateur.

### | 3. Rendre la régulation plus efficace

Les régulateurs ont un rôle essentiel dans la gestion du risque puisqu'ils définissent le cadre dans lequel évoluent les acteurs financiers, dans les limites données par l'autorité politique. Leur objectif doit être d'essayer d'obtenir la stabilité financière afin de préserver les intérêts des clients du système financier et de favoriser le « bon » financement de l'économie réelle.

La régulation des banques a été historiquement assez rigoureuse, à la suite des crises bancaires du 19<sup>e</sup> siècle et du début du 20<sup>e</sup> siècle. La sortie du système de Bretton Woods dans les années 1970, avec la libéralisation du régime de changes, a changé la donne. Le

développement des marchés financiers s'est alors fortement accéléré. La régulation est devenue plus flexible dans les années 80, quand une certaine théorie financière a mis l'accent sur le développement de l'innovation, et quand l'idée d'un « nouveau paradigme » permettant une meilleure maîtrise des risques s'est répandue.

Mais cette période a aussi montré la difficulté de réguler seulement une partie du système. Les pratiques les plus risquées quittent le secteur bien surveillé pour se localiser ailleurs, surtout si la régulation s'inscrit dans un cadre juridique étroit. Or la capacité d'invention et la compétence technologique des acteurs les plus sophistiqués du système est toujours en avance sur la capacité des régulateurs à les superviser.

Enfin la scène financière est mondiale. Toute régulation stricte dans un pays ou une région donnée risque simplement de déplacer les activités concernées dans une autre juridiction (pratique dite du « regulatory shopping »). Pour autant la région à régulation forte risque de subir les conséquences systémiques mondiales de la défaillance de la zone plus laxiste !

Ce n'est pas une raison pour baisser les bras, d'autant plus que les nouveaux produits et les nouveaux marchés qui permettent éventuellement de contourner les régulations existantes mettent plusieurs années à prendre une dimension systémique. Mais il est important, pour parvenir à une régulation globalement efficace, que les régulateurs travaillent sans relâche à une harmonisation progressive des régulations au niveau mondial. A condition qu'ils en aient les moyens.

## | 4. La particularité des forces du marché

La théorie des marchés financiers, et l'illustration de leur efficacité pour allouer les ressources de capital au moindre coût, ont fait l'objet de développements dans les quarante dernières années, d'ailleurs récompensés récemment par le prix de la Banque royale de Suède en sciences économiques, plus communément appelé le prix Nobel d'économie, décerné, en 2013, à Eugene Fama, Lars Peter Hansen et Robert Shiller. Mais ce prix, attribué conjointement au théoricien du marché parfait et à celui de l'imperfection des marchés, montre les limites de l'apport théorique, et les risques qu'une confiance trop aveugle à l'efficacité des marchés peut faire courir.

Sur les marchés financiers, les acteurs agissent souvent assez différemment de ce que décrit la théorie classique des marchés, selon laquelle offre et demande se rencontrent avec une demande qui se réduit lorsque le prix augmente, jusqu'à parvenir à un équilibre. En effet, le plus souvent, la demande pour un actif dont le prix augmente, loin de se réduire, augmente aussi, chaque investisseur souhaitant profiter de cette tendance de hausse. C'est ainsi que se créent des bulles, que l'on peut parfois reconnaître, mais dont on ne sait jamais à quel niveau elles vont éclater.

Ce comportement mimétique des acteurs financiers, en partie d'origine psychologique, rend l'étude théorique de ces marchés beaucoup plus complexe, et invalide en pratique, dans ce type de situation, beaucoup des conclusions apparemment intéressantes de la théorie.

Or il est clair que l'appréciation des risques dépend précisément du jugement que l'on peut porter sur le fait qu'un marché soit resté dans la zone « rationnelle », où il intègre toutes les informations de l'économie réelle, ou sur le fait que ce marché est entré dans la zone « spéculative », où la hausse de la valeur n'est due qu'à son propre comportement, et dont le lien avec les facteurs rationnels est plus complexe à établir.

La détection et la prévention des bulles d'actifs n'ont pas traditionnellement été considérées comme une responsabilité des régulateurs. Il semble clair pourtant qu'ils devront étendre le champ de leur réflexion et de leur action à ce type de problèmes.

## | 5. La responsabilité individuelle à réhabiliter

Comment éviter la prochaine crise ou tout au moins en limiter la portée ? Ne faut-il pas d'abord que chacun respecte une certaine éthique individuelle ? C'est la responsabilité de chacun, des intermédiaires financiers, des régulateurs, des investisseurs mais aussi des dirigeants politiques.

La crise récente a été le produit d'une faillite des systèmes, et d'une déresponsabilisation de beaucoup d'acteurs. Mais il faut aux décideurs beaucoup de vertu pour prendre en compte les effets que peuvent produire leurs choix en dehors de leur zone de responsabilité. On le voit par exemple dans l'effet que la politique monétaire américaine, fondée sur le soutien à la conjoncture américaine, peut avoir sur les pays émergents.

Il est vrai que la problématique du comportement éthique se pose pour l'ensemble des secteurs économiques. On ne peut pas attendre des acteurs de la finance qu'ils soient spontanément plus vertueux que la moyenne. Alors que les opportunités de profits importants et rapides sont plus grandes dans une partie du secteur financier, on ne peut pas tout baser sur le comportement éthique des individus. Les scandales récents impliquant divers secteurs économiques nous montrent que la recherche du profit comme seule priorité peut avoir des impacts dévastateurs sur nos sociétés. Compte tenu de la portée particulière des décisions du monde financier et des masses d'argent en jeu, le problème de la responsabilité individuelle se pose avec d'autant plus d'acuité que tout comportement négligent ou délictueux peut avoir des conséquences incalculables sur la santé de nos économies et engagent le moyen terme. Cette responsabilité particulière de l'industrie financière est comparable à celle d'autres acteurs économiques à caractère systémique, comme peuvent l'être les producteurs d'énergie nucléaire ou les industries ayant un impact sur la santé publique ou le climat. Ainsi, certaines organisations professionnelles, telles que l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), ont mis en place un code déontologique de régulation interne, reconnaissant implicitement que des comportements « inappropriés » de leurs membres pourraient nuire à leur métier.

Obtenir des acteurs un comportement éthique est-il seulement le résultat d'un système et d'incitations convenables ? Ou peut-on espérer que l'ensemble des acteurs reconnaissent la nécessité de mieux observer des règles éthiques, autrement dit des règles objectives et communément définies ?

# Les critères d'une Finance responsable

Comme on l'a compris, le terme de Finance responsable désigne pour nous, non un domaine limité où l'investissement se pratique, avec des objectifs de responsabilité (ce qu'on appelle souvent l'investissement socialement responsable, ou ISR), mais un système financier global qui contribue à une croissance responsable en permettant un financement efficace de l'économie tout en réduisant l'instabilité du système et en protégeant les intérêts des clients de la finance, en particulier chacun d'entre nous.

Nous nous situons dans la perspective d'une économie libérale et ouverte, où le système financier est par essence global, et nous analysons les comportements dans une perspective mondiale, en nous focalisant lorsque c'est possible sur le cas français.

Notre objectif est de formuler un certain nombre de critères de responsabilité en finance. Certains ne font pas l'objet de débats, mais, sur beaucoup de points, il y a débat, et la meilleure solution n'est pas toujours évidente.

Si, sur la base de ces critères, la commission a cru pouvoir formuler des recommandations sur certains points, elle s'est souvent limitée à expliciter le débat, en cherchant à démystifier les idées reçues, en montrant la complexité du sujet. L'équilibre à trouver entre efficacité, innovation, développement et réduction des coûts d'une part, et limitation des risques, protection des utilisateurs, et plus grande stabilité et compréhension d'autre part, n'est nullement évident, et demandera du temps pour s'établir en fonction des contextes économiques.

Cet équilibre est d'autant plus difficile qu'il doit être, sinon identique, du moins voisin entre des zones de tradition culturelle et de tendances politiques différentes, et qu'il s'appuie sur le comportement d'acteurs aux traditions, intérêts et enjeux parfois différents.

Cette tentative de caractérisation de la notion de responsabilité dans la finance se traduit au final par la volonté de trouver ou respecter des équilibres de fonctionnement, dans l'ensemble des champs où elle s'exerce, entre des tentations comportementales extrêmes : la recherche du profit comme unique finalité d'un côté, la recherche du risque zéro comme objectif de l'autre. Dans le champ économique la notion de responsabilité dans la finance se retrouve dans la recherche d'un équilibre délicat entre valeur actionnariale de l'établissement financier, financement de l'économie et stabilité du système financier. Par conséquent, nous avons choisi de décliner les critères selon quatre axes principaux : le financement de l'économie réelle à long terme, le respect des intérêts des clients, la stabilité du système financier et la nécessité d'une régulation efficace.

Si certains des critères retenus permettent de caractériser à un niveau macroscopique la responsabilité dans le monde de la finance et s'énoncent plus comme des principes pour orienter la décision, d'autres apparaissent suffisamment précis pour faire office de recommandations que la Commission souhaite voir mises en œuvre par les acteurs concernés, au niveau national, européen ou mondial, selon les cas.

## | 1. Responsabilité & financement de l'économie à long terme

Les décisions prises par les acteurs de la finance et les régulateurs devraient respecter les principes suivants, tant au niveau national qu'international, dans un souci de cohérence de fonctionnement des marchés :

- Financer les particuliers et les entreprises, grandes et petites, dans des conditions de risque acceptable pour la collectivité.
- Favoriser l'allocation des ressources financières sur des projets créateurs de valeur à long terme (par exemple, projets d'infrastructures, de mise en valeur de ressources naturelles).
- Ne pas déséquilibrer l'économie des matières premières.
- Favoriser la liquidité des différents marchés dans des conditions de transparence et de fonctionnement satisfaisantes pour la stabilité financière.
- Assurer la transparence et l'efficacité des systèmes de fixation des prix sur les marchés financiers.

## | 2. Responsabilité & respect des intérêts des clients

La relation avec les clients doit se construire sur la base des recommandations suivantes, quels que soient les pays et les produits vendus, afin d'éviter les distorsions de concurrence potentielles :

- Communiquer de façon transparente sur les risques afin que les clients puissent choisir le couple rendement/risque le plus adapté à leurs besoins.
- Réserver la vente des produits et services complexes aux personnes en capacité de les comprendre.
- S'assurer de la bonne compréhension par les collaborateurs des caractéristiques des produits qu'ils proposent.
- Aligner les intérêts de l'établissement avec ceux des différentes parties prenantes, en adaptant notamment une rémunération sur le long terme pour les opérateurs de marché et les dirigeants.
- Ne pas faire prendre des risques non voulus aux clients s'ils n'en ont pas la capacité financière.
- Favoriser la transparence des marchés, tant sur les méthodes de négociation que sur les caractéristiques des produits vendus.

Les différents acteurs, dans le cadre notamment de leurs organisations professionnelles, doivent mettre en place des systèmes de contrôle opératoires permettant d'évaluer les conséquences agrégées des décisions individuelles prises vis-à-vis des clients :

- Satisfaire les demandes des clients tant que cela ne déstabilise pas le système financier, en surveillant l'agrégation des volontés individuelles d'obtenir le meilleur couple rendement/risque qui peut provoquer une accumulation des risques insupportables pour la collectivité

### | 3. Responsabilité & stabilité financière

La stabilité financière est fortement liée à la capacité pour chaque acteur de la finance d'identifier, de limiter puis de gérer efficacement ses risques. Il en découle quelques principes de responsabilité clé, dont les modalités de mise en œuvre font aujourd'hui débat, des efforts importants ayant déjà été réalisés dans ce domaine tant en France qu'au niveau européen ou mondial :

- Subordonner le développement et la rentabilité des opérations financières à l'appréciation du risque de mise en danger du système financier et de la collectivité dans son ensemble.
- Disposer de fonds propres suffisants pour faire face aux pertes éventuelles au regard de la stratégie de prise de risque assumée par les dirigeants.
- Gérer les risques de façon appropriée, c'est-à-dire être en capacité d'identifier, qualifier, mesurer et maîtriser les risques pris et leurs conséquences en y faisant participer l'ensemble de la chaîne de management.
- Mieux comprendre les effets sur les marchés d'une croissance des volumes de certains produits dérivés très au-delà de ceux des produits dont ils dérivent, et, le cas échéant, encadrer leur développement.
- Mener une politique de risque pour chaque activité, qui détaille les types de secteurs, de leviers et de durées sur lesquels l'établissement est prêt à s'engager.
- Rendre compte à la fois aux superviseurs, aux clients et aux actionnaires.
- Rendre transparentes les opérations menées dans les paradis fiscaux, puis prendre les mesures adéquates pour diminuer leur poids dans la finance.
- Privilégier les solutions internes pour renflouer un établissement financier en difficulté sans mettre en danger le système financier et la collectivité dans son ensemble.

### | 4. Responsabilité & régulation

L'objectif d'une régulation responsable, tant à l'échelle nationale qu'internationale :

- Calibrer la régulation pour stabiliser le système financier sans nuire à l'activité.



Il se décline au travers de cinq recommandations à mettre en œuvre à minima au niveau national :

- Faire des études d'impact d'une réglementation au préalable de son entrée en vigueur.
- Etudier les effets d'une réglementation a posteriori et réajuster les mesures si nécessaire.
- Avoir des régulations, y compris des capacités de supervision, qui puissent, le plus possible, anticiper les risques ex-ante.
- Disposer de règles spécifiques pour chaque instrument et s'assurer de leur cohérence entre elles.
- Rechercher en permanence la cohérence entre les mesures réglementaires et la politique fiscale.

La dimension internationale de la régulation constitue un facteur clé de succès important :

- Aller vers une harmonisation du cadre réglementaire au niveau international.
- Délivrer des sanctions justes envers les dirigeants et collaborateurs, avec une sévérité proportionnée au préjudice.
- Veiller à ce que les régulateurs disposent en permanence de la compétence et les moyens technologiques et humains nécessaires à l'accomplissement de leur mission.
- Développer des outils permettant de connaître l'exposition des institutions financières les unes par rapport aux autres.



# La synthèse des débats

Après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, en septembre 2008, les régulateurs sont intervenus pour sécuriser le système financier. Cette année-là, le Conseil de stabilité financière (CSF), une organisation mondiale de la finance, recense pas moins d'une dizaine de chantiers de régulation à lancer. Le G20 qui se tient à Londres, en avril 2009, confirme la mise en œuvre d'une réforme générale. Les Etats-Unis élaborent en 2010 une loi ambitieuse, la loi Dodd Frank avec environ 400 dispositions pour réformer Wall Street et assurer la protection des consommateurs. En se basant sur l'agenda du G20, la Commission européenne a proposé plus de 40 lois, règlements et directives, concernant les banques, les marchés, les produits dérivés, la gouvernance des entreprises... Le commissaire Michel Barnier en charge du marché intérieur et donc de la finance en Europe s'est donné cinq ans pour mener à bien ces chantiers.

Si la phase la plus aigue de la crise financière est désormais derrière nous, l'intervention massive des pouvoirs publics pour circonscrire le sinistre a modifié la donne dans le système financier. Les réglementations ont engendré des changements de comportements chez les acteurs financiers, et ont eu un impact important sur leurs activités. Le financement de l'économie est devenu problématique. La crise économique et sociale s'est installée.

La Commission a choisi de mettre en lumière la responsabilité en finance à travers quinze questions d'actualité, souvent liées entre elles. Ces débats sont ressortis au cours des auditions que nous avons menées et des réunions de la commission. Ils n'ont pu déboucher sur des consensus clairs, montrant la complexité des sujets. Les avis sont partagés, montrant que ce qui est gagné d'un côté peut être perdu de l'autre.

## 1. Peut-il y avoir trop de finance ?

La croissance économique requiert une finance développée. Les marchés financiers et les banques facilitent le placement de l'argent des épargnants à moindre coût et orientent ces capitaux vers les projets à financer. Depuis les années 70, la finance a pris une place importante dans le paysage économique. Jusqu'à la crise, il y avait un consensus sur le fait que le développement du secteur financier favorisait la croissance économique. Depuis, ce postulat a été remis en cause par de nombreuses études récentes.

→ [Est-ce que trop de finance peut pénaliser l'économie ?](#)

## 2. Faut-il encore plus de réglementations ?

A l'initiative du G20 de Londres, en avril 2009, les pouvoirs publics multiplient les réglementations afin d'encadrer les activités financières. Pour certains, ces nouvelles

règles ne vont pas assez loin et ne couvrent pas suffisamment l'ensemble de la finance. Si la régulation colmate des brèches, involontairement, elle peut en ouvrir d'autres. De leur côté, les acteurs du secteur se disent submergés par ce flot réglementaire. La nécessité de trouver le bon équilibre est importante car la stabilité de la finance et le financement de l'économie en dépendent.

→ Faut-il encore plus contraindre réglementairement les acteurs du secteur financier au risque d'handicaper le financement de l'économie ?

### 3. Faut-il plus de fonds propres pour les banques ?

La crise a fragilisé le secteur bancaire. En raison de son rôle central dans le financement de l'économie, les régulateurs ont décidé très tôt de renforcer la solidité des établissements, qui s'exprime d'abord par le montant de leurs fonds propres, pour faire face aux pertes éventuelles. Entre 2009 et 2012, la plupart des grandes banques ont multiplié par deux leurs fonds propres. Les régulateurs leur ont appliqué également des ratios de liquidité. Ce renforcement des ratios bancaires n'est pas neutre sur le financement de l'économie.

→ Faut-il encore aller plus loin, au risque de raréfier le financement de l'économie et le rendre plus cher ?

### 4. Faut-il séparer les activités des banques ?

La taille de certains établissements pourrait engendrer des risques sur la stabilité financière. L'idée d'une séparation a fait son chemin avec pour objectif de réduire le poids des activités de marché au sein des banques de dépôts. Opération délicate à réaliser, à la fois parce que la réalité des risques pris dans les bilans bancaires sont difficiles à appréhender et qu'une grande partie des activités spéculatives sont nécessaires à l'efficacité de l'économie.

→ Faut-il séparer les activités de dépôts des banques et leurs activités des marchés ?

### 5. Comment gérer les difficultés d'un établissement systémique ?

La faillite d'un gros établissement n'est plus à écarter. La taille et les interconnexions du système financier ont fait prendre conscience des risques qu'un tel effondrement pouvait engendrer. La défaillance de Lehman Brothers l'a illustré en 2008. L'Etat avait tendance à intervenir pour sauver une banque en péril. Il engageait l'argent de ses contribuables. Mais est-ce sa responsabilité ? Les régulateurs ont qualifié des établissements dits systémiques et mis en place des plans de sauvetage internes destinés à mieux responsabiliser les actionnaires et les créanciers sur les risques engrangés, au prix d'un renchérissement potentiel du coût du capital bancaire.

→ Comment gérer de façon ordonnée la faillite d'une banque sans engager l'argent des contribuables et des déposants ?

## 6. Quelle régulation pour le shadow banking ?

Les banques étant de plus en plus contraintes par l'empilement des nouvelles réglementations, se pose la question de savoir si elles sont en mesure d'assurer leur mission de financement de l'économie. Aux Etats-Unis, une telle mission est dévolue à d'autres acteurs financiers et aux marchés. Des solutions alternatives, à travers une finance non bancaire, dénommée aussi « shadow banking », se mettent en place en Europe. Des prêts sont faits aux entreprises directement par les compagnies d'assurance. Les particuliers peuvent également financer les PME via des plateformes Internet de financement participatif (« crowdfunding »). Tout cela s'opère alors que le cadre réglementaire n'est pas encore tout à fait opérationnel sur certains segments de ce « shadow banking ».

→ [Peut-on laisser le « shadow banking » financer l'économie sans être régulé ?](#)

## 7. Peut-on simplifier l'organisation des marchés financiers ?

Les marchés financiers en actions et en obligations constituent l'autre pourvoyeur de capitaux à l'économie. Depuis une dizaine d'années, ils ont connu de grandes mutations avec l'ouverture à la concurrence de la négociation des ordres. Des plates-formes visibles et d'autres plus opaques, les « dark pools », ont pris place dans le paysage aux côtés des bourses traditionnelles. En multipliant les lieux de cotation, les réformes prônant la concurrence ont permis le développement du trading à haute fréquence, qui fait des allers-retours extrêmement rapides sur les marchés. Si c'est difficile pour les entreprises cotées et les investisseurs individuels de s'y retrouver, les bourses et les plates-formes de négociation y trouvent leur compte.

→ [Peut-on améliorer le fonctionnement et la transparence des marchés financiers en accompagnant le changement de modèle économique des bourses ?](#)

## 8. Quelle gouvernance des risques pour les établissements financiers ?

Une régulation n'a de portée que si elle est relayée au sein des établissements. Les managements portent la responsabilité de bien intégrer les procédures réglementaires dans le fonctionnement de leurs établissements et de s'y conformer. Cette responsabilité est d'autant plus lourde que la gestion des risques est devenue un des métiers clés et des plus délicats de la banque. Les défaillances d'établissements financiers au cours de la crise ont montré une défaillance dans le contrôle des risques ou une réticence, pour certains d'entre eux, à limiter des activités très risquées mais très profitables. La crise financière a-t-elle provoqué une remise à plat et un renforcement des procédures de gestion des risques ? L'évolution de la gouvernance des établissements se traduit-elle par une plus grande responsabilisation de l'ensemble de la chaîne managériale ?

→ [Peut-on concilier croissance des bénéfices et contrôle des risques ?](#)

## 9. Faut-il encadrer l'innovation financière ?

La finance innove, comme toute industrie, pour fournir les solutions appropriées de placement et de financement à leurs clients. Certaines innovations financières ne semblent cependant pas apporter de réponses au financement de l'économie ou sont trop complexes pour être mises entre les mains d'investisseurs individuels. Pis, même l'utilisation de « bons » produits peut être dévoyée, dès lors que la recherche légitime du profit prévaudrait sur l'intérêt des clients.

→ [L'encadrement des innovations financières doit-il se fonder sur l'utilité sociale ou les risques collectifs qu'elles génèrent ?](#)

## 10. Peut-on mieux contrôler le développement des marchés de dérivés ?

Les marchés de dérivés ont connu un essor phénoménal ces quinze dernières années. Ils agissent sur tous les actifs, matières premières, actions, obligations, devises, produits de taux d'intérêt. Instruments de couverture par essence, ils sont les instruments financiers de prédilection des spéculateurs, car le ticket d'entrée est minime. Seulement, il lie un acheteur et un vendeur dans le temps, jusqu'au terme défini par les deux parties. Et le risque de défaut de l'une des deux est réel. A grande échelle, ces liens entretiennent la réalité d'un risque systémique. L'étendue de ce marché est difficile à appréhender, puisque 90% environ des transactions se font de gré à gré, donc hors des marchés réglementés. Les chambres de compensation, intermédiaires des opérations de dérivés en bourse, sont la solution pour avoir une idée de leur étendue.

→ [Comment contrôler le développement des marchés de dérivés sans perturber le financement de l'économie réelle ?](#)

## 11. Quels sont les freins pour limiter la spéculation sur les matières premières ?

Les produits dérivés ont été, de longue date, utilisés dans le secteur des matières premières comme instruments de couverture pour assurer, par exemple, la vente d'une récolte de blé avant son terme ou l'approvisionnement en minerai de fer d'un aciériste. Au cours des années 2000, les matières premières sont devenues une classe d'actifs, comme les actions ou les obligations, pour des investisseurs en quête de placement rentable. Cette financiarisation inquiète. Si elle accentue les mouvements sur les prix des métaux et des céréales, elle favorise la liquidité sur ce marché, c'est-à-dire la possibilité pour un acheteur ou un vendeur de trouver une contrepartie.

→ [Comment lutter contre la spéculation sur les matières premières sans entraver les fonctions de couverture sur ces marchés ?](#)

## 12. Faut-il une taxe sur les transactions financières ?

L'impôt peut être un outil de régulation en taxant une activité spéculative pour en limiter sa portée. C'est l'un des objectifs de la taxe sur les transactions financières sur laquelle travaillent onze pays de l'Union européenne, dont la France et l'Allemagne. Pourtant, elle n'aura de réelle efficacité que si elle est appliquée par tous et si elle ne cible que les activités supposées nocives, comme le trading à haute fréquence. Dans le cas contraire, les effets contre-productifs liés notamment à la distorsion de concurrence entre les acteurs peuvent s'avérer dangereux pour les équilibres macro-économiques. Elle détruira alors la base taxable, les revenus et les emplois associés.

→ [Peut-on appliquer une taxe sur les transactions financières sans en mesurer l'impact sur toutes les activités financières ?](#)

## 13. Les paradis fiscaux sont-ils utiles ?

Quand la pression réglementaire et fiscale est très forte dans un pays, des acteurs cherchent à y échapper en délocalisant leurs opérations et leurs activités, parfois légales et utiles à l'économie. Les grands Etats se sont attaqués au problème de l'évasion fiscale, mais ont encore peu regardé les aspects réglementaires et prudentiels de ces territoires qui peuvent être source de risque systémique en raison de leur opacité.

→ [Peut-on régler le problème des paradis fiscaux sans aborder celui des paradis réglementaires et prudentiels ?](#)

## 14. Quel financement à long terme de l'économie ?

L'épargne des Français s'oriente principalement vers des produits peu risqués et hors des circuits bancaires, comme le Livret A et l'assurance-vie. Peu d'entre eux sont intéressés par les placements en actions, perçus comme des investissements risqués. L'aversion au risque des épargnants français et la situation économique limitent la capacité de recours des entreprises au marché du capital.

→ [Peut-on assurer le financement à long terme de l'économie sans favoriser une épargne longue ?](#)

## 15. Quelle éducation financière pour les Français ?

Même si la régulation veille à ce que les produits soient simples et compréhensibles et à ce que les conseillers mettent en adéquation leur offre avec le profil du client, la culture financière des Français reste faible. L'enseignement de l'économie n'apparaît qu'au lycée et ne se poursuit que dans quelques filières spécialisées. Un minimum de connaissances financières permettrait à l'investisseur individuel de mieux comprendre ce qu'on lui propose.

→ [Peut-on améliorer les connaissances économiques et financières des Français sans la participation de l'Education Nationale ?](#)

# En conclusion

Après huit mois de travaux, la Commission livre dans ce rapport une vision de la finance qui se veut la plus pédagogique possible. Nous espérons qu'il sera un guide utile pour comprendre les enjeux de ce secteur où gravitent banques, marchés financiers et autres investisseurs, et dont le rôle crucial est le financement de l'économie, des entreprises et des Etats.

Pour aboutir à ce résultat, la commission a tenu une dizaine de réunions, auditionné une vingtaine d'experts de tous domaines, échangé avec des lycéens. Sur cette thématique traditionnellement clivante, difficile à appréhender, parcourue par des idées reçues tenaces, chacun de ses membres a dû sortir de sa posture pour écouter et comprendre les arguments et les objections des autres. Cette confrontation des idées a enrichi le rapport et orienté nos choix vers une mise en lumière de débats qui animent aujourd'hui le secteur de la finance.

Comme tous les membres de la commission n'étaient pas des experts, nous avons pu mesurer la complexité de ce sujet et la difficulté à le rendre accessible au plus grand nombre. Il est nécessaire de comprendre la technicité du sujet pour pouvoir ensuite l'expliquer en des mots simples.

La Commission a défini la Finance responsable comme celle où, grâce aux pratiques et aux comportements de ses acteurs, elle apporte les ressources nécessaires au bon fonctionnement de l'économie, avec une capacité d'appréciation des risques la plus juste possible.

Il est rapidement apparu à la Commission que la notion de responsabilité dans la finance obligeait à trouver en permanence un équilibre délicat entre facilité du financement de l'économie et stabilité du système financier, avec, comme mesure de cet équilibre, le niveau de risque pour les acteurs et la collectivité. Lorsque nous avons commencé à travailler sur cette finance dont l'image avait été ternie par la crise financière, les régulateurs et les acteurs eux-mêmes étaient à pied d'œuvre pour rétablir la stabilité financière. Il n'était pas question pour nous de revenir sur la genèse de cette crise, ni de dénoncer les excès ou les abus qui avaient pu exister. Nous ne pouvions pas non plus ignorer la crise pour nous limiter à des analyses théoriques. Nous avons donc été amenés à discuter les efforts actuels des régulateurs pour établir de nouvelles règles du jeu ou rétablir des anciennes.

Nous avons vu que lorsque leur intervention devient excessive et non coordonnée au niveau international, elle peut provoquer un arbitrage dans les activités des banques et des opérateurs de marché, de sorte qu'une partie des activités à risque se déplace vers la finance non bancaire (« shadow banking ») ou vers des centres financiers offshore, c'est-à-dire vers des espaces moins régulés.

Le secteur est aussi évolutif, et il s'adapte aux nouveaux besoins des clients, qu'ils soient des particuliers, des entreprises, des Etats, des collectivités locales, des établissements financiers eux-mêmes. Les régulateurs ne peuvent alors se contenter d'un cadre réglementaire figé pour des années. Ils doivent le faire vivre. Et le rapport de cette Commission, à partir de la situation de fin 2013, tente de mettre en lumière les évolutions à venir et les débats qu'elles suscitent.

Définir la notion de responsabilité en finance dépasse le cadre de la finance, stricto sensu. La commission a pu mesurer le rôle joué par les dirigeants politiques et les banques centrales dans les orientations financières. Les « subprimes » n'ont pu se développer qu'avec la bénédiction du gouvernement américain soucieux, dans les années 1990, de soutenir l'économie et d'ouvrir le marché immobilier aux classes les plus démunies, donc les moins solvables. Et l'ensemble de la période a été caractérisée par des endettements publics et privés élevés, des politiques monétaires très accommodantes et des taux d'intérêt très bas. Ceci témoigne que la responsabilité est multiple et qu'il n'y a pas qu'une vérité en finance.

Caractériser la Finance responsable était dès lors périlleux. Nous n'avons pas souhaité centrer notre rapport sur des recommandations pour rendre la finance toujours plus responsable : elles auraient été datées dans un contexte économique précis, et auraient répondu à une préoccupation du moment que ne sera pas forcément celle de demain. La compréhension et la mise en évidence des débats nous semblent plus importantes, car elles sous-tendent la capacité à prendre les bonnes décisions à chaque période.

Au fil de nos travaux, nous avons pu établir des critères concrets caractérisant une Finance responsable. Nous en avons dressé la liste. Leur traduction dans des réformes nécessaires dépendra de l'évaluation à chaque instant du chemin qui reste à parcourir, au vu des actions déjà engagées et de leur impact sur l'économie, la croissance et la collectivité. Certains de ces critères doivent se décliner à l'échelle internationale, d'autres s'appliquent surtout à la France. Certains ont un contenu technique, d'autres font appel au bon sens.

Nous espérons avoir ainsi permis une vision plus claire de la finance, loin des clichés et des images figées. Ce rapport se veut avant tout un outil pédagogique. Il comprend des fiches débats où figurent des définitions de termes financiers (signalés en gras et bleu dans le texte), des références à des études, des schémas descriptifs ou explicatifs. La Commission a également produit des vidéos pédagogiques sur les banques, les produits dérivés et la spéculation. Vous pourrez les trouver sur le site de la Fondation Croissance Responsable ([www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr))

# Les débat

1. Peut-il y avoir trop de finance ?	25
2. Faut-il encore plus de réglementations ?	28
3. Faut-il plus de fonds propres pour les banques ?	31
4. Faut-il séparer les activités des banques ?	34
5. Comment gérer les difficultés d'un établissement systémique ?	37
6. Quelle régulation pour le « shadow banking » ?	39
7. Peut-on simplifier l'organisation des marchés d'actions ?	42
8. Quelle gouvernance des risques pour les établissements financiers ?	45
9. Faut-il encadrer l'innovation financière ?	48
10. Peut-on mieux contrôler le développement des marchés de dérivés ?	51
11. Quels sont les freins pour limiter la spéculation sur les matières premières ?	55
12. Faut-il une taxe sur les transactions financières ?	57
13. Les paradis fiscaux sont-ils utiles ?	60
14. Quel financement à long terme de l'économie ?	62
15. Quelle éducation financière pour les Français ?	65



# 1. Peut-il y avoir trop de finance ?

Jusqu'à la crise, il y avait un consensus sur le fait que le développement du secteur financier favorisait la croissance économique. Depuis, ce postulat a été remis en cause par de nombreuses études récentes, dont une du Fonds monétaire international (FMI) explicitement intitulée « Too much finance »<sup>1</sup> (Trop de finance).

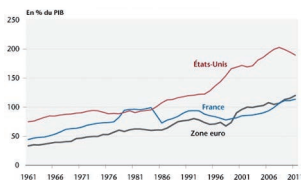
## L'état des lieux

La croissance économique requiert une finance développée. Les marchés financiers et les banques facilitent le placement de l'argent des épargnants à moindre coût et orientent ces capitaux vers les projets à financer. En tant qu'intermédiaire, ils allouent les ressources, essentiellement disponibles à court terme, vers des projets et des innovations qui réclament des financements à plus long terme. De surcroît, l'industrie financière permet d'aider les clients à couvrir leurs risques de taux, de changes, d'évolution des cours des matières premières.

## En débat : Est-ce que trop de finance peut pénaliser l'économie ?

Au-delà d'un certain niveau de financement, la finance pourrait exercer un impact négatif sur la croissance économique. Certains travaux préconisent de ne pas dépasser un encours de crédit privé de 90% à 110% du PIB. Au-delà, les crédits ne viendraient plus financer les projets viables et nourrirait des bulles. Le développement de bulles de crédits s'inscrit ainsi comme un indicateur avancé des crises financières marquée par la croissance excessive du prix des actifs (immobilier, actions, obligations...). De fait, le ratio de la progression du crédit rapporté au PIB montre un recours croissant au crédit au fil des années qui ont précédé la crise. Cette évolution se retrouve dans toutes les grandes crises financières qui ont marqué l'histoire. A ce titre, et au vu du graphique ci-dessous, la France a moins participé à cette croissance débridée.

*Crédits accordés au secteur privé par les banques et autres institutions financières*



Source : Banque Mondiale

<sup>1</sup> Too Much Finance?, Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes and Ugo Panizza, Fonds monétaire international (FMI), juin 2012

Selon certains, le « trop de finance » susceptible de porter un risque systémique concerne le développement des crédits que la finance se fait à elle-même. On le voit à la forte progression de l'endettement du secteur financier en % du PIB au cours des années 2000. Il a fallu la crise de 2007-2008 pour que le mouvement s'inverse. Pour les banques, ce recours à de l'endettement sur les marchés financiers se justifiait par le nécessaire financement de la croissance des crédits.

### L'endettement du secteur financier



Source : Natixis, données exprimées en % du PIB

Certains voudraient mesurer un éventuel « surpoids » du secteur financier à l'aune de la taille des bilans des banques : celui-ci a crû de 80%, entre 2001 et 2011, alors que l'économie européenne ne progressait que d'environ 30%. Une telle comparaison reste toutefois fragile, car la mesure de la taille du bilan des banques est largement tributaire de normes comptables et du mode de financement de l'économie.

### La taille des bilans des banques aux Etats-Unis et en Europe

Le bilan agrégé des dix plus grandes banques de l'Union européenne est beaucoup plus large que celui des dix premières banques américaines : 16.000 milliards d'euros contre 8.000 milliards d'euros. La différence s'explique en grande partie par :

- 1. Les différences comptables**, notamment concernant les produits dérivés et les opérations de pensions livrées, autrement dit de refinancement par prêt de titres, expliquent une grande partie de la différence. Une fois le retraitement opéré sur les produits dérivés, le bilan agrégé des grandes banques européennes se dégonfle de 20%, passant de 16.000 milliards à 13.000 milliards d'euros. A titre d'illustration, à fin 2012, les produits dérivés représentaient 38% du total du bilan de la Deutsche Bank et 22% de celui de BNP Paribas, contre 3% pour JP Morgan ou Citi, ces banques américaines, pourtant très actives sur le marché des dérivés ayant recours à la pratique comptable du « netting », qui permet de dégonfler leur bilan.
- 2. Le soutien direct de l'Etat américain au financement de l'économie**  
 Les agences Fannie Mae et Freddie Mac ont été créées par l'administration Roosevelt pour financer l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis : concrètement, la grande majorité des prêts mis en place par les banques sont transférés à ces agences, délestant d'autant les bilans bancaires. Ces agences sont devenues des sociétés privées cotées avant d'être de facto nationalisées en 2008. A fin 2012, Fannie Mae et Freddie Mac étaient respectivement les 1er et 4e prêteurs sur le marché américain avec un total d'actifs de 5.200 milliards de dollars. En ajoutant Fannie Mae et Freddie Mac parmi les 10 premiers prêteurs américains, la différence avec la taille agrégée des 10 plus grandes banques européennes se

réduit à environ 1.000 milliards d'euros : l'écart apparaît alors minime eu égard à l'empreinte plus forte des banques européennes dans le financement de l'économie (désintermédiation plus limitée).

Une étude empirique de la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>2</sup> met en évidence l'existence d'une « courbe en U », à savoir que le niveau de crédits alloués à l'économie n'est positif pour la croissance que jusqu'à un certain niveau. De même, l'étude souligne que si l'emploi dans le secteur financier dépasse un certain pourcentage de l'emploi national, l'impact sur la croissance de la productivité devient négatif. En France et dans la plupart des pays développés, ce seuil critique n'est toutefois pas atteint. Néanmoins, les tenants du « trop de finance » considèrent que cette situation entraîne un effet d'aspiration des cadres les mieux formés vers les métiers de la finance au détriment des autres secteurs industriels : des talents seraient ainsi « détournés » d'autres emplois productifs au profit du secteur financier et de ses rémunérations plus attrayantes : les ingénieurs se destinant à la finance ne travailleront pas dans l'industrie. Outre le fait que cet argument suppose une hiérarchie, difficile à établir, dans les secteurs où il serait « économiquement bon » de travailler, les effets réels de ce potentiel « effet d'éviction » non seulement seraient très différents selon les pays et restent à démontrer, tant il est difficile de le rendre tangible.

Sur ce sujet du « trop de finance », a-t-on suffisamment de compréhension pour prendre le risque de limiter l'activité économique et de limiter les capacités de financement de l'économie ?

<sup>2</sup> "Reassessing the impact of finance on growth", Stephen G Cecchetti et Enisse Kharroubi, Banque des règlements internationaux (BRI), juillet 2012



## 2.

# Faut-il encore plus de réglementations ?

---

Depuis près de cinq ans, les pouvoirs publics multiplient les **réglementations** afin d'encadrer les activités financières. Pour certains, ces nouvelles règles ne vont pas assez loin et ne couvrent pas suffisamment l'ensemble de la finance. De leur côté, les acteurs du secteur se disent submergés par ce flot réglementaire. La nécessité de trouver le bon équilibre est importante car la stabilité de la finance et le financement de l'économie en dépendent.

### L'état des lieux

En avril 2009, le G20 des chefs d'Etat réunis à Londres a décidé d'engager de grandes réformes du système financier mondial pour stopper la crise et mettre en place un cadre réglementaire plus sécurisé. Chaque grande région du monde s'est saisi des nouvelles **régulations** proposées afin de les adapter à son environnement local. Aux Etats-Unis, l'ambitieuse loi, nommée Dodd-Frank, a été votée en 2010. Elle comprend près de 400 dispositions, sur la réforme de Wall Street et la protection des consommateurs. La Commission européenne a privilégié une approche thème par thème, proposant au total plus de quarante règles, concernant les banques, les assureurs, les marchés financiers, la finance non bancaire (« shadow banking »).

---

#### La régulation s'appuie sur

- **La réglementation** : la définition et la mise en place des règles ;
  - **La supervision** : la surveillance de la bonne application des règles ;
  - **Les sanctions** : les mécanismes de discipline des marchés ;
  - **Le contrôle interne** des établissements
- 

---

### Les principales réformes européennes

**CRD IV** (Capital Requirements Directive), 4e version de cette directive européenne sur les exigences de capital des banques, met en œuvre la réforme Bâle III élaboré par le Comité de Bâle, un forum international de superviseurs bancaires, basé à Bâle en Suisse. C'est une proposition de réforme réglementaire bancaire pour renforcer la solidité des banques, dont l'entrée en vigueur est prévue en 2019. CRD IV est en revanche appliquée depuis le 1er janvier 2014.

**Solvabilité II** est une réforme réglementaire européenne pour les assurances, équivalente à celle de Bâle III pour les banques. Elle vise à renforcer les fonds propres en fonction des risques pris. L'ensemble des mesures devraient être appliquées en 2016.

**EMIR** (European Market Infrastructure Regulation), règlement lié aux infrastructures de marché est entré en vigueur en août 2012. Il a pour principal objectif l'enregistrement des opérations sur les produits dérivés hors des marchés réglementés.

**MIF II** relative aux Marchés d'instruments financiers renforce les exigences de transparence de la première directive, appliquée en 2007. Elle pourrait entrer en vigueur en 2014/15.

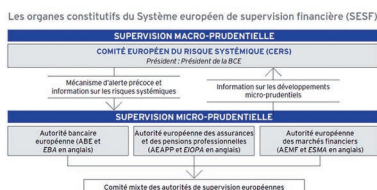
**AIFM** (Alternative Investment Fund Managers), directive appliquée depuis juillet 2013, qui concerne tous les fonds qui ne sont pas déjà réglementés comme les « hedge funds », vise à mettre en place un cadre pour protéger les investisseurs.

Ainsi, six ans après le début de la crise, le cadre nouveau réglementaire à voies multiples souhaités par le G20 n'est pas encore stabilisé.

Une partie des nouvelles réglementations a consisté à renforcer les normes appliquées à la maîtrise des risques au sein de chaque établissement, ce que l'on appelle une approche microprudentielle. Le G20 y a ajouté une nouvelle voie : une supervision macroprudentielle, dont l'objectif est de surveiller le système financier dans sa globalité, en particulier les établissements qui en raison de leur taille et de leurs interconnexions créent un risque systémique.

Si l'intervention des régulateurs était souhaitable, elle a toutefois modifié la donne. Les marchés n'ont pas attendu la mise en place des règles de **Bâle III** et de **Solvabilité II** pour contraindre les banques et les compagnies assurance à s'y conformer, avant l'heure.

Pour appliquer ces nombreuses réformes, certains régulateurs ont vu leur pouvoir renforcé ou leurs missions élargies et l'architecture de la régulation a changé (voir ci-dessous le schéma qui prévaut en Europe).



**Source:** Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Les régulateurs nationaux sont membres des autorités européennes et les relais dans leur pays. En France, il y a l'ACPR pour la banque et l'assurance et l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour les marchés et la gestion.

## En débat : Faut-il encore plus contraindre réglementairement les acteurs du secteur financier au risque d'handicaper le financement de l'économie ?

- **Le rythme trop rapide de la régulation**

Les banques, les assureurs et les marchés, qui étaient déjà régulés avant 2007, mais insuffisamment, comme l'a démontré la crise, le sont encore plus aujourd'hui. «Trop» aux dires des acteurs qui se plaignent du rythme imprimé par les régulateurs. Ils regrettent de voir des études d'impact de certaines réformes réaliser après leur entrée en vigueur, de constater que la révision d'une réglementation soit engagée avant même d'avoir dressé un bilan de la première, comme ce fut le cas avec la directive européenne relative aux marchés d'instruments financiers (**MIF**). La **supervision** des règles déjà mises en œuvre devrait prendre le relais.

De l'autre côté, les partisans de la régulation argumentent qu'une crise d'ampleur historique comme celle des « subprimes » ne peut se régler en quelques mois. Après la crise de 1907 et celles des années 1930 aux Etats-Unis, il a fallu à chaque fois de six à sept ans pour que les nouvelles règles soient stabilisées. Et encore, elles n'ont pas réclamé à l'époque un effort de coordination internationale initial comme celui qui a été mis en place à partir de 2008.

- **Une difficile harmonisation des textes**

Quand il y a trop de pression réglementaire ou fiscale, des acteurs cherchent à l'alléger en allant vers des pays plus souples réglementairement et fiscalement (lire fiche 13, les paradis fiscaux, page 60) ou vers des secteurs moins régulés (lire fiche 6, le « shadow banking », page 39). En ne couvrant pas ces champs, la régulation peut favoriser le départ d'activités risquées des périmètres régulés et susciter des distorsions de concurrence entre les intermédiaires sur leurs différents marchés internationaux où ils se rencontrent et entre ceux qui maintiennent leurs activités et ceux qui les délocalisent. L'harmonisation appelée de leurs vœux par de nombreux établissements financiers peine à se réaliser. Car la régulation est aussi une arme concurrentielle. De surcroît, l'empilement de réglementations, parfois peu cohérentes entre elles, complique la donne pour les établissements internationaux qui doivent investir en technologie et en personnel pour s'y conformer. La Banque de France a comptabilisé une trentaine de points de divergences entre le règlement européen **EMIR**, concernant les infrastructures de marché et la compensation des produits dérivés, et la législation américaine<sup>3</sup> et le constat pourrait être fait pour quasiment l'ensemble des régulations mises en place. De plus, la transposition des directives et règlements européens peut donner lieu à des mises en application qui varient d'un Etat à l'autre en raison de l'interprétation des règles ou encore de la culture financière du pays.... Du côté des partisans de la régulation, on note que la nécessité d'une harmonisation parfaite des régulations peut être un argument pour que rien ne bouge ou bien entraîne le risque d'un moins disant réglementaire comme plus petit dénominateur commun d'harmonisation. A l'inverse, les différences de réglementation entre les différentes zones peuvent aussi se traduire par un mouvement en faveur du meilleur choix, ceux qui vont plus loin pouvant être amené à entraîner les autres afin de généraliser le même niveau de protection.

- **Le retard de la régulation**

L'innovation financière (lire fiche 9, l'innovation financière, page 48) donne une longueur d'avance aux établissements. Les régulateurs y réagissent. Pour réussir à anticiper les changements, les autorités devraient disposer des mêmes outils : des mathématiciens et des ingénieurs de salle des marchés, des rémunérations équivalentes, de ressources technologiques, une veille.... D'un autre côté, il se produit toujours de longues années entre le moment où un investissement innovant est rentabilisé par l'industrie financière, en offrant de nouveaux services et le moment où, éventuellement, cette innovation se trouve potentiellement porter des risques, transmis par contagion. Le retard des régulateurs n'est donc pas dramatique sauf quand il dure du fait de leur volonté de fermer les yeux. Pour autant, le lien entre des établissements financiers et les régulateurs existe en amont du lancement de nouveaux produits complexes. Les conditions d'un dialogue se mettent en place, pour notamment en définir le traitement prudentiel et le niveau de capital que l'établissement devra disposer en fonction du degré de risque que pourrait représenter ce produit.

<sup>3</sup> « Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques », Revue Stabilité Financière, n° 17, Banque de France, avril 2013.

### 3. Faut-il plus de fonds propres pour les banques ?

Depuis le début de la crise, les banques ont beaucoup augmenté leurs **fonds propres** réglementaires pour se conformer aux nouvelles règles et sous la pression des marchés financiers. Rien qu'en 2012, selon le Comité de Bâle, le forum international des superviseurs bancaires, les 101 grandes banques internationales observées ont réussi à lever près de 83 milliards d'euros<sup>4</sup>. Est-ce suffisant ?

#### L'état des lieux

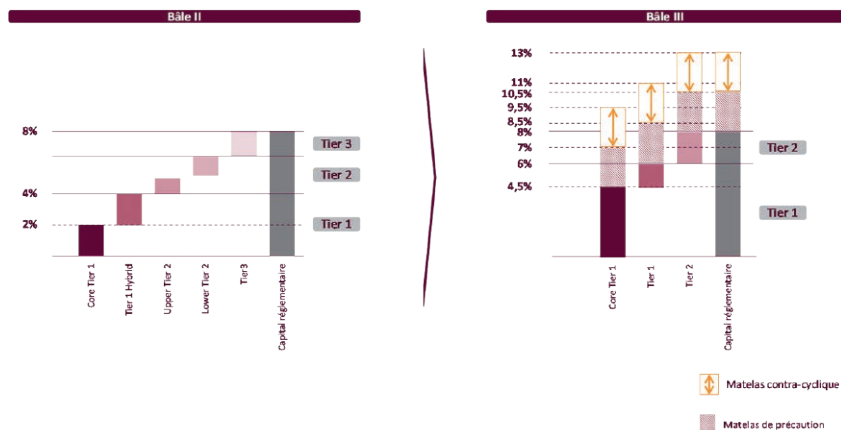
Pendant la crise, les banques ont montré leur fragilité, nécessitant l'aide financière des régulateurs et des Etats, et donc des contribuables, sous forme de capital ou de garanties.

Le Comité de Bâle a adopté en 2009 de nouvelles règles internationales exigeant le renforcement des fonds propres des banques (les règles dites Bâle III).

**Les fonds propres** sont un matelas pour faire face aux coups durs ou aux imprévus, comme la faillite d'une grosse entreprise cliente, une vague massive de retrait de la clientèle ou la dépréciation de la valeur des actifs détenus. A un niveau confortable, ils donnent confiance aux investisseurs et aux clients. La partie la plus solide de ses fonds propres, dénommée Core Tier One, est constituée du capital social apporté par les actionnaires et les bénéfices mis en réserve.

Regardez la vidéo consacrée à la banque sur [www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr)

#### Une plus grande exigence de fonds propres



Source : SIA Partners. Les différences d'exigence de niveau de fonds propres entre la réforme Bâle II et la suivante Bâle III.

<sup>4</sup> « Basel III Monitoring Report », Banque des règlements internationaux (BRI), septembre 2013

Les fonds propres d'une banque sont là pour faire face aux imprévus, aux dépréciations de leurs actifs et des pertes éventuelles sur les crédits. Avec la réforme de Bâle III, les régulateurs ont insisté sur leur qualité, en privilégiant les fonds propres apportés par les actionnaires et les bénéficiaires non distribués. Ils constituent les fonds propres de base, appelés dans le jargon bancaire le « Tier One ».

En absolu, le montant ne signifie pas grand-chose quand il est question de comparer deux établissements entre eux et de déterminer si le niveau des fonds propres est suffisant dans chaque établissement pour faire face aux périodes difficiles. Avec Bâle III, les régulateurs se sont focalisés sur deux ratios.

Le premier est un ratio dit de solvabilité (fonds propres/actifs de la banque) mais ces actifs sont pondérés par les risques (RWA ou « Risk weighted assets ») : lorsqu'une activité de la banque est jugée moins risquée, elle compte moins dans le calcul d'exigence des fonds propres. Ainsi, le total de l'actif d'une banque mesuré en RWA est-il toujours inférieur à l'actif total mesuré en valeur comptable (de 3,5 à 4 fois moins pour les banques françaises). Les banques les plus sophistiquées – les plus importantes – peuvent estimer leurs risques en mettant en place des modèles internes de mesure, qui sont validés ex-ante par les régulateurs et revus régulièrement par ces derniers à l'occasion de mission de contrôle.

Pour compléter le dispositif, les régulateurs ont ajouté un deuxième ratio : l'effet de levier (engagements pris par la banque/fonds propres). Cette fois, les actifs sont mesurés à leur valeur comptable, sans prise en compte de la nature des risques. En le limitant, ils réduisent le risque que peuvent prendre les banques par rapport à leurs fonds propres.

La demande de fonds propres des régulateurs a des incidences à la fois sur la rentabilité des banques, sur le financement de l'économie et sur la stabilité du système bancaire. Elle doit donc être calibrée au plus juste.

## **En débat : Faut-il encore aller plus loin, au risque de raréfier le financement de l'économie et le rendre plus cher ?**

À côté du ratio de solvabilité, les régulateurs anglo-saxons mettent en avant le ratio de levier, comme élément complémentaire de mesure de l'adéquation des fonds propres à l'activité des banques.

En rapportant les fonds propres au total du bilan<sup>5</sup>, le ratio de levier présente le mérite d'une certaine simplicité dans son calcul et d'une comparabilité aisée entre établissements, mais il ignore le fait que deux établissements dotés d'une même taille de bilan peuvent présenter des profils de risque très différents. À l'inverse l'approche pondérée par les risques, qui est au cœur du cadre prudentiel posé par le comité de Bâle, est particulièrement complexe dans sa mise en œuvre et s'appuie sur des modèles internes validés par les régulateurs mais propres à chaque banque. Des études ayant montré une hétérogénéité dans l'appréciation par les établissements du risque lié à des contreparties identiques, les travaux actuellement menés sous l'égide du comité de Bâle visent à davantage harmoniser les modèles internes utilisés par les banques.

<sup>5</sup> Il existe de multiples définitions du ratio de levier, notamment en raison de la difficulté à gommer les différences de normes comptables entre pays.



Les régulateurs anglo-saxons, ainsi que la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>6</sup> et l'OCDE<sup>7</sup>, émettent cependant des doutes sur cette approche que privilégie la communauté financière européenne : les risques étant déterminés par leurs modèles internes d'évaluation.

Au total, si la complémentarité entre les deux approches – ratio de solvabilité, d'une part, ratio de levier, d'autre part – est aujourd'hui largement reconnue, la question principale est celle du calibrage adéquat par les régulateurs des valeurs cibles à atteindre. L'approche privilégiée par les régulateurs internationaux dans le cadre de Bâle III consiste à vouloir faire jouer au ratio de levier le rôle d'un filet de sécurité, pour le cas où les établissements bancaires adopteraient des pratiques insuffisamment conservatrices dans l'appréciation de leurs risques découlant de leurs modèles internes.



<sup>6</sup> Rapport annuel 2013, Banque des règlements internationaux (BRI), chapitre 5, Vers une plus grande résilience du secteur bancaire.

<sup>7</sup> « Business models of banks, leverage and the distance-to-default », OECD Journal, Financial Market Trends, n°103, janvier 2013

## 4. Faut-il séparer les activités des banques ?

---

Parallèlement à leurs activités de dépôts, les banques ont développé, depuis les années 1970, des activités de marchés à la fois pour le service à leurs clients et pour leur propre compte. La séparation des activités vise à réduire la taille des établissements et à isoler les activités de marché. Elle permettrait également de limiter la garantie implicite de l'Etat, en cas de crise, aux seules activités de dépôts. La frontière n'est pas facile à tracer. La pertinence d'une séparation reste également à démontrer, dès lors que les principales défaillances bancaires enregistrées au cours de la période récente ont été le fait de banques de dépôt (Irlande, Espagne) inconsidérément exposées à des bulles immobilières domestiques.

### L'état des lieux

Les régulateurs ont développé chacun leur approche de la séparation des activités bancaires. En 2010, la règle Volcker de la loi Dodd Frank aux Etats-Unis choisit la voie de l'interdiction mais sur un périmètre retreint d'activités. Ainsi, les banques ne pourraient plus avoir des activités de spéculation pour compte propre et devraient limiter les liens avec des « **hedge funds** » et des sociétés de capital investissement (« **private equity** »).

En 2011, le rapport britannique Vickers<sup>8</sup> recommande de loger les activités de banque de détail dans une entité à part.

En 2012, le rapport Liikanen<sup>9</sup>, commandé par la Commission européenne et qui pourrait donner lieu à une directive, suggère de filialiser une grande partie des activités de marché des groupes bancaires dès lors qu'elles représentent plus de 15 à 25 % des actifs de la banque, ou 100 milliards d'euros. Elle comprend les activités de négociation pour compte propre ainsi que l'ensemble des activités de tenue de marché.

Quant à la loi bancaire française de 2013<sup>10</sup>, elle demande une filialisation de certaines activités considérées comme spéculatives.

---

Un « **hedge fund** », dont la traduction littérale est fonds de couverture, est plutôt traduit par fonds alternatif ou spéculatif. Il se distingue d'un fonds traditionnel, qui va gérer l'argent des investisseurs sur les actions ou encore sur les obligations, en développant des stratégies plus complexes censées procurer une performance absolue, donc positive. Les gérants de hedge funds, souvent anciens traders de salles des marchés, n'ont pas les mêmes contraintes que les gérants traditionnels. Ils se couvrent systématiquement pour protéger le capital investi. Pour mener à bien leur gestion, ils utilisent les services des banques et de courtiers qui leur prêtent argent et titres.

Le « **private equity** », littéralement « fonds propres privés », se traduit communément par capital-investissement. Il désigne les fonds qui investissent en capital dans les entreprises non cotées en Bourse.

---

<sup>8</sup> "The Vickers Report", septembre 2011, [www.parliament.uk/briefing-papers/SN06171](http://www.parliament.uk/briefing-papers/SN06171)

<sup>9</sup> « Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE », présidé par Erkki Liikanen, Commission européenne, octobre 2012, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/structural-reform/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structural-reform/index_fr.htm)

<sup>10</sup> "Les 100 mesures de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », juillet 2013, [www.gouvernement.fr/gouvernement/loi-bancaire-le-texte-definitivement-adopté](http://www.gouvernement.fr/gouvernement/loi-bancaire-le-texte-definitivement-adopté)

Les activités de tenue de marché ne sont a priori pas concernées par cette exigence de filialisation mais il faut attendre le détail des conditions d'application de la loi pour savoir exactement où passe la frontière.

## En débat : Faut-il séparer les activités de dépôts des banques et leurs activités des marchés ?

- **La diversification des risques en question**

Certains pensent que sortir les activités de banques d'investissement pour les confier à des entités extérieures pourrait limiter les risques et surtout limiter les garanties publiques implicites à la seule banque commerciale et non à la banque d'investissement. Cette limitation des garanties de l'Etat devrait limiter l'aléa moral c'est-à-dire la tendance à prendre plus de risque quand on peut transférer les pertes qui en résulte à un tiers. Les banques commerciales allègeraient leur bilan - un scénario purement théorique puisqu'aucune des propositions de loi et des lois votées jusqu'à présent n'envisage un tel choix de séparation complète. Faux, répond-on du côté des banques universelles dont le modèle illustrerait justement la diversification des risques. Les activités de marché filialisées apparaîtraient plus risquées aux investisseurs. Leurs coûts de financement seraient alors plus élevés. Elles deviendraient moins compétitives et pourraient être rachetées par des acteurs qui ne seraient pas soumis à cette législation. La banque d'investissement a un rôle essentiel dans le financement de marché. Elle place les titres d'emprunt des Etats et des entreprises auprès des investisseurs. De plus, les banques universelles peuvent accompagner les PME par le crédit aussi bien que par le marché.

- **Des activités utiles à l'économie**

Les différentes approches retenues par les régulateurs démontrent la difficulté d'un tel découpage d'activité. Le risque d'une banque dépend du risque des clients mais également du risque de la transaction. Prêter à un « hedge fund », si le prêt est correctement collatéralisé, est peu risqué. Ce genre de fonds répond à des besoins de financement de certains clients et participe à la fluidité des échanges sur les marchés (la liquidité). Les banques seraient dans leur rôle en leur prêtant de l'argent. La faible régulation les concernant est plus problématique du fait de leur niveau de risque élevé.

- **Le difficile cas de la tenue de marché**

L'activité de tenue de marché est un service offert aux clients pour leur placement ou pour leur gestion des risques. Dans des marchés peu liquides, c'est-à-dire où les transactions sont peu nombreuses, un vendeur (ou un acheteur) peut ne pas trouver à tout moment un acheteur (ou un vendeur), le **teneur de marché** fera la contrepartie, c'est-à-dire achètera (ou vendra) pour revendre ensuite lorsqu'un acheteur se présentera.

---

**Le teneur de marché** ou « market maker » est un intermédiaire qui doit conserver un portefeuille de titres car il se porte contrepartie à des cours annoncés à l'achat et à la vente aux investisseurs qui souhaitent vendre ou acheter. Un teneur de marché est exposé aux risques de son portefeuille. Il assure la liquidité en support des émetteurs (entreprises, collectivités locales, Etats...) et des investisseurs.

---

De ce fait, il aura des positions sur le titre en question, qu'il essayera aussi de rentabiliser. Même en étant tournées uniquement vers les clients, les activités de tenue de marché peuvent générer des revenus de la gestion des positions résiduelles. Dans ce contexte, elles ne correspondent pas à des activités pour compte propre. Cependant, il est, dans certain cas, très difficile de distinguer une opération de « market making » d'une opération pour compte propre car il s'agit techniquement du même type d'opération seule la finalité de celle-ci diffère ce qui est compliqué à évaluer. C'est au regard de cette difficulté que la règle Volcker aux Etats Unis n'est pas facile à appliquer et que le rapport Liikanen suggère de cantonner les activités de « market making ».

## 5. Comment gérer les difficultés d'un établissement systémique ?

---

Des banques et des compagnies d'assurances sont considérées comme des **établissements systémiques** de par la taille de leur bilan, leur influence et leurs connexions avec d'autres intervenants. La défaillance de l'une d'entre elles pourrait fragiliser la stabilité du système financier mondial. Le CSF a identifié 29 banques internationales considérées comme d'importantes institutions financières systémiques<sup>11</sup>. A cette liste, il a ajouté, en 2013, 9 compagnies d'assurances<sup>12</sup>, dont les connexions avec les marchés financiers sont importantes.

### L'état des lieux

Le 10 juillet 2013, la Commission européenne a proposé un mécanisme de résolution unique (MRU), fondé sur une autorité européenne à préciser et capitalisant sur la directive « redressement et résolution » en cours de finalisation. L'objectif est de permettre la défaillance d'un établissement financier en préservant ses activités essentielles sans faire appel à l'argent public. Ainsi, la garantie implicite de l'Etat aux établissements bancaires « trop important pour faire défaut » (« too big to fail ») ne sera plus acquise. Mise en application graduelle jusqu'en 2018.

Dans le cadre de la loi française de séparation et de régulation des activités bancaires, promulguée le 26 juillet 2013, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) s'est vu confier les missions de prévention et de gestion des crises bancaires : « son rôle sera notamment de limiter au maximum le recours au soutien financier public ».

---

### Un établissement systémique

Les critères pour identifier un établissement financier d'importance systémique mondial (G-Sifi et « Global systemically important financial institution »), selon le Fonds monétaire international (FMI), le Comité de stabilité financière (CSF) et la Banque des règlements internationaux (BRI).

- La taille mesurée par le total des expositions
- L'interconnexion avec d'autres institutions financières (prêts, marché interbancaire, détention de titres émis par d'autres établissements...)
- La non-substituabilité par une autre institution fournissant les mêmes services

Le Comité de Bâle a ajouté deux autres critères

- Les activités internationales
- La complexité des activités, notamment à travers les produits dérivés négociés de gré à gré.

Chaque critère a le même poids : 20%

---

<sup>11</sup> "Update of group of global systemically important banks (G-SIBs)", Comité de stabilité financière, novembre 2012

<sup>12</sup> "Global systemically important insurers (G-SIIs) and the policy measures that will apply to them", Comité de stabilité financière, juillet 2013

## **Les étapes du mécanisme de résolution bancaire européen**

**Etape 1** - L'établissement doit **bâter un plan préventif de rétablissement**, un testament en quelque sorte, comprenant notamment des cessions d'actifs, afin de restaurer sa viabilité.

**Etape 2** - En cas d'échec du plan de rétablissement, **le plan préventif de résolution est activé**. Il prévoit que les pertes seront imputées aux actionnaires, qui fournissent les fonds propres, aux créanciers dits junior, c'est-à-dire aux prêteurs de dettes subordonnées qui connaissent les risques et qui, en retour, sont mieux rémunérés que les autres créanciers, et enfin aux créanciers seniors si nécessaire. Ils participeront à hauteur de 8% minimum du passif des banques. Les régulateurs privilégient ainsi le renflouement interne (« bail-in ») au sauvetage par l'Etat (« bail-out »).

**Etape 3** - Un **fonds de garantie** alimenté par l'industrie financière complète le dispositif de secours.

**Etape 4** - Une **recapitalisation par le Mécanisme Européen de Stabilité (MES)** sera possible, après que le pays d'origine de la banque aura reconstitué les fonds propres durs (voir fiche « Fonds propres »). C'est l'ultime recours. Ainsi, le contribuable devrait être moins sollicité.

### **En débat : Comment gérer de façon ordonnée la faillite d'une banque sans engager l'argent des contribuables et des déposants ?**

Le dispositif décrit ci-dessus fait encore l'objet de négociations européennes mais les principes fondamentaux ne devraient pas être modifiés, si ce n'est sur le calendrier de mise en œuvre. Un large consensus s'est notamment dégagé pour éviter de mettre en jeu les dépôts.

Pour mémoire, en 2013, les banques chypriotes ont connu d'importantes difficultés. Les ressources de ces banques étant pour l'essentiel composées de dépôts et non d'emprunts sur les marchés (auprès de créanciers dits « seniors »), le gouvernement chypriote a contraint les déposants à contribuer fortement au sauvetage des banques par un prélèvement élevé sur les encours dépassant 100.000 euros. Ce précédent a posé la question de l'opportunité de solliciter les déposants en cas de faillite.

Si les déposants savent qu'ils peuvent être mis à contribution, ils risquent de retirer leur argent, à la moindre alerte. Ce qui fragilise encore plus la banque. S'ils sont mobilisés pour le sauvetage, lesquels seront sollicités en premiers ? De nombreuses PME laissent de la trésorerie disponible sur leur compte. Une ponction mettrait un certain nombre d'entre elles en difficulté.

Dans un souci de stabilité du système, le dispositif qui devrait être mis en place au niveau européen visera à préserver au maximum les déposants.

## 6. Quelle régulation pour le shadow banking ?

---

Alors que les banques sont contraintes par les réglementations, le « **shadow banking** », autrement dit la finance non bancaire, apparaît comme l'alternative pour jouer un rôle croissant dans le financement de l'économie. Canal de diffusion de la crise des « subprimes » en 2007, il peut être mal régulé et est considéré par les régulateurs comme une source de risque systémique.

### L'état des lieux

Le renforcement des contraintes de fonds propres et de liquidités sur les banques a favorisé l'essor du « shadow banking » (« la banque de l'ombre »), un secteur au nom qui fait fantasmer où évoluent une multitude d'acteurs qui transforment les ressources à court terme en financement à moyen et long terme, fonction traditionnellement remplie par la banque.

Pour les uns, ces sociétés font de l'intermédiation sans contrôle du superviseur. Pour les autres, le « shadow banking » concerne toutes les activités financières qui n'accèderaient pas à la liquidité des banques centrales. Or, faire de la transformation sans y accéder peut avoir des conséquences désastreuses, le jour où il y a un problème.

La crise a montré que le transfert de risques de crédits au « shadow banking » augmente le risque systémique dans la mesure où il accroît les connexions au sein du système financier, ainsi que leur opacité.

Dès lors que les banques sont régulées, ces solutions alternatives pourraient être soumises à des contraintes équivalentes. D'autant que la réglementation Bâle III appliquée aux banques pourrait déplacer les activités les plus risquées vers les acteurs les moins régulés de la sphère financière, donc une fois de plus, vers le « shadow

---

Le « **shadow banking** », alias la finance parallèle, alias le système non bancaire, alias la finance désintermédiée, fait l'objet de définitions plus ou moins extensives, selon que l'on inclut ou pas dans cette catégorie des acteurs par ailleurs très régulés, tels que les assureurs. Selon la définition large qu'en donne la Banque centrale européenne (BCE), le « shadow banking » regroupe toutes les activités d'intermédiation de crédit, sous la forme d'une transformation de maturité ou de liquidité, qui prennent place hors du système bancaire régulé. Le « shadow banking » couvre plusieurs catégories d'acteurs qui remplissent pour partie des fonctions similaires à la banque.

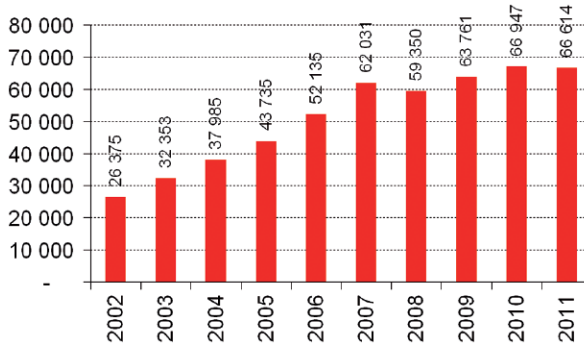
On peut citer les sociétés de titrisation, les fonds monétaires, le capital investissement qui utilise un effet de levier, les hedge funds et le marché du repo, c'est-à-dire le prêt de titres contre liquidités entre banques elles-mêmes. On peut y ajouter les fonds d'investissement, les assureurs, le financement participatif (« crowdfunding »). Le Comité de stabilité financière (CSF) les définit comme des « intermédiaires de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire régulier ».

---

banking ». Une partie de la gestion des risques échapperaient alors à la régulation.

Les régulateurs ont pris la mesure de ce développement. Le Conseil de stabilité financière (CSF) a publié, en août 2013, des recommandations pour un renforcement de la surveillance et la réglementation internationale du « shadow banking ». Il n'est pas question de l'interdire puisqu'il apporte des solutions au financement de l'économie. Un encadrement permettrait aussi de le dédramatiser en y voyant plus clair.

### Les actifs gérés par le « shadow banking » dans le monde



**Source :** CSF, [latribune.fr](http://latribune.fr). Evolution, en milliards de dollars, des actifs dollars d'actifs gérés par le « shadow banking system ». Il représente 111 % du PIB cumulé des pays auxquels le CSF s'est intéressé. Le système bancaire parallèle assure un quart de l'intermédiation financière et les actifs transitant par lui représentent la moitié des actifs passant par le système bancaire « classique ». Les Etats-Unis sont le pays doté du plus gros système bancaire parallèle (23.000 milliards de dollars), juste devant la zone euro (22.000 milliards).

La diversité des intervenants rend toutefois complexe la régulation de ce secteur. Les autorités ont pris le parti de le réguler segment par segment.

Après avoir publié un Livre Vert sur le système bancaire parallèle en mars 2012<sup>13</sup>, la Commission européenne a proposé, en septembre 2013, de nouvelles règles pour maîtriser les risques posés par les fonds monétaires (« money market funds »)<sup>14</sup>. En 2009, elle avait mis en place un cadre réglementaire pour les fonds alternatifs (« hedge funds », capital-investissement et fonds immobiliers).

Le Code des assurances en France a été modifié en juillet 2013 pour permettre aux assureurs de prêter directement aux entreprises<sup>15</sup>. En 2014, le pays va se doter d'un cadre réglementaire pour le financement participatif (« crowdfunding »)<sup>16</sup> qui permet via Internet de collecter des capitaux auprès de particuliers pour financer un projet.

<sup>13</sup> Livre vert « Le Système bancaire parallèle », Commission européenne, mars 2012, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/shadow-banking/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/shadow-banking/index_fr.htm)

<sup>14</sup> « Les plans de la Commission pour maîtriser les risques du système bancaire parallèle : nouvelles règles pour les fonds monétaires », Commission européenne, septembre 2013

<sup>15</sup> « Réforme du Code des Assurances : orienter l'épargne des Français vers les entreprises », Ministère de l'économie, juillet 2013, [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr)

<sup>16</sup> Guides du financement participatif, AMF, [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org), et ACPR, [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr), mai 2013



## En débat : Peut-on laisser le « shadow banking » financer l'économie sans être régulé ?

- **Préserver les spécificités locales**

Si le financement économique en Europe reste assuré à 70/80% par le système bancaire, le « shadow banking » contribue aux deux-tiers des besoins aux Etats-Unis. En Chine, il réalise la moitié des crédits. Le Comité de stabilité financière (CSF) a demandé à ce que les régulateurs prennent en compte ces spécificités, surtout, si des modèles non bancaires ne posent pas de tels risques. Il faut doser pour ne pas mettre en difficulté les économies locales.

- **Et la banque ?**

Pourquoi remettre en question le système bancaire ? Certains acteurs estiment que la banque reste la réponse la plus appropriée au financement de l'économie d'autant que le système a vu son cadre réglementaire renforcé. Ce ne serait plus qu'une question désormais de surveillance. Dans les conditions actuelles, les banques ont un rôle à jouer dans ce passage à un financement par les marchés. Pénalisés par la directive Solvabilité II, qui sanctionne l'investissement en actions, les assureurs français peuvent depuis juillet 2013 diversifier leur placement vers le prêt direct aux entreprises. Seulement, selon les régulateurs, sélectionner les risques de crédit des PME n'est pas leur métier. Travailler avec des banques qui créeraient le produit et seraient tenues d'en détenir une part pourrait être une solution. Des opérations ont déjà été menées en ce sens, notamment en France.

- **Les fonds monétaires encore encadrés**

Les **fonds monétaires** déjà régulés en Europe à travers la directive OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières) sur la gestion d'actifs, sont soumis à de nouvelles règles publiées par la Commission européenne, en septembre 2013, en

---

**Les fonds monétaires** sont des véhicules de gestion collective, comme les sicav et les fonds communs de placement en France qui achètent de la dette à court terme des Etats, des entreprises et des banques.

---

matière de maîtrise des risques. Bruxelles s'est attaqué au pan le plus régulé du dit « shadow banking », mais n'a pas réglé la question de l'encadrement de l'ensemble. La Fédération européenne des banques (FEB) s'inquiète de leur encadrement qui pourrait priver les banques de capitaux utilisés pour le financement de l'économie<sup>17</sup>. Selon les chiffres de la Banque centrale européenne (BCE), ils géraient à fin août 2013, plus de 850 milliards d'euros en Europe.

<sup>17</sup> "EBF concerned by potential funding impact of MMF proposal", Fédération européenne des banques, septembre 2013, [www.ebf-fbe.eu](http://www.ebf-fbe.eu)

# 7.

## Peut-on simplifier l'organisation des marchés d'actions ?

Au milieu des années 2000, des réformes, de part et d'autre de l'Atlantique, mettent fin au monopole des Bourses, devenues des entreprises privées et ouvrent la négociation des ordres à de nouveaux acteurs : les systèmes multilatéraux de négociation. Avec cette concurrence, vont apparaître les « dark pools », des systèmes alternatifs pour la négociation de grosses transactions et le « trading à haute fréquence » qui achète et vend très rapidement sur les différentes places de cotation. Le développement de ces négociations des ordres, pour les uns de façon anonyme et pour l'autre à grande vitesse, pose question. Les entreprises cotées et les investisseurs non professionnels ne comprennent plus le paysage boursier. La question de la simplification de l'organisation des marchés d'actions se pose.

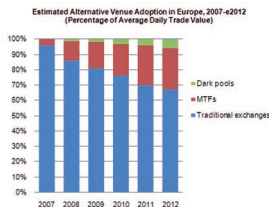
### L'état des lieux

Si le but de ces réformes, la baisse des frais de transactions, a été atteint, elles ont induit des changements dans la manière de négocier les ordres, avec l'émergence de nouveaux acteurs qui bousculent les habitudes et introduisent de l'opacité.

Les « **dark pools** », ces systèmes alternatifs pour la négociation de blocs de titres de façon anonyme, ne jouent pas pleinement le jeu de la transparence pour le confort de certains investisseurs. Cette opacité, alliée à des coûts plus bas, a permis à leur part de marché de croître à environ 10% en Europe en cinq ans et à environ 15% aux Etats-Unis, au détriment de celle des bourses traditionnelles. Destinés aux gros ordres, les « dark pools » traitent également

Un « **dark pool** » (terme dont la traduction pourrait être « pôle de liquidité discrète ») est un système alternatif de négociation qui permet à des investisseurs qui souhaitent négocier des grosses quantités de titres d'éviter de dévoiler avant leur intention, pour ne pas être court-circuités par d'autres acteurs du marché.

### La constante ascension des « dark pools » dans les transactions en Europe



Source : Aite Group, part de marché des « dark pools », des systèmes multilatéraux de négociation, des bourses traditionnelles dans les capitaux échangés quotidiennement en Europe.

des plus petites quantités et privent ainsi le marché d'ordres favorisant le processus de formation des cours des actifs qui y sont traités.

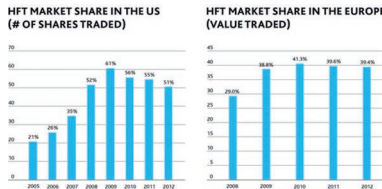
**Le trading à haute fréquence (THF)**, qui se caractérise par des interventions ultra-rapides sur les marchés, est considéré par certains comme un facteur d'instabilité financière. Selon les régulateurs, il est le fait de firmes spécialisées qui ne l'utilisent qu'à des fins personnelles (trading pour compte propre).

Si aujourd'hui, le trading à haute fréquence s'est développé, c'est en raison de la «guerre» que se sont livrées les différentes plates-formes de négociation, c'est-à-dire les Bourses et les systèmes alternatifs, pour attirer les flux de THF, notamment par la baisse des **pas de cotation**. Leur augmentation pourrait écarter les intervenants dont les stratégies dégagent le moins de valeur.

**Le trading à haute fréquence (THF)** ou « high frequency trading » appartient à la famille du trading algorithmique. Il consiste, à l'aide d'algorithmes informatiques, à adresser des ordres au(x) marché(s) avec une latence minimale, de l'ordre de quelques micro-secondes, afin par exemple de tirer parti des différences de cours d'un titre coté sur plusieurs plates-formes ou bourses ou de petits écarts de cours dans la séance. Chaque opération dégage un gain minime, et la profitabilité de l'activité est liée à la fréquence élevée des transactions exécutées.

Le trading à haute fréquence (THF) n'a pas fluidifié les échanges sur des titres pour lesquels les investisseurs trouvaient plus difficilement des contreparties, c'est-à-dire des acheteurs s'ils voulaient vendre ou des vendeurs s'ils souhaitaient acheter. Les investisseurs traditionnels se plaignent surtout que 90% des ordres du THF sont aussitôt annulés. Ces mouvements auraient pour vocation de sonder le marché et de gêner les autres investisseurs et pourraient s'apparenter à de la manipulation de cours.

### Le poids du trading à haute fréquence aux Etats-Unis et en Europe



Source: TABB Group estimate.

Parts de marché du trading à haute fréquence aux Etats-Unis (à gauche) et en Europe (à droite)

### Le pas de cotation

Les actions sont cotées avec un pas de 0,0005 euro, voire 0,0001 euro pour celle dont les cours ne sont pas élevés. Avant 2008, les cours avaient seulement deux décimales, soit un pas de 0,01 euro.

La révision de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) prévoit d'encadrer le trading à haute fréquence et de limiter l'activité des « dark pools » aux seuls échanges de blocs de titres et en plafonnant les volumes réalisés sur un titre donné et de renforcer la transparence post-négociation, après l'exécution des ordres. Les régulateurs américains travaillent également sur ces sujets.

La loi française de séparation et de régulation des activités bancaires, promulguée le 26 juillet 2013 interdit le trading à haute fréquence pour compte propre, dès lors qu'il se caractérise par un taux d'annulation des ordres supérieur à 80%.

### **En débat : Peut-on améliorer le fonctionnement et la transparence des marchés financiers en accompagnant le changement de modèle économique des bourses ?**

- **Le modèle économique des marchés en jeu**  
La suppression du trading à haute fréquence aurait des conséquences sur l'activité économique des marchés boursiers. Elle fournit environ 50% des ordres sur les marchés américains et un peu moins de 40% sur les places européennes. Grâce aux exigences techniques du THF, les marchés boursiers ont pu améliorer les solutions techniques pour leurs membres courtiers « traditionnels », même si ceux-ci peuvent avoir le sentiment d'avoir supporté indûment une part importante de ces investissements.
- **Investisseurs ou émetteurs ?**  
Des grands investisseurs ont besoin des « dark pools » pour réaliser leurs opérations de vente ou d'achat, notamment sur les valeurs moyennes, afin d'éviter que d'autres intervenants ne viennent perturber les cours auxquels les opérations se réalisent. Ils profitent des dérogations, prévues par la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF), à l'obligation de transparence « pre-trade », donc avant l'exécution de l'ordre d'achat ou de vente. En revanche, selon les régulateurs européens, certains opérateurs ne respectent pas les obligations de transparence après l'exécution des ordres, en ne publiant pas les détails des opérations. Cela arriverait parfois avant des OPA ou des prises de contrôle d'entreprises cotées. Les entreprises cotées ne savent alors plus où et à quels prix sont négociées leurs actions.

## 8.

# Quelle gouvernance des risques pour les établissements financiers ?

---

La crise a mis en évidence des faiblesses dans la gouvernance des banques : des conseils d'administration ne disposant pas de compréhension suffisante des métiers de la banque et de capacité d'appréciation des risques, pas assez d'administrateurs indépendants, des comités des risques trop liés à leur direction générale, des rémunérations des dirigeants et des **traders** axées sur les résultats à court terme.

### L'état des lieux

Dans la foulée du rapport Walker<sup>18</sup>, commandé par le ministère britannique des finances et publié en 2009, les publications se sont multipliées sur le sujet. En juin 2010, la Commission européenne a sorti un livre vert sur le gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers et les politiques de rémunération. En 2011, l'Autorité bancaire européenne a livré des lignes directrices sur la gouvernance interne des banques, insistant sur le fait que c'est un élément clé permettant de restaurer la confiance du public. En octobre 2012, le rapport Liikanen remis à la Commission comporte également de nombreuses recommandations en direction d'un meilleur contrôle des risques.

En France, la loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (LRBF) prévoyait le contrôle du respect par les banques des règles d'encadrement des bonus et la mise en place d'un comité des rémunérations dans les banques et les assurances. L'Etat a également instauré une taxe sur les opérateurs de marché en mars 2010. Dans la loi bancaire de 2013, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) voit ses pouvoirs renforcer au sujet des organes de directions. Elle peut, en cas de crise, révoquer un dirigeant de banque ou le suspendre. Elle peut bloquer également le versement des bonus.

La directive européenne CRD IV, en vigueur le 1er janvier 2014, a décidé de plafonner les bonus à la hauteur du salaire fixe ou jusqu'à deux fois, si les actionnaires sont d'accord.

---

Travaillant pour une banque ou un courtier, le **trader**, aussi appelé opérateur de marché, exécute des opérations financières de couverture, de placement ou de spéculation pour le compte d'un établissement ou pour sa clientèle. Il analyse les tendances du marché sur lequel il est spécialisé et tire au mieux parti des opportunités d'achat ou de vente qui se présentent. Il peut faire du market making (tenue de marché) en se portant contrepartie du client après avoir préalablement valorisé le produit selon des modèles financiers. Il gère également la couverture des risques induits par ce produit et tous les risques que nous avons en portefeuille. Son travail se traduit en fin de journée en performance économique.

---

<sup>18</sup> « Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry », novembre 2009, [www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury](http://www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury)

Le précédent texte, datant de 2011, prévoyait le versement différé des bonus sur au moins trois ans et le versement de la moitié de la rémunération variable en actions. Concernant la responsabilité des dirigeants dans la crise, certains Etats ont décidé d'accélérer le pas surtout depuis le scandale de la manipulation du Libor, l'indice de taux interbancaires. En Grande-Bretagne, la commission parlementaire menée par Andrew Tyrie, dans son rapport intitulé « Changer la banque pour de bon »<sup>19</sup>, publié en juin 2013, propose, en cas de manquements, de sanctionner les dirigeants de banque (amende, interdiction d'exercice, emprisonnement). Les actionnaires ont également leur mot à dire. En payant les effets de la crise, certains d'entre eux ont pris conscience qu'ils peuvent exprimer leur mécontentement et révoquer des directeurs généraux de banques lors des assemblées générales.

## L'organisation de la maîtrise des risques peut se décliner en quatre parties :

- 1. La responsabilité des conseils d'administration et leur capacité à apprécier les risques.**

En premier lieu, le conseil d'administration doit s'assurer de l'équilibre du couple rendement-risque et prendre les mesures nécessaires pour y arriver. Pour l'apprécier, les administrateurs doivent disposer des informations et des compétences pour comprendre les risques. On assiste à une professionnalisation de la fonction d'administrateur dans ces domaines-là.
- 2. Une clarification des processus de gestion des risques qui comprennent les mécanismes d'escalade**

La clé dans ces architectures est le mécanisme d'escalade, c'est-à-dire à quelle vitesse les problèmes remontent. L'escalade correspond au moment où le collaborateur doit saisir l'instance supérieure. Dans certains cas, les indicateurs ne remontent pas ou alors de façon décalée. Le rapport Walker recommandait le choix d'une approche transversale entre les risques (crédit, marché, ...) et les métiers (actions, obligations, matières premières...) plutôt qu'une approche en silos, avec la gestion des risques de marché d'un côté et celle des risques de crédit de l'autre, qui dans le cas des subprimes s'était révélé particulièrement inefficace.
- 3. Une appropriation par toute la chaîne de management des problématiques de risque**

C'est là où la fonction managériale est essentielle. L'information remonte au patron des risques, puis à la direction générale et enfin au comité des risques. D'abord, celui interne à la banque puis celui du conseil d'administration. Dans la banque, quand il y a un problème sérieux, le comité interne alerte le président du conseil. Le rapport Walker préconisait que le directeur des risques rapporte au conseil d'administration, composé de préférence d'administrateurs aptes à comprendre les risques de l'établissement, et de créer un comité des risques distinct du comité d'audit qui serait recentré sur l'étude des comptes. Ce rapport ne fait toutefois pas l'unanimité.

<sup>19</sup> « Changing banking for good », commission parlementaire sur les standards bancaires, présidé par Andrew Tyrie, juin 2013, [www.parliament.uk](http://www.parliament.uk)

#### 4. La rémunération des acteurs

La rémunération est d'abord un outil d'attraction et de motivation des équipes. Par contre, elle peut contribuer à créer ou augmenter des risques si elle incite à réaliser des transactions à forte rentabilité apparente mais à fort risque. Il est donc important de la structurer de façon à éviter, si possible, ces excès. A ce titre, la rémunération peut être aussi un outil de contrôle des risques.

### **En débat : Peut-on concilier croissance des bénéfiques et contrôle des risques ?**

- **Renforcer le pouvoir des contrôleurs**

Aucune organisation de gouvernance particulière n'a prouvé son efficacité. Il n'y a pas de modèle idéal. Le seul consensus existant dans la littérature de recherche concerne cependant le lien entre le renforcement du pouvoir des contrôleurs internes et la maîtrise des risques. Il faut donc trouver les moyens, y compris par le niveau des rémunérations et une organisation adéquate, de donner au contrôle du risque les outils nécessaires à l'exercice de ses prérogatives, en renforçant leur autonomie et leurs capacités de saisie des instances de gouvernance, en particulier lors des périodes d'euphorie financière, quand la pression des opérationnels est la plus forte. C'est ensuite un problème de management et de personnalité.

- **Le paiement en actions, une panacée ?**

Le versement du bonus sur trois à cinq ans, autrement dit le lissage, et le paiement en actions des opérateurs de marchés permettent d'aligner les intérêts des collaborateurs de la banque avec ceux de ses actionnaires et de ses déposants. Le lissage a l'avantage de pouvoir créer un phénomène de malus. Si le trader perd de l'argent au terme d'une année, son employeur peut l'imputer sur ce qu'il lui doit encore. Aussi sophistiqués soient-ils, les mécanismes de rémunération ne peuvent toutefois à eux-seuls garantir l'absence de prise de risque inconsidérées de la part d'opérateurs.

- **Une surcharge pour l'entreprise**

Pour ne pas perdre leurs collaborateurs, en plafonnant les bonus au même niveau que le montant de leurs salaires fixes, les banques sont amenées à augmenter les salaires fixes et donc à alourdir leurs charges. Les traders assurés d'un salaire plus confortable pourraient être moins motivés par la quête de performance. Par ailleurs, les bonus lissés devraient être rattachés à l'exercice comptable des opérations. En France, une partie des bonus passés est supportée par des exercices comptables futurs. Les établissements doivent gérer alors un passif social.

- **Une nécessaire harmonisation du cadre réglementaire**

Dans une économie mondialisée, des pays ont bâti un cadre fiscal et législatif favorable à ces rémunérations et attirent les talents.

# 9.

## Faut-il encadrer l'innovation financière ?

---

Toute industrie innove. La finance n'échappe pas à la règle. Si l'innovation financière répond aux besoins de financement de l'économie, l'opinion publique la voit comme complexe et dangereuse.

### L'état des lieux

Les régulateurs se disent prêts à réguler et à surveiller l'innovation financière mais pas à la bloquer. Les mesures prises concernent avant tout la négociation, plutôt que la création, de ces nouveaux produits, notamment à travers l'encadrement du marché de dérivés négociés de gré à gré (lire fiche 10, les marchés dérivés, page 51).

En France, les acteurs sont agréés pour l'exercice d'établissements de crédit ou celui d'entreprise d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et pour celui des sociétés de gestion par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Seule cette dernière agréée les produits, en l'occurrence les OPCVM, c'est-à-dire les sicav et les fonds commun de placement. Elle vérifie surtout si le produit répond à un certain nombre de normes juridiques. Ses caractéristiques sont alors consignées dans un document d'information clé pour l'investisseur (DICI). L'AMF autorise également la commercialisation des produits de gestion dès lors qu'ils ont été agréés par un autre régulateur de l'Union européenne. Les régulateurs interviennent plus en aval de l'innovation financière pour surveiller son évolution sur les marchés et sa commercialisation.

Tous les produits financiers ne suivent pas ce parcours. La réglementation est sectorielle et segmentée. Depuis 2006, la Commission européenne cherche à appliquer les mêmes règles à tous les produits financiers, qu'ils soient de banques, de compagnies d'assurance et des marchés pour protéger les épargnants face aux risques. Ce projet de directive s'appelle Prips

---

### Des innovations financières

**La titrisation des créances bancaires** est apparue aux Etats-Unis au début des années 1970. Elle consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances, à travers une société ad hoc. Ces titres s'appellent des ABS (« asset backed securities »). A l'origine, ils ont donné des liquidités aux banques pour financer l'économie. Dans les années 2000, ils ont été massivement utilisés pour les crédits « subprimes ».

**Le « Credit Default Swaps » (CDS)** est un instrument dérivé qui protège contre le risque de défaut d'un emprunteur. Certains investisseurs les ont achetés, sans avoir de capital à garantir, les utilisant comme instrument de spéculation. C'est ce que l'on appelle un **CDS « nu »**. Le CDS a été créé par la banque d'investissement JP Morgan en 1994. Leur rôle dans les crises des « subprimes » en 2007 et de la dette souveraine en 2010 (la faillite de la Grèce a joué un rôle dans cette crise, ne l'oublions pas) a montré un développement anarchique, loin des aspirations du début.

**Le « crowdfunding » ou financement participatif** ne date pas d'hier. C'est l'utilisation du canal Internet qui a remis au goût du jour le don et le prêt entre particulier. Les PME peuvent y trouver des capitaux.

---



(Produits d'investissement de détail packagés). L'une des mesures phares est l'application du Dci pour tous les produits.

Quand l'innovation donne naissance à des produits dont les montants et les risques croissent inexorablement, il est nécessaire d'avoir des outils de mesure et d'amener à une certaine standardisation.

En 2010, l'Autorité des marchés financiers (AMF) avait publié une position sur la commercialisation des instruments financiers complexes.

Ce que les clients exigent de leurs intermédiaires peut amener ces derniers à des innovations financières peu responsables ou risqués. Afin de satisfaire leurs clients dans un environnement de taux bas qui rendent moins attrayants les produits classiques (Livret A, sicav monétaires...), les établissements ont créé des produits de plus en plus complexes, comme les fonds à formules, pour améliorer le rendement. L'innovation financière peut également avoir un objectif d'optimisation fiscale, et auquel cas, elle peut ne pas présenter d'utilité sociale.

## **En débat : L'encadrement des innovations financières doit-il se fonder sur l'utilité sociale ou les risques collectifs qu'elles génèrent ?**

- **Une « agence du médicament » des produits financiers ?**

Les médicaments mis sur le marché sont préalablement testés. La question posée est de savoir si l'équivalent devrait exister en matière de produits financiers dans un contexte où existent déjà des garde-fous :

- En ce qui concerne les particuliers, l'équivalent d'une telle agence du médicament existe de fait dans la mesure où les produits faisant appel à l'épargne (OPCVM notamment) sont soumis à l'agrément de l'AMF, tandis que les produits les plus complexes ne peuvent être vendus qu'à des investisseurs avertis (directive MIF sur les marchés d'instruments financiers). Néanmoins, si les produits sont agréés, il conviendrait de réfléchir à la possibilité de les tester avant leur mise effective sur le marché.

- Les investisseurs professionnels, mieux à même d'apprécier les risques, peuvent aussi s'appuyer sur les avis des agences de notation en ce qui concerne les produits de dette.

Par ailleurs, les deux techniques ou produits financiers au cœur de la crise financière - le crédit immobilier qui en est la source et la titrisation qui en a été le vecteur de propagation - sont d'usage courant et ne présentent pas en soi un facteur de danger susceptible de provoquer leur interdiction par une éventuelle « agence du médicament » des produits financiers.

Il n'en reste pas moins que les asymétries d'information entre vendeurs et acheteurs de produits financiers justifient pleinement d'introduire dans l'écosystème des tiers de confiance. C'est en particulier le rôle dévolu aux régulateurs mais aussi aux agences de notation, ces dernières s'efforçant aujourd'hui de regagner la crédibilité en partie perdue lors de la crise.

- **La complexité des produits**

Avec un produit simple, comme une action, un investisseur peut perdre de l'argent. Avec un fonds garanti, dont la fabrication est complexe, car le concepteur va utiliser des produits dérivés pour lui garantir son capital, il serait assuré de ne pas perdre. Si

les établissements ne peuvent pas faire de produits simples pour assurer un meilleur rendement à leurs clients, ils doivent être en mesure de leur expliquer la nouvelle offre et les risques inhérents, ainsi qu'aux conseillers des réseaux et de vérifier qu'ils ont bien compris avant de leur vendre. La directive européenne Marchés d'instruments financiers (MIF) insiste sur la nécessaire adéquation entre les produits proposés et le profil de risque des clients.

- **Associer les contrôleurs des risques au lancement des produits**

Au sein des établissements, il existe des comités de nouveaux produits à qui sont soumises les innovations maisons. Les équipes des contrôles des risques sont des acteurs essentiels de ces comités. Les directeurs des risques président ou coprésident les comités nouveaux produits. Il apparaît crucial que l'ensemble des facteurs de risque soient bien pris en compte dans ces processus internes d'approbation des nouveaux produits, en intégrant naturellement les risques portés par les clients. Le développement des pressions consuméristes et la sévérité accrue des régulateurs à l'égard des pratiques de « mauvaises ventes » vont dans ce sens.

Certains pensent que la direction générale devrait systématiquement valider les décisions des comités risques en s'assurant de la bonne compréhension du produit et de ses limites d'utilisation potentielle, même si le caractère opérationnel de cette mesure pose question. Par ailleurs, le concepteur devrait penser également à la valorisation du produit dans le temps et à la possibilité qu'il soit vendu de gré ou en bourse.

- **Dynamiser la régulation**

Les régulateurs ont par construction un train de retard sur l'innovation financière : même si leurs moyens se sont considérablement renforcés depuis 2007 et pour certains sont arrivés à un niveau adéquat, d'autres considèrent qu'ils n'auront structurellement jamais les mêmes possibilités d'attirer les talents que l'industrie financière, créant ainsi un décalage de compétences plus criant dans certains pays que dans d'autres. Ils devraient pouvoir décrypter les formules complexes de certains produits actuellement proposés et voir s'ils répondent vraiment à un besoin pour l'économie réelle. Pour ce travail, ils pourraient faire appel à des mathématiciens et des scientifiques qui travaillent habituellement dans les salles des marchés des établissements pour renforcer leurs équipes afin de mieux évaluer les risques des innovations. Le contrôleur bénéficie de la durée pour maîtriser les innovations de la finance : il faut plusieurs années avant que de nouvelles sources de profits se révèlent éventuellement dangereuses et introduisent du risque systémique. Par ailleurs, un dialogue informel existe entre établissements financiers et régulateurs en amont du lancement de nouveaux produits complexes, notamment pour en définir le traitement prudentiel, lequel devient punitif lorsque le produit est jugé trop risqué, etc.

- **Le danger de la standardisation**

Si la régulation contraint l'innovation financière par une recherche de standardisation, elle pourrait bloquer la recherche de produits personnalisés qui répondent à des besoins spécifiques de clients. C'est pourquoi les régulateurs devraient être associés dès le début à la surveillance des nouveaux produits afin de pouvoir mettre en balance les services rendus aux clients et l'éventuelle toxicité du produit. Celle-ci n'étant susceptible de se révéler qu'après un certain temps, les superviseurs devraient continuer à les surveiller tout au long de leur vie.

# 10.

## Peut-on mieux contrôler le développement des marchés de dérivés ?

---

Selon la Banque des règlements internationaux (BRI)<sup>20</sup>, organisation financière internationale qui regroupe les représentants des banques centrales et des superviseurs, le marché de **produits financiers dérivés**, qui « dérivent » d'actifs déjà cotés (comme les matières premières, les actions, les obligations, les devises, les taux d'intérêt...) pesait, à la fin 2012, près de 633.000 milliards de dollars, soit neuf fois le PIB mondial. En dix ans, sa taille a septuplé. Dans le même temps, l'économie mondiale n'a que doublé. Ce montant qui représente **la valeur du notional** des produits dérivés négociés de gré à gré, donc hors des marchés réglementés, alimente environ 90% des volumes traités sur les produits dérivés dans le monde.

---

**Un produit financier dérivé** est un contrat ou une option entre un acheteur et un vendeur, dont la valeur est dérivée d'un actif sous-jacent (une matière première, un taux d'intérêt, un change, une action...) et qui fixe les conditions (prix, date, quantité) d'une livraison future de cet actif. Le prix payé pour le contrat ou l'option équivaut est faible au regard de la quantité à recevoir. C'est l'effet de levier. Le produit dérivé permet de couvrir un risque ou de spéculer.

Regardez la vidéo consacrée aux produits dérivés sur : [www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr)

---

### L'état des lieux

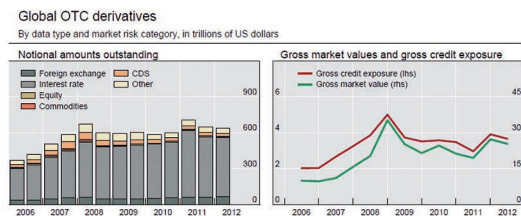
Si la hausse des échanges sur les marchés des produits de dérivés n'est pas répréhensible et montre plutôt la vitalité de cette activité financière, elle renforce la multiplication des interconnexions entre les investisseurs dans le secteur financier et la montée du risque systémique. Un produit dérivé engage en effet deux parties, un acheteur et un vendeur, dans le temps.

La BRI a publié en septembre 2013 son étude triennale sur l'état du marché de gré à gré des produits de dérivés de taux d'intérêt, les échanges entre les intermédiaires de ces marchés et les autres institutions financières (banques, fonds mutuels, fonds de pension, assureurs, hedge funds...) ont progressé entre 2010 et 2013 pour représenter 58% des montants.

La part des échanges entre intermédiaires et entre ceux-ci et les institutions non-financières (entreprises et Etats) a baissé, pour atteindre respectivement 35% et 7%.

<sup>20</sup> Etude triennale des banques centrales sur le marché de gré à gré des dérivés de taux d'intérêt en avril 2013, Banque des règlements internationaux, septembre 2013 – [www.bis.org](http://www.bis.org)

## Le marché des dérivés dans le monde



Sources : National data ; BIS calculations.

Les régulateurs ne remettent pas en cause le marché de dérivés qui joue un rôle économique important. Par contre, ils souhaitent mieux le contrôler à partir d'une plus grande transparence des échanges et des risques pris par les différents acteurs.

En Europe, la directive EMIR, relative aux infrastructures de marchés et aux produits dérivés négociés de gré à gré, entrée en vigueur en août 2012, vise à rendre les marchés de dérivés plus sûrs et plus transparents, avec l'enregistrement des opérations de gré à gré auprès d'une **chambre de compensation**, qui donnera une meilleure vue sur l'état du marché. Les Etats-Unis ont pris des dispositions identiques dans la loi Dodd Frank de 2010.

La chambre de compensation peut en cas de situation délicate sur les marchés demander aux investisseurs d'augmenter leurs dépôts. En posant des conditions très strictes et ciblés, elle peut aussi limiter l'utilisation de certains produits dérivés. Chaque jour, elles font le bilan des achats et des ventes pour chaque acteur financier et demandent à ceux qui achètent plus qu'ils en vendent de laisser une caution pour qu'au cas où il leur arriverait malheur, ceux qui ont vendu puissent être payés. Si un acteur financier ne peut pas payer, la chambre de compensation se substitue à l'acteur défaillant.

Le mécanisme de résolution unique (lire la fiche 5, les difficultés d'un établissement systémique, page 37) des banques pourrait permettre ainsi de cartographier les expositions des institutions financières en difficulté. S'il avait existé du temps de Lehman Brothers, en septembre 2008, les régulateurs auraient pu calculer la position nette de la banque d'investissement américaine sur les produits dérivés vis-à-vis de ses contreparties. Or, à l'époque, la panique a gagné les marchés financiers qui n'avaient

### La valeur du notionnel

Elle est utilisée pour donner un ordre de grandeur du marché des dérivés, mais elle ne correspond pas aux sommes réellement en jeu, mais à celles qui pourraient l'être si les investisseurs vont au terme du produit dérivé. Par exemple, un investisseur achète des marchandises pour 10 millions d'euros pour une livraison dans trois mois. Le notionnel correspond à 10 millions d'euros. Mais il n'engagera pas ce montant avant le terme du contrat.

### La valeur de marché

Elle permet aussi de mesurer le poids du marché des dérivés, mais elle se résume à la valeur des produits dérivés sur le marché.

Entre la valeur de marché et la valeur du notionnel, l'écart est grand. Ainsi pour une valeur de notionnel du marché des dérivés de gré à gré de 633.000 milliards de dollars, la valeur de marché ne ressort à 25.000 milliards de dollars.

accès qu'à ses positions brutes, de l'ordre de plusieurs centaines de milliards de dollars, qui n'étaient pourtant pas révélatrices des risques réels portés par la banque.

## **En débat : Comment contrôler le développement des marchés de dérivés sans perturber le financement de l'économie réelle ?**

---

- **Des chambres de compensation, intermédiaires salutaires, mais systémiques**

Avec les nouvelles contraintes réglementaires concernant les marchés de dérivés de gré à gré, les chambres de compensation voient leur activité croître. En devenant intermédiaires des opérations sur les produits dérivés, en s'intercalant entre les acheteurs et les vendeurs pour assurer la bonne fin des opérations et diminuer le risque de défaut, elles deviennent des sources de risque systémique. C'est la raison pour laquelle elles font l'objet d'une surveillance particulière de la part des régulateurs. La loi européenne leur permet d'avoir accès aux liquidités de la banque centrale en cas de gros problème. On peut se demander si les actionnaires de ces chambres – ce sont des institutions privées formées par les acteurs financiers – ne devraient pas constituer progressivement un fonds de garantie pour répondre aux crises.

**Une chambre de compensation** est une sorte de notaire qui enregistre les transactions. C'est une institution régulée et capitalisée pour assurer la garantie de bonne fin entre un acheteur et un vendeur d'instruments financiers dont les produits dérivés. Elle s'intercale entre les deux et élimine le risque de défaut pour l'une des parties, en se substituant à l'autre défaillant. Pour l'enregistrement d'une opération sur les produits dérivés, une chambre de compensation impose des dépôts de garantie, sous forme d'espèces ou de titres faciles à vendre, dits liquides, pour couvrir l'opération et fait des **appels de marge** au quotidien si la valeur du contrat se dégrade pour l'une des parties.

### **L'appel de marge**

La chambre de compensation fait un appel de marge dès lors qu'un investisseur est en perte potentielle. Ce dernier verse une somme pour compléter sa garantie déposée à la chambre. S'il refuse ou ne peut pas payer, celle-ci peut mettre fin à sa position sur le marché des dérivés. Elle se substitue alors à lui.

- **Une bascule du gré à gré vers les marchés réglementés**  
La négociation de gré à gré de produits dérivés pourrait basculer sur un marché réglementé dès lors que le montant des volumes traités justifie leur standardisation. Les régulateurs poussent à cette standardisation.
- **De l'existence même des produits dérivés personnalisés**  
Il serait difficile d'agréer et de compenser tous les produits dérivés de gré à gré car les entreprises clientes ont des besoins qui ne sont pas standards. Le contrat signé entre l'établissement financier et son client a valeur juridique s'il y a un problème. Les régulateurs disposent d'un moyen de contrôle sur ces opérations qui devront être enregistrées sur des livres comptables particuliers qui leur seront accessibles.
- **Les produits dérivés liés qu'aux actifs sous-jacents ?**  
N'ouvrir les marchés de dérivés qu'à ceux qui ont ou qui souhaitent obtenir l'actif sous-jacent (matière première, actions, obligations, taux, devises) réduirait le

nombre d'utilisateurs et le choix des contreparties, c'est-à-dire des investisseurs à qui acheter et vendre. Un investisseur peut couvrir ses actions EDF en vendant à découvert des actions GDF Suez, comme elles sont sur le même secteur.

- **Mieux mobiliser les garanties demandées**

Selon le Fonds monétaire international (FMI), le montant d'argent liquide à immobiliser pour garantir la bonne fin des opérations de dérivés dans les chambres de compensation s'élèverait entre 4.000 et 5.000 milliards de dollars. Pourquoi ? Car une grande partie des opérations s'effectuent sans garanties, ce qui n'est plus possible avec le passage par des chambres de compensation. Avec l'obligation de compenser les opérations de gré à gré qu'impose la directive européenne Emir, il faudrait ajouter entre 2.000 et 3.000 milliards de dollars pour sécuriser le marché. La question se pose donc de savoir si les acteurs financiers disposent d'assez de titres à offrir en garantie pour ces opérations.



# 11.

## Quels sont les freins pour limiter la spéculation sur les matières premières ?

---

La financiarisation du marché des matières premières inquiète car elle serait source de volatilité des prix des denrées alimentaires, des métaux et de l'énergie. Lors des émeutes de la faim en 2007/2008, la spéculation financière avait été jugée responsable de l'envolée de plus de 50% des cours de certaines céréales. Certains établissements financiers sont accusés d'accumuler des stocks pour faire monter les prix. A la suite de plainte d'industriels, brasseurs et fabricants de canettes, en 2013, contre les banques qu'ils accusent d'avoir tiré les prix de l'aluminium à la hausse en stockant le métal dans leurs entrepôts, le régulateur américain des marchés de dérivés, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), a lancé une enquête contre des banques américaines en août 2013. Comment limiter la spéculation sur les matières premières ?

### L'état des lieux

En raison de facteurs démographiques, climatiques et économiques, les prix des matières premières ont progressé au cours des années 2000. Des établissements financiers en ont fait une classe d'actifs, au même titre que les actions et les obligations, pour des acteurs financiers, comme les fonds de pension, les caisses de retraite ou les hedge funds, en quête de diversification et de placements rentables. Les intermédiaires ont alors développé des produits dérivés à partir d'indices spécialisés. Malgré la standardisation des contrats dérivés listés sur les bourses historiques de commerce, comme celles de Chicago ou de Londres, les transactions hors des marchés se sont multipliées, à la suite de la loi de modernisation des marchés de gré à gré d'instruments dérivés de matières premières (CFMA) en 2000, qui a déréglementé les transactions sur les matières premières aux Etats-Unis. En 2011, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) qui regroupe

---

### La « saine » spéculation

Si l'on retient le sens premier de la spéculation, -du latin « speculare » qui veut dire observer-, les marchés de matières premières ont été de tous temps le théâtre favori des spéculateurs. A commencer par les producteurs eux-mêmes. Si le prix actuel du blé lui convient, un agriculteur peut vendre en avance sa récolte et ainsi se couvrir des risques liés à la fluctuation future des prix. Il utilise alors un contrat à terme qui indiquera la quantité vendue, le prix de vente, à une échéance donnée, dans trois mois par exemple. A cette date, il livrera sa récolte à l'acheteur. Aujourd'hui, des exploitants choisissent la culture la plus rentable, en fonction des prix du marché. Si la tonne de colza est négociée plus cher que la tonne de maïs, un céréalier choisira alors la première et la pré-vendra, en espérant que la météo ne vienne pas jouer les trouble-fêtes d'ici à la vente.

Regardez la vidéo consacrée à la spéculation sur :  
[www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr)

---

une centaine de régulateurs nationaux, a publié une vingtaine de principes sur la régulation et la supervision des marchés de dérivés de matières premières, pour traquer notamment les abus de marché et la manipulation des cours.

La loi française de séparation et de régulation des activités bancaires, de juillet 2013, interdit « aux banques et à leurs filiales de spéculer pour leur compte propre sur des produits dérivés agricoles et de constituer des stocks physiques de matières premières agricoles à des fins spéculatives. » Mais il faut souligner que les banques françaises sont relativement peu présentes sur ces marchés.

Fin 2013, la Suisse préparait une régulation des sociétés de négoce de matières premières, dont les leaders mondiaux installés en Suisse (Glencore, Trafigura, Cargill...). La filière assure environ 3,5% du PIB du pays, autant que le tourisme pour le pays, et compte 10.000 emplois.

La Commission européenne met en place un cadre pour ce marché. La directive EMIR, qui concerne les infrastructures de marché, entrée en vigueur en 2012, impose la compensation des produits de dérivés de matières premières au même titre que les autres dérivés. D'autres mesures sont à venir.

Parallèlement au financement des marchés des matières premières, les banques occupent aux Etats-Unis une place prépondérante dans l'intermédiation et le stockage physique des matières premières. Des établissements sont propriétaires d'entrepôts et de pétroliers. Dix ans après les avoir autorisées à développer ces activités physiques, les Etats-Unis cherchent à les interdire.

### **En débat : Comment lutter contre la spéculation sur les matières premières sans entraver les fonctions de couverture sur ces marchés ?**

La formation du cours d'une matière première provient d'abord des données climatiques du secteur. Si une période de gel sévit sur la Floride, les cours des oranges grimperont. Si la production de blé est exceptionnelle en Ukraine, les prix de la céréale devraient baisser. Les investisseurs réagissent à ces nouvelles, voire essaient de les anticiper. Ils spéculent. Comme ce marché est moins liquide en raison de sa taille, comparativement aux marchés des changes ou des actions, les mouvements de prix sont amplifiés. Limiter le nombre de participants est compliqué depuis que les matières premières sont devenues une classe d'actifs à part entière. Les financiers ne sont pas les seuls spéculateurs sur ce marché. Les industriels y participent également au-delà de ce qui serait nécessaire pour se protéger des aléas. Difficile pour les régulateurs de limiter ce comportement naturel sur les marchés sauf à renforcer la traque des comportements délictueux, comme les manipulations de cours et les délits d'initiés et à surveiller de façon accrue le développement des produits financiers. La question se pose également d'interdire les produits les plus spéculatifs comme l'avait fait Roosevelt dans les années 1930.



# 12.

## Faut-il une taxe sur les transactions financières ?

---

La France a instauré une taxe sur les transactions financières (TTF) sur les actions françaises cotées, le 1er août 2012. Elle aurait eu pour effet de faire baisser de près de 9% le montant des échanges sur les actions à la Bourse de Paris sur les sept premiers mois de l'année 2013, alors que la période a été favorable aux actions. Au bout d'un an, l'Etat français n'a collecté que la moitié des recettes visées. La collecte sur les opérations passées à l'étranger aurait été inefficace.

### L'état des lieux

Lorsqu'en 2012, onze Etats membres de l'Union européenne, dont la France et l'Allemagne, ont décidé de travailler sur une taxe sur les transactions financières (TTF). Ils visent trois objectifs principaux

- « harmoniser les législations relatives à l'imposition indirecte des transactions financières...pour assurer le bon fonctionnement du marché intérieur des transactions sur instruments financiers et éviter les distorsions de concurrence entre les instruments, opérateurs et marchés financiers à travers l'Union européenne,
- faire en sorte que les établissements financiers contribuent de manière équitable et substantielle à la couverture du coût de la récente crise et créer une égalité de traitement fiscal par rapport aux autres secteurs
- mettre en place les mesures appropriées pour décourager les transactions qui n'améliorent pas l'efficacité des marchés financiers, en complétant ainsi les mesures réglementaires destinées à éviter de nouvelles crises. » C'est le « grain de sable », dans les rouages du marché évoqué par l'économiste James Tobin, qui propose la première telle taxe en 1972.

De leur côté, les ONG aimeraient que les sommes collectées viennent financer l'aide au développement et la lutte contre la pauvreté.

---

### La TTF en France

La France n'a pas attendu la fin des négociations européennes pour instaurer la taxe sur les transactions financières chez elle. Elle a mis en place, le 1er août 2012, une taxe sur l'acquisition de grandes actions françaises cotées. Elle s'élève à 0,2% sur le montant net des achats en fin de journée, contre 0,1% dans le projet européen.

Elle a également créé une taxe sur une partie du trading à haute fréquence et une autre taxe sur les **CDS « nus »** (voir définition page 48) portant sur les dettes souveraines des pays de l'Union européenne. Le bilan est mitigé.

---

## En débat : Peut-on appliquer une taxe sur les transactions financières sans en mesurer l'impact sur toutes les activités financières ?

- **L'impact sur toutes les activités à faible marge**  
Même si les taux de cette taxe, 0,1% sur les acquisitions d'actions et d'obligations et 0,01% sur celles des produits dérivés, paraissent minimes au regard d'une TVA à 20%, ils auraient en revanche un impact réel sur les activités de court terme dont les marges faibles sont compensées par les volumes traités. Elle touche :
  - Le trading à haute fréquence, dont les allers-retours ultra-rapides sur les marchés mondiaux gênent les investisseurs traditionnels (lire la fiche 7, *l'organisation des marchés financiers*, page 42), qui est clairement ciblé.

Mais pas uniquement

- **L'arbitrage** qui consiste à profiter des différences de cours d'une bourse à l'autre et à être une contrepartie, en face des autres investisseurs, sur les marchés pour favoriser les échanges, ne dégage des marges qu'entre 0,01% et 0,05% par opération.
- Les activités de « **repo** » qui servent au financement quotidien des banques ne sont pas épargnées. Taxer à 0,1% une opération faite tous les jours sur un même montant pendant 250 jours reviendrait à l'établissement financier de payer 25% sur ce montant.
- Les sicav monétaires qui ne dégagent actuellement un rendement annuel que d'environ 1% doivent multiplier les opérations sur des titres dont la durée de vie n'excède pas un an. Elles achètent la dette à court terme des Etats, des entreprises et des banques. Les entreprises les utilisent pour la gestion de leur trésorerie.
- Les investisseurs, gérants d'actifs, traders, courtiers, qui pourraient faire moins d'opérations et limiter l'activité économique des marchés financiers.
- Les utilisateurs de produits dérivés, dont les entreprises, pourraient limiter leurs opérations de couverture des risques de leurs activités.
- La taxe réduirait les marges des intermédiaires financiers qui pourraient en répercuter le coût à leurs clients.

---

**L'arbitrage** doit son existence à celle des marchés financiers. Il consiste à traquer les incohérences de marchés et à les résoudre en apportant de la liquidité. En contrepartie, il est rémunéré de quelques points de base. Un arbitragiste peut s'apparenter à un mandataire automobile qui importe à un prix défiant toute concurrence, d'un autre pays européen, un modèle de voiture, qui est également commercialisé en France. Il va réaliser un bénéfice en le proposant moins cher que le prix du marché français. Ainsi, il va aider le marché à s'aligner en prix. De plus, il peut être modérateur de volatilité. L'arbitragiste a plutôt tendance à acheter quand les cours baissent violemment et à vendre quand ils montent brutalement.

**Le « repo »** pour « repurchase agreements » ou pension livrée en français, équivaut à une cession temporaire de titres par un établissement A à un investisseur B en échange d'un financement. Ce dernier recèdera les titres à A, pour le montant initial, majoré des intérêts. C'est un marché essentiel pour assurer la liquidité bancaire.

---

Pour ne pas perdre leurs gros clients, des intervenants de ces secteurs envisagent, si la taxe s'applique, de délocaliser leurs activités et des emplois vers les centres financiers non imposés.

Le projet de taxe européenne est encore loin de faire l'objet d'un consensus qui évolue au fil des mois vers un plus petit dénominateur commun et devrait se situer assez loin des ambitions initiales.

- **L'harmonisation fiscale internationale en question**

Cette taxe sur les transactions financières ne peut être efficace que si le premier objectif est atteint. Or seuls 11 des 28 Etats de l'Union européenne avancent sur ce projet de directive. La Grande-Bretagne, l'Irlande et le Luxembourg, principaux centres financiers qui hébergent des activités visées par la taxe, ne l'appliqueraient pas. Sans compter les autres régions du monde, en premier lieu, les États-Unis et, les grandes places financières asiatiques, comme Singapour et Hong Kong.

Dans ces conditions, il est difficile d'éviter des distorsions de concurrence entre les acteurs. L'expérience française, dont la taxe a été mise en place en août 2012, n'est, pour le moment, pas couronnée de succès : 600 millions d'euros collectés au bout d'un an au lieu de 1,5 milliard d'euros espérés.



# 13.

## Les paradis fiscaux sont-ils utiles ?

Les **paradis fiscaux** ne proposent pas uniquement des services d'optimisation fiscale, ils sont aussi des « havres de paix » des acteurs du contournement réglementaire et prudentiels. Un champ jusqu'à présent non couvert par les régulateurs alors même que le sujet a été évoqué dans le communiqué final du G20 de Londres d'avril 2009. Pourtant ces centres financiers « offshore »<sup>21</sup> ont contribué à la propagation du risque systémique pendant la crise. Par exemple, la banque américaine Bear Stearns y avait engagé des prises de risque excessives tandis que la britannique Northern Rock y avait dissimulé un endettement de court terme explosif.

### L'état des lieux

Il n'existe aucune définition consensuelle des paradis fiscaux. Les listes les plus importantes considèrent qu'il existe environ 70 paradis fiscaux dont près de la moitié sont localisés en Europe. Ils offrent tant sur le plan fiscal que sur le plan réglementaire des voies de contournement à des réglementations existantes dans tous les autres pays. Ils sont aussi une réponse à la non-coordination des systèmes fiscaux nationaux qui entraîne beaucoup d'impositions en cascade ou de doubles impositions si un établissement passe d'un pays à un autre.

Une grande majorité des hedge funds, c'est-à-dire la gestion alternative, et des sociétés ad hoc pour la titrisation, qui consiste à transformer le portefeuille de crédits d'une banque en titres financiers, y sont domiciliés.

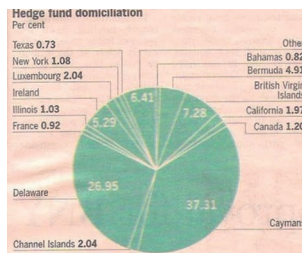
### Un paradis fiscal

Les trois critères retenus par l'OCDE pour définir ces Etats :

- des impôts insignifiants ou inexistants ;
- l'absence de transparence sur le régime fiscal ;
- l'absence d'échanges de renseignements fiscaux avec d'autres États

Depuis 2011, elle a abandonné le critère de l'absence d'activités substantielles.

Ces lois fiscales s'accompagnent souvent du secret bancaire.



Sources : Hedge Fund Research, Emerging Markets Private Equity Association

<sup>21</sup> Centres financiers offshore et système bancaire "fantôme", Centre d'analyse stratégique, note d'analyse n°222, mai 2011 – www.strategie.gouv.fr

De nombreux paradis fiscaux offrent également des services qui remplissent des missions utiles à l'économie. Par exemple, la Suisse est une place privilégiée pour le négoce de matières premières, les îles Caïmans offre une expertise mondiale en faveur du financement de long terme de l'aéronautique, etc.

Jusqu'à présent, les pays du G20 sont intervenus uniquement pour encadrer les activités fiscales de ces territoires. En 2010, le gouvernement américain a adopté la loi Fatca (Foreign Account Tax Compliance Act) imposée aux établissements financiers du monde entier qui doivent déclarer aux autorités américaines tous les mouvements sur un compte détenu par un citoyen américain. En septembre 2013, le G20 à Saint-Pétersbourg a engagé la bataille sur deux fronts : en demandant la mise en place d'un échange automatique d'informations fiscales couvrant un large périmètre de transactions financières entre pays à l'horizon 2015 ; en lançant un plan d'action en 15 points pour remettre en cause les pratiques fiscales douteuses des multinationales en se donnant deux ans pour le mettre en œuvre. Il est pour l'instant difficile de mesurer l'efficacité de ces engagements : l'échange automatique d'information – dès que le résident d'un pays réalise une transaction financière dans un autre pays, le fisc de son territoire d'origine en est informé – ne sera efficace dans la remise en cause du secret bancaire que si les paradis fiscaux y participent au-delà des seuls pays du G20. Le plan d'action ne représente pour l'instant qu'une liste de choses à faire dont on ne connaît pas l'issue et qui fait déjà l'objet de négociations pour en amoindrir la portée du côté des représentants des grandes entreprises.

La loi française sur la réforme bancaire de 2013<sup>22</sup> oblige les banques - et toutes les grandes entreprises à terme - à publier chaque année leur activité pays par pays à partir de 2014 et en 2015, des informations additionnelles concernant les profits, les impôts payés et les subventions reçues. Mais rien n'indique quelles actions devraient être prises s'il devait s'avérer que des établissements bancaires réalisent une part importante de leurs profits dans des territoires où leur activité réelle est faible.

### **En débat : Peut-on régler le problème des paradis fiscaux sans aborder celui des paradis réglementaires et prudentiels ?**

Le G20 ne s'est pas clairement engagé dans la remise en cause de l'opacité liée à l'existence des trusts, des structures juridiques qui permettent de dissimuler l'origine et les bénéficiaires effectifs des fonds gérés.

Dans le monde, il y a des millions de sociétés dont on ne connaît pas les propriétaires et les bénéficiaires qui ne sont enregistrés nulle part. Des registres publics pourraient être constitués.

La transparence pays par pays demandée par la loi bancaire française pourrait avoir un effet dissuasif pour les établissements qui seraient amenés à corriger ou à mettre fin aux activités.

A défaut de transparence, si un établissement est présent dans ces territoires où l'opacité est grande, on pourrait lui demander une surcharge en capital pour risque systémique, parce que l'on ne peut pas entrer dans la boîte noire de ces pays et évaluer le niveau de risque.

<sup>22</sup> «Les 100 mesures de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires », juillet 2013, [www.gouvernement.fr/gouvernement/loi-bancaire-le-texte-definitivement-adopte](http://www.gouvernement.fr/gouvernement/loi-bancaire-le-texte-definitivement-adopte)

# 14.

## Quel financement à long terme de l'économie ?

---

Les grands projets, comme les infrastructures énergétiques de transport, de communication, les énergies renouvelables, les logements, l'éducation, la recherche et développement, ont besoin de ressources à long terme. La réglementation et la fiscalité n'incitent pas pour le moment les investisseurs à réallouer leurs ressources vers des investissements à long terme.

### L'état des lieux

Les Français épargnent plus que les autres européens, mais un peu moins cependant que les Allemands. Cette propension à épargner ne s'est pas démentie pendant les 5 ans de crise financière que nous venons de traverser. C'est une constante remarquable du comportement des ménages de ces dernières années.

Cette épargne des ménages est la clé du financement de l'économie. L'équation globale du financement de l'économie française est simple : les besoins des entreprises et des administrations publiques sont satisfaits principalement par les ménages français et complémentirement par de l'épargne étrangère.

L'équilibre quantitatif ne pose pas problème. C'est en revanche l'équilibre qualitatif qui constitue un frein à un financement optimal de l'économie. En dehors de l'immobilier, qui reste le placement préféré, l'épargne des Français s'oriente principalement vers des produits peu risqués et hors des circuits bancaires. Les entreprises sont encore très largement financées par les banques et le financement en fonds propres des entreprises n'est pas assuré dans de bonnes conditions.

L'épargne financière française est avant tout une épargne de précaution. Près des 3/4 des épargnants indiquent vouloir investir dans des produits sans risques. Les placements en actions sont clairement perçus comme des investissements risqués même si leur apport au financement des entreprises est bien compris.<sup>23</sup>

Il n'est dès lors pas surprenant que les deux produits qui reçoivent l'essentiel des nouveaux flux d'épargne financière soient les livrets défiscalisés, le livret A en premier lieu et l'assurance-vie.

La collecte du Livret A et du livret développement Durable a atteint en 2012 le niveau record de 49,2 milliards.<sup>24</sup> L'encours du Livret A qui était d'une centaine de milliards d'euros avant la crise financière, a franchi la barre des 150 milliards en 2009 après la faillite de la banque Lehman Brothers et atteint désormais 250 milliards. Cette évolution est le résultat conjugué d'une

<sup>23</sup> Sondage Opinion way – Octobre 2013 – Le comportement d'épargne des français et des investisseurs actifs et leur perception des dispositifs visant à promouvoir le financement des entreprises.

<sup>24</sup> Rapport annuel du fonds d'épargne 2012. Page 23

aversion au risque en période de crise ainsi que des décisions récentes de relèvement du plafond du Livret.

L'encours des prêts financés par cette épargne avoisine 147 milliards fin 2012. Ce sont des prêts au logement social et plus récemment des prêts aux collectivités locales suite au retrait de Dexia. L'excédent de collecte de 124 milliards<sup>25</sup> est placé pour 63% en fonds d'Etat, essentiellement l'Etat Français, 32% en obligations financières et 5% seulement au bénéfice des entreprises non financières.

La collecte d'assurance-vie a connu une évolution plus heurtée que celle du Livret A sur la période récente, en lien avec les rumeurs ou les décisions relatives au changement de son régime fiscal et avec la crise des dettes souveraines en 2011-2012.

Ainsi, les flux nets de placement en assurance-vie qui s'élevaient à plus de 80 milliards en 2010 ne sont plus que de 17 milliards en 2012.

L'assurance-vie représente toutefois un encours de 1687 milliards dont 1468 milliards au titre des contrats en euros soit 40% de l'encours des placements financiers des ménages.<sup>26</sup>

S'agissant des placements des compagnies d'assurance on relève que les titres publics français s'élèvent à 327 milliards. Les assureurs vie et non vie détiennent ainsi 18,5% des titres émis par les administrations publiques.

Ils gèrent aussi 30% du stock des titres de créances émis par les banques françaises. La part des titres de créance des sociétés non financières françaises est plus limitée puisqu'elle représente 10% du total de leur encours de titres de créance émis. Enfin, les assureurs vie ont 45,3% de leurs placements hors de France.

La cartographie des circuits de financement commence ainsi à se dessiner. Les fonds d'épargne financent le secteur public à un coût majoré puisqu'aux intérêts servis il faut ajouter la perte de recette liée aux avantages fiscaux consentis aux titulaires de livrets défiscalisés, dont l'encours atteignait près de 365 milliards d'euros à mi-2013. Les compagnies d'assurance refinancent les banques et les administrations publiques. Pour des raisons de diversification elles placent 45% de leurs avoirs auprès d'émetteurs hors de France. En conséquence, la part des placements destinés au financement direct des entreprises reste limitée.

Cette organisation très cloisonnée et très administrée des circuits de l'épargne et du financement en France a une autre conséquence. Puisqu'une part significative des flux d'épargne ne s'est pas jusqu'ici dirigée vers les produits d'épargne bancaire, les banques françaises se sont tournées vers le marché pour assurer leur refinancement pour des volumes qui ont atteint jusqu'à 400 milliards avant la crise financière. Depuis lors, et devant la difficulté d'accéder au marché, notamment lors de la crise des dettes souveraines, les banques se sont à nouveau intéressées à la collecte des dépôts. Ainsi, en 2011 et 2012 les flux de placement bancaire ont-ils dépassé les flux d'assurance-vie. Mais dans le même temps un fort reflux de SICAV monétaires a été observé dans les sociétés de gestion françaises, les conduisant à revoir, au moins à terme, leur modèle

<sup>25</sup> Rapport annuel de l'Observatoire de l'épargne réglementaire. Exercice 2012. Page 44

<sup>26</sup> G. Auton, O. Birouket et A.N. Bouloux : les placements des organismes d'assurance à fin 2012. Bulletin de la Banque de France N°193 – 3ème trimestre 2013.

économique. Cette décollecte a eu pour effet d'alimenter la liquidité des banques.

Par ailleurs et dans le même temps, les entreprises et notamment les PME font valoir les difficultés qu'elles rencontrent pour assurer leur financement, tandis que les crédits à l'économie après avoir légèrement progressé en France, à la différence du reste de l'Europe, au cours des trois dernières années sont désormais stables : les crédits au PME continuent de progresser légèrement tandis que ceux à destination des grandes entreprises se contractent, ces dernières se tournant davantage vers les marchés pour satisfaire leurs besoins de financement. Seuls les crédits d'investissements progressent de 1,8%.<sup>27</sup>

L'aversion au risque des épargnants français et la situation économique limitent en effet la capacité de recours des entreprises au marché du capital. Les émissions d'actions sont à un niveau bas, moins de 10 milliards au cours des 12 derniers mois, plus bas en ce moment que dans d'autres pays européens ou au niveau mondial, où la progression enregistrée est de 17%.<sup>28</sup>

### **En débat : Peut-on assurer le financement à long terme de l'économie sans favoriser une épargne longue ?**

Les banques, sous la contrainte de Bâle III, ont vu leur capacité de financement encadrée. Une adaptation des règles appliquées aux assureurs telle qu'en cours de réalisation devrait leur permettre d'intervenir de façon plus active dans le financement de l'économie. Il semble que l'on s'oriente vers un système de financement qui repose sur l'intermédiation réalisée par les banques mais aussi par les compagnies d'assurance. La part des financements assurée par le marché devrait être plus importante que par le passé, notamment parce que le marché assure aujourd'hui plus de 80% du financement des entreprises du CAC 40 et du SBF 120.

Une réforme globale de la fiscalité de l'épargne semble s'imposer de telle sorte que l'épargne longue et à risque soit encouragée.

Depuis 25 ans, le plus formidable succès de la finance européenne est les produits de gestion d'actifs « Ucits »<sup>29</sup>. Ils répondent à des normes européennes de fiabilité, de sécurité, et sont vendus dans le monde entier. Ils se caractérisent par une valeur liquidative quotidienne, et sont autorisés à être investis dans une certaine liste de sous-jacents (actions, obligations monétaires...). Or lorsqu'on parle d'investissement de long terme, on pense aux infrastructures. Malheureusement, ces dernières ne sont pas valorisables au quotidien et, aujourd'hui, ne sont pas sur la liste des sous-jacents autorisés pour les fonds « Ucits ». Pour privilégier les investissements de long terme et préparer nos retraites, il va falloir investir dans des produits qui n'auront pas une valeur liquidative quotidienne. Il faut donc changer des normes comptables et d'éligibilité.

Concernant l'aversion au risque des épargnants français, faut-il le considérer comme une donnée, ou comme le résultat, à la fois du système fiscal et des intérêts des intermédiaires financiers ? Comment faire pour renverser cette tendance à moyen et long terme ?

<sup>27</sup> Banque de France. Stat info du 3/10/2013 – données relatives au mois d'Août 2013.

<sup>28</sup> Bulletin de la Banque de France – Supplément statistique Juillet 2013. Pages 33 et 34.

<sup>29</sup> « Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities », traduit en français par OPCVM (Organisme de placement collectif en valeurs mobilières), c'est-à-dire les sicav et fonds communs de placement.



# 15.

## Quelle éducation financière pour les Français ?

---

En 2011, l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP)<sup>30</sup> avait posé cette question à des Français :

« Combien auriez-vous sur votre compte au bout d'un an, si vous placez 100 euros rémunérés à un taux d'intérêt de 2% ? »

Seuls 51% des sondés ont su donner la bonne réponse (102 euros). La France se classait alors dans les derniers rangs des pays de l'OCDE, où la même question a été posée. A peine plus savaient ce qu'étaient les actions et seulement 24% d'entre eux les obligations. Les personnes interrogées étaient intéressées par des formations pour élargir leurs connaissances. Près de 80% regrettaient toutefois ne pas en avoir bénéficié lors de leur parcours scolaire.

### L'état des lieux

Depuis la rentrée 2010, deux enseignements d'économie sont proposés, au choix aux élèves de seconde : PFEG (Principes fondamentaux de l'Economie et de la Gestion) et SES (Sciences Economiques et Sociales). Après la classe de seconde, seules deux filières offrent un enseignement en économie. Les jeunes français qui ne choisissent pas l'une de ces filières ne suivent donc aucun enseignement d'économie. Seuls les étudiants accédant à des études supérieures, de type écoles de commerce, BTS, IUT et certaines filières universitaires bénéficient d'un enseignement en économie.

En dehors de l'éducation nationale, deux initiatives de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sont à noter. En 2006, le régulateur boursier avait été à l'origine de la création de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) pour favoriser et promouvoir la culture financière des Français. En septembre 2013, il a signé un partenariat avec l'Institut national de la consommation (INC)<sup>31</sup> afin de développer l'information et la formation des consommateurs en matière d'épargne.

<sup>30</sup> « La culture financière des Français », Crédoc, étude réalisée à la demande de l'IEFP, en partenariat avec l'AMF, novembre 2011, [www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com) et [www.credoc.fr](http://www.credoc.fr)

<sup>31</sup> [www.conso.net](http://www.conso.net)

Des organismes de formation existent pour former les particuliers intéressés par la Bourse. Des courtiers en ligne, des sites qui permettent de passer des ordres de bourse par Internet, proposent des ateliers de formation. La presse financière et économique, comme Alternatives Economiques<sup>32</sup> et Les Echos<sup>33</sup>, ou même généraliste, sous format papier ou via le web, a fait également des efforts sur la pédagogie en abordant les sujets économiques et financiers. L'offre sur Internet de formation et d'information, souvent de la part d'organismes officiels, peut répondre à certaines interrogations. Les associations de consommateurs (voir les coordonnées plus loin) sont aussi à l'écoute des épargnants.

Mais la formation économique des Français ne peut se résumer à les éduquer aux méthodes leur permettant de sélectionner les meilleurs placements financiers. La disponibilité d'une épargne financière ne concerne qu'une partie de la population et ses montants les plus importants sont concentrés entre les mains d'investisseurs aux revenus élevés disposant déjà du capital culturel et des conseils adéquats.

De ce point de vue, les banques et les marchés financiers, de leur rôle essentiel au fonctionnement des économies aux mécanismes qui les amènent à des dérapages réguliers restent mal connus. Or, l'euphorie financière des années 2000 comme la crise entamée depuis 2007 souligne combien la finance exerce des effets importants sur la croissance, l'emploi et la vie quotidienne des gens. Il est donc essentiel que la finance fasse l'objet d'une formation la plus large, notamment au cours des parcours scolaires et post Bac.

## **Le débat : Peut-on améliorer les connaissances économiques et financières des Français sans la participation de l'Education Nationale ?**

- **L'éducation nationale réserve peu de place à l'enseignement de l'économie.**  
Comme nous l'avons vu, la France n'offre aucun enseignement d'économie à ses collégiens. Il paraîtrait utile de réfléchir à la mise en place de programmes de formation sur l'économie en général et la finance en particulier, dès le collège et de poursuivre cet enseignement de la seconde à la terminale. L'enseignement des bases de la finance en particulier, permettrait à la fois aux jeunes consommateurs de comprendre le rôle indispensable d'une banque dans le financement de l'économie, tout en leur permettant d'appréhender les risques encourus à l'occasion d'un emprunt, ou de l'achat d'actions, ou d'obligations. Des consommateurs adultes ainsi formés, seraient donc mieux armés pour choisir avec discernement les produits financiers pouvant leur être proposés.
- **Une formation généraliste**  
Les questions économiques ont pris une place importante dans le débat démocratique. Or, la technicité des thèmes économiques en général, financiers en particulier, les confinent trop souvent à un débat entre experts. La formation économique des Français devrait donc avoir pour principal objectif de fournir les

<sup>32</sup> [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr)

<sup>33</sup> [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)

outils de compréhension nécessaire au bon exercice de leur citoyenneté. Tout ce rapport le montre, l'industrie financière est différente des autres dans la mesure où elle fournit de nombreux biens publics. Elle réclame donc d'être encadrée. Mais la liste des débats qui précèdent souligne à quel point combien la définition du contenu et du niveau adéquat d'encadrement n'ont rien d'évident. Un véritable débat démocratique sur le bon niveau de régulation de la finance réclame donc de trouver les moyens d'une information pédagogique et régulière à même de nourrir la culture financière des Français, condition nécessaire à l'exercice de la démocratie.

- **Mieux former les professionnels du secteur bancaire pour éviter les dérives**

Les associations de consommateurs estiment qu'en matière de formation, les établissements bancaires devraient faire aussi des progrès. De nombreux conseillers bancaires en agence seraient formés avant tout sur le dernier produit maison à vendre. Les associations trouvent que les aspects risques et l'adéquation d'un produit aux besoins du client passent au second plan. Le métier des conseillers bancaires a aussi bien changé. Il y a quinze ans, ils ne vendaient que des produits bancaires, aujourd'hui, ils proposent de la banque, de l'assurance, de la protection juridique, des voyages, de l'immobilier, de la téléphonie....

- **Des produits financiers compréhensibles**

D'après les associations de consommateurs, les épargnants recherchent des produits simples, sécurisants et transparents. Plus c'est simple à comprendre, moins il y a de problèmes. Il n'y a pas eu de plaintes concernant le Livret A, font-elles remarquer. Mais cela n'empêche pas des investisseurs d'échouer aussi avec des produits simples, comme les actions. Cela peut signifier qu'ils n'ont peut-être pas compris le risque qui y était attaché. Le produit complexe devrait être vendu à des gens qui peuvent le comprendre. La directive sur les marchés financiers instruments (MIF) insiste bien sur l'adéquation entre produits financiers et profils des épargnants.



# Pour aller *plus loin*

## | 1. Bibliographie

Beacco J.-M. et Hubaud B. : [Titrisation : Maillon clé du financement de l'économie](#), Eyrolles et Revue Banque, 2013

Betbèze J.-P., Bordes C., Coupepy-Soubeyran J. et Plihon D. : [Banques centrales et stabilité financière](#), Conseil d'analyse économique et La Documentation française, 2011

Betbèze J.-P. et Pauget G. : [Les 100 mots de la banque](#), Que sais-je ?, 2012

Boissieu (de) C. et Coupepy-Soubeyran J. : [Les systèmes financiers](#), Autres Ouvrages, 2013

Capelle-Blancard G. et Coupepy-Soubeyran J. : [La finance est un jeu dangereux ! : Jeux et questions sur la finance à intérêt garanti](#), Libro Memo, 2010

Chavagneux C. : [Une brève histoire des crises financières : Des tulipes aux subprimes](#), La Découverte, 2013

Chavagneux C et Palan R. : [Les paradis fiscaux](#), Repères, 2012

Coupepy-Soubeyran J. : [Monnaie, banques, finance](#), Licence Economie, 2012

Coupepy-Soubeyran J., Garnier O. et Pollin J.-P. : Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire, Conseil d'analyse économique et La Documentation française, 2013

Daniel, J.-M. : [8 leçons d'histoire économique](#), Odile Jacob, 2012

Lauzun (de) P., Marie-Deschamps et P., Tibi : [Les marchés font-ils la loi ? : Réponses aux idées reçues et aux solutions toutes faites](#), Eyrolles et Revue Banque, 2012

Marx B., Micoleau-Marcel P., Pauget G. et Simler B. : [Le tour de la finance en 10 étapes](#), Dunod, 2012

Pauget G. : Banque : [le grand saut ? Les conséquences de 5 années de crise](#), Revue Banque, 2012

Scialom L. : [Economie bancaire](#), Repères, 2013

Vittori J.-M. : [Pour une gouvernance mondiale](#), Frontières, 2010

## | 2. Des adresses de sites

### Les régulateurs / superviseurs

#### INTERNATIONAL

- BRI - Banque des règlements internationaux (ou BIS en anglais), y compris le Comité de Bâle : [www.bis.org](http://www.bis.org)
- CSF - Comité de stabilité financière (ou FSB en anglais) : [www.financialstabilityboard.org](http://www.financialstabilityboard.org)
- FMI - Fonds monétaire international (ou IMF en anglais) : [www.imf.org](http://www.imf.org)
- G20 : [www.g20.org](http://www.g20.org)
- OCDE - Organisation de coopération et de développement économiques (ou OECD en anglais) : [www.oecd.org](http://www.oecd.org)
- OICV - Organisation internationale des commissions de valeurs (ou Iosco en anglais) : [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

#### EUROPE

- ABE - Autorité bancaire européenne (ou EBA en anglais) : [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu)
- AEMF - Autorité européenne des marchés financiers (ou Esma en anglais) : [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- BCE - Banque centrale européenne (ou ECB en anglais) : [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)
- Commission européenne : [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)
- Parlement européen : [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)

#### FRANCE

- ACPR - Autorité de contrôle prudentiel et de résolution : [www.acpr.banque-france.fr](http://www.acpr.banque-france.fr)
- AMF - Autorité des marchés financiers : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

### Les associations professionnelles

#### EUROPE

- EFAMA (en anglais) - Association européenne de la gestion : [www.efama.org](http://www.efama.org)
- FBE - Fédération bancaire européenne (ou EBF en anglais) : [www.ebf-fbe.eu](http://www.ebf-fbe.eu)

#### FRANCE

- AF2i - Association française des investisseurs institutionnels : [www.af2i.org](http://www.af2i.org)
- AFG - Association française de la gestion financière : [www.afg.asso.fr](http://www.afg.asso.fr)
- AFIC - Association française des investisseurs pour la croissance : [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)
- AFTE - Association française des trésoriers d'entreprise : [www.afte.com](http://www.afte.com)
- AFTI - Association française des professionnels des titres : [www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)
- AMAFI - Association française des marchés financiers : [www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)
- FBF - Fédération bancaire française : [www.fbf.fr](http://www.fbf.fr)
- Finance Innovation, pôle de compétitivité : [www.finance-innovation.org](http://www.finance-innovation.org)
- FIR - Forum pour l'investissement responsable : [www.frenchsif.org](http://www.frenchsif.org)
- Institut Louis Bachelier (Recherche en économie) : [www.institutlouisbachelier.org](http://www.institutlouisbachelier.org)
- Medef - Mouvement des entreprises de France : [www.medef.com](http://www.medef.com)
- Middenext, association des valeurs moyennes cotées : [www.middenext.com](http://www.middenext.com)



- ORSE - Observatoire sur la responsabilité sociétale des entreprises : [www.orse.org](http://www.orse.org)
- Paris Europlace : [www.paris-europlace.net](http://www.paris-europlace.net)

## Les marchés financiers en France

- EnterNext, la place de marché dédiée aux PME-ETI : <https://europeanequities.nyx.com/fr/enternext>
- NYSE Euronext : [www.nyx.com](http://www.nyx.com)

## Des associations de consommateurs/ONG

- Afub : [www.afub.org](http://www.afub.org)
- CLCV : [www.clcv.org](http://www.clcv.org)
- CCFD-Terre Solidaire : [www.ccf-d-terresolidaire.org](http://www.ccf-d-terresolidaire.org)
- Finance Watch : [www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)
- Institut National de Consommation (INC) : [www.conso.net](http://www.conso.net)
- UFC Que Choisir : [www.quechoisir.org](http://www.quechoisir.org)

## Des sites d'informations

- Alternatives Economiques : [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr)
- Institut pour l'éducation financière du public (IEFP) : [www.lafinancepourtous.com](http://www.lafinancepourtous.com)
- Les Echos : [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)
- Novethic : [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr)

## Des vidéos pédagogiques :

- sur le site [www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr), « L'économie, mode d'emploi » :
  - une banque, ça sert à quoi ?
  - qu'est-ce que la spéculation ?
  - que sont les produits dérivés ?
- sur Youtube.com : « Dessine moi l'éco : La bourse et le financement des entreprises »



## Parmi les entreprises qui soutiennent la Fondation

---

ALLEN & OVERY

BCG  
THE BOSTON CONSULTING GROUP

KPMG

Microsoft



SOCIETE  
GENERALE

LA FRANÇAISE AM  
Investissons ensemble

---

Et avec le soutien de

PARIS  
EUROPLACE

GDF SUEZ



FONDATION  
CROISSANCE  
RESPONSABLE  
INSTITUT DE FRANCE

| 33, boulevard Malesherbes | 75008 Paris |  
| Tél. : 01 56 88 59 48 | [www.croissance-responsable.fr](http://www.croissance-responsable.fr) | Edition 2014 |

 @CroissanceResp