

Frédéric COMPIN

La régulation mondiale de l'économie : enjeu ou utopie ?

Site web : <http://www.alertelangagecomptable.fr>

La régulation mondiale de l'économie : enjeu ou utopie ?

Les mardis de DOISNEAU
Préparation au concours d'entrée à Sciences-Po

Frédéric COMPIN
Docteur en droit-EHESS et en sciences de gestion –CNAM
Professeur en classe préparatoire au DCG- Lycée Robert Doisneau de Corbeil-Essonnes

Résumé :

La crise des *subprimes* appelle à remettre en cause les contre-vérités sur lesquelles a été bâtie la théorie moderne des marchés financiers. De cette approche critique naît la perspective de comprendre les mécanismes qui ont conduit à ce que cette crise devienne systémique.

Le droit s'impose alors comme le seul pouvoir autonome susceptible de rivaliser avec le marché. Un nouvel ordre normatif supranational de type onusien autorise à penser que le prochain tsunami financier qui menace les économies puisse être évité.

Mots clés :

Autorégulation, efficacité, transparence des marchés, rationalité, pouvoir d'achat, titrisation, agence de notation, fonds spéculatif, régulation économique, utopie.

Introduction

La crise des *subprimes* qui frappe l'ensemble de l'économie mondiale n'est pas le fruit du hasard¹. Elle demeure la résultante d'une croyance erronée dans les pouvoirs du marché à produire une information financière sans biais et pertinente. Les scandales Enron, Ahold, Parmalat démontrèrent que le capitalisme financier ne respectait pas l'intégrité de l'information comptable et financière. La crise des *subprimes*, en portant atteinte à l'information sur le risque dont disposaient les institutions et acteurs financiers, a mis en exergue la fragilité grandissante des minorités affaiblies par la précarité. Du dysfonctionnement des marchés financiers producteurs d'information et de confiance est née une crise systémique conduisant à s'interroger sur les croyances erronées véhiculées (I). Ces croyances sont directement à l'origine de la crise des *subprimes* (II) . Un cadre normatif alternatif constitue une solution concrète pour éviter que ne se reproduise une crise similaire dont la propagation serait incontrôlable (III).

I- Les croyances erronées dans le fonctionnement des marchés financiers

L'autorégulation de l'information financière s'est installée comme un mythe pérenne s'abreuvant de la théorie de l'efficacité des marchés financiers censée résulter de la transparence de l'information financière nécessaire à la prise de décision en matière d'investissement. La théorie de l'efficacité informationnelle repose en effet sur le concept majeur de « rationalité des agents économiques ». Ainsi, la recherche de la transparence de l'information financière oblige-t-elle à s'interroger sur les conditions effectives de l'efficacité des marchés financiers. Soulever cette question suppose de savoir si la valeur d'un titre coté, c'est-à-dire son prix, reflète toute l'information disponible. Tenter d'y répondre implique de s'extraire des cadres théoriques du modèle pour rechercher et comprendre pourquoi les marchés apparaissent, dans des circonstances précises, inefficients. Car, la théorie de l'efficacité informationnelle achoppe sur les réactions mimétiques et la rationalité limitée des agents économiques. H. Simon² démontre en effet qu'ils se limitent à des solutions satisfaisantes mais non optimales.

La théorie moderne des marchés financiers se construit sur les bases idéologiques des théories néoclassique et ultra-libérale. Toute intervention étatique serait nuisible à l'équilibre général et entraverait le fonctionnement normal des marchés. L'autorégulation des marchés (A), l'efficacité des marchés (B), la transparence des marchés (C), la rationalité des agents économiques (D) constituent les piliers de cette théorie.

¹ F. Compin, *Le pouvoir du droit face à la désinformation financière*, préface de R. Compin, Editions du Jets d'Encre, novembre 2009, 464 pages

² H. Simon, « Theories of decision making in economic and behavioral science », *American Economic Review*, 49, n° 1, 1959 ; « From substantive to procedural rationality », *Method and Appraisal in Economics*, edited by S.J. Latsis, Cambridge University Press, 1976.

A- L'autorégulation des marchés

L'autorégulation désigne la situation dans laquelle les acteurs du marché élaborent des règles qui se suffisent à elles-mêmes. La Loi s'efface alors devant les acteurs économiques guidés par la main invisible du marché. Le pouvoir normatif n'a d'intérêt que pour assurer le fonctionnement efficace du marché. Toute contrainte légale serait perçue comme une entrave à la libre concurrence.

B- L'efficience des marchés

Le prix d'une action est censé refléter toute l'information disponible connue par l'ensemble des agents économiques à un moment donné dans un espace précis. Pour que le marché soit efficient, il faudrait que la valeur d'une action soit la résultante de toute l'information économique passée, de l'information géopolitique impactant les résultats financiers et que l'information privilégiée soit transmise en temps réel.

C- La transparence des marchés

Les marchés sont censés fonctionner selon le modèle de concurrence pure et parfaite respectant les cinq axiomes de base, atomicité des entreprises, homogénéité des produits, parfaite mobilité des facteurs de production, libre-entrée et libre-sortie et transparence du marché. La transparence serait une condition du fonctionnement efficace des marchés et non une résultante de l'action normative des pouvoirs publics.

D- La rationalité des agents économiques

Les agents économiques sont censés faire les meilleurs choix en toute circonstance. En recherchant leur satisfaction personnelle et en maximisant leur utilité, ils contribuent à l'amélioration du bien être général.

Conclusion de la première partie :

Ces contre-vérités, relayés par la faiblesse des idéologies, ont permis le développement de la théorie moderne des marchés financiers sans qu'il soit possible de faire entendre des voix divergentes des risques qu'elles laissaient planer sur l'économie.

II- Les facteurs de déclenchement de la crise des *subprimes*

L'accès à la propriété par le recours à l'emprunt à haut risque des minorités ethniques américaines à faible pouvoir d'achat (A) a généré une crise financière dont la principale caractéristique fut d'ignorer les risques inhérents à la conversion des créances détenues par les banques en liquidité (B). Les agences de notation (C) ont préféré valider l'action des fonds spéculatifs (D) plutôt que de jouer leur rôle de lanceur d'alerte sur les conditions d'évolution du marché de l'immobilier.

A- La faiblesse du pouvoir d'achat des minorités américaines

La crise des *subprimes* revêt la particularité d'être une crise d'initié, dans la mesure où ceux qui ont le pouvoir informationnel ont cherché un enrichissement absolu et sans cause, et d'inégalité de revenus. L'accroissement des inégalités de revenus entre emprunteurs s'est traduit par des discriminations raciales ; 26,1 % des blancs ont eu recours à des crédits hypothécaires à haut risque contre 47,3 % des Hispaniques et 52,9 % des Noirs aux États-Unis³.

B- Le recours à la titrisation

La titrisation de créances est « une technique en vigueur en France depuis la loi du 23 décembre 1988 par laquelle un établissement de crédit sort de son bilan un ensemble de créances similaires et les apporte à un fonds commun de créances (FCC), afin de pouvoir céder plus facilement par la suite des parts de ce fonds à des investisseurs. Cette technique présente comme avantage de "liquéfier" une partie du bilan de la banque et d'améliorer certains ratios prudentiels auxquels la banque est obligée de se conformer⁴. »

H. Hovasse souligne que les nouvelles règles prudentielles ont généré de nouveaux besoins pour les banques⁵. Le ratio Cooke, introduit en 1989, a contraint les banques à adopter de nouvelles normes de solvabilité, les obligeant à trouver, dicit l'auteur, de nouvelles sources de financement.

Comprendre l'intérêt de la titrisation renvoie à une logique de gestion de l'information sur les risques bancaires.

C- Le rôle des agences de notation

Une agence de notation est « une agence indépendante chargée de l'évaluation de la qualité d'une dette d'une entreprise. Les critères retenus sont notamment : les résultats financiers de l'organisme émetteur, sa direction générale, les garanties offertes. La qualité de la note qui est donnée à une entreprise lui permet de lever les capitaux à un coût qui est inversement proportionnel (meilleure est la note, plus faible est le risque et donc le coût). Les principales agences habilitées en France sont : FITCH, IBCA, Moody's et Standard & Poors⁶. »

Les agences de notation, sociétés indépendantes dans la notation des entreprises et des opérations, ont pour mission d'apporter une information déterminante et stratégique aux investisseurs. Le rapport entre les agences de notation et les investisseurs repose sur un contrat de confiance similaire à une relation entre principal et agent, c'est-à-dire entre donneur d'ordre et sous-traitant. Le donneur d'ordre n'a pas matériellement le temps de vérifier les données fournies et d'examiner les instruments financiers. L'agence de notation offre une prestation qui accélère la prise de décision.

L'AMF relève que « les agences de notation jouent un rôle fondamental dans le fonctionnement des marchés financiers du fait que :

- « Le niveau de notation obtenu par une entreprise a des conséquences très importantes sur ses conditions de financement ;

3 Joint Center for Political and Economic Studies, 2007.

4 O. Coispeau, *Dictionnaire de la bourse et des termes financiers*, Éditions Séfi, octobre 2006, p. 486.

5 H. Hovasse, A.-M. Toledo-Wolfsohn, « L'Art de la titrisation, à la recherche de nouveaux moyens de financement », *Cahiers de droit de l'entreprise*, JurisClasseur, LexisNexis, septembre-octobre 2006, n° 5, p. 12.

6 O. Coispeau, *op. cit.*, p. 41.

- « La plupart des investisseurs professionnels considèrent les notations comme un élément central d'aide à la décision pour l'allocation de leurs actifs ;
- « La méthode de calcul des fonds propres des banques issue de Bâle II, notamment pour les banques qui ne disposent pas d'un système d'évaluation interne, intègre dorénavant les notations externes produites par les agences⁷. »

La relation entre la crise des *subprimes* et les agences de notation repose sur l'utilisation de la titrisation comme instrument de conversion des créances physiques en titres financiers. En effet, le marché de la titrisation dépend des notes délivrées par les agences de notation. Ces notes, fonction du risque de solvabilité financière, correspondent aux perspectives de remboursement des engagements de l'emprunteur envers ses créanciers. La note attribuée conditionne la confiance des investisseurs.

La crise des *subprimes* a « sérieusement entamé la crédibilité des agences de notation » selon S. Rolland. En effet, il importe de remettre en cause des agences de notation qui attribuaient d'excellentes notes aux mécanismes de titrisation des créances immobilières avant la crise, sans se préoccuper des approximations des modèles utilisés et de l'évolution des taux de faillite. S. Rolland pose une question particulièrement pertinente : « Comment expliquer que Moody's and Poors aient dégradé ou placé sous surveillance négative les notes de plusieurs centaines de titrisation de créances immobilières (*subprimes*, *collateralized debt obligations* et *asset backed securities*) entre le 20 juin et le 10 juillet, alors même que l'augmentation des faillites sur le segment des prêts hypothécaires *subprimes* était connue depuis février ?⁸ » Cette question interroge la fiabilité du triple A, note maximale attribuée par les agences de notation.

Cette défaillance informationnelle trouve son origine, selon S. Rolland, dans des problèmes de personnel. « Les analystes formés aux subtilités des produits structurés auraient eu quelques difficultés à résister aux sirènes des banques d'investissement, voire à la tentation de créer leur fonds d'investissement. En 2006, le responsable de la notation de CDO de Standard and Poor's a ainsi quitté l'agence pour monter son *hedge fund*. [...] Difficile dans ces conditions de gérer l'afflux d'émission de produits structurés et la structuration toujours plus poussée de ces nouveaux produits⁹. » Ce constat pressenti par l'Autorité des marchés financiers conduit, dans le cadre du rapport 2004 sur les agences de notation, à identifier comme cruciaux les conflits d'intérêts naturels issus de la rémunération des agences de notation par les entités notées¹⁰.

D- Le rôle joué par les *hedge funds*

Les *hedge funds* au nombre de 9 767¹¹, appelés également fonds alternatifs, fonds spéculatifs, fonds de « couverture » sont des fonds d'investissement dont le siège social est installé pour près des deux tiers dans un paradis fiscal, îles Vierges, îles Caïmans, Jersey entre autres.

7 Autorité des marchés financiers, Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation, Notation crédit des entreprises, 17 janvier 2008, p. 58.

8 S. Rolland, « Les Agences de notation mises en cause. La crise des crédits a sérieusement entamé la crédibilité des agences », *La Tribune*, 10 août 2007, <http://www.latribune.fr>.

9 *Ibid.*

10 Autorité des marchés financiers, Rapport 2004 sur les agences de notation, Conférence de presse, 26 janvier 2005.

11 Le Hedge Fund Research (HFR) recense 9 767 *hedge funds*. Ces fonds ont proliféré à un rythme effréné, passant de 600 en 1990 à près de 4 000 en 2000. Leur nombre a augmenté de 19 % par an depuis 1990. Ils gèrent au total plus de 1 700 milliards de dollars d'actifs, avec une croissance annuelle de 25 %. Cité par l'équipe

Les objectifs des *hedge funds* consistent à protéger le capital investi, battre le marché et dégager une performance « absolue », c'est-à-dire déconnectée des indices boursiers. Le gérant d'un *hedge-fund* cherche à réaliser un rendement positif, « quelle que soit l'évolution des marchés. On dit que la performance est "décorrélée" des indices. En utilisant les stratégies d'arbitrage, comme la vente à découvert (elle permet de spéculer sur la baisse), et en recourant aux produits dérivés, il tire profit des inefficiences du marché, des anomalies ponctuelles de valorisation¹². »

L'objectif consistant à battre le marché est une démonstration de l'inefficience des marchés financiers dans la mesure où le marché est censé fournir aux investisseurs toutes les informations utiles en temps réel afin de préserver une égalité de traitement entre eux. À partir du moment où l'information financière et comptable est déconnectée du prix des valeurs boursières, les spéculateurs peuvent générer des tendances haussières ou baissières, conformes à leurs anticipations, mais en inadéquation avec les performances de l'économie réelle. Les *hedge funds*, à l'origine de plus-values rapides et retentissantes, viennent démontrer que le cadre théorique de l'efficience des marchés financiers constitue un paradigme et non un fait avéré.

Pour parvenir à atteindre leur objectif d'une rentabilité supérieure aux performances du marché, les gérants de *hedge funds* s'appuient sur le mécanisme de l'effet de levier. C. Gatinois relève que « le fonds place l'argent que lui confient les investisseurs. Il emprunte aussi parfois 5 à 10 fois ses fonds propres. Lorsque le coût du crédit est faible, la technique permet de multiplier les gains. Plus le fonds emprunte, plus le profit potentiel est élevé. Mais en cas de déroute, les pertes peuvent être, elles aussi, disproportionnées¹³. »

L'attitude des gérants de *hedge funds* génère, selon M. Prada, cinq risques principaux¹⁴ :

1. Le risque systémique, c'est-à-dire le risque de déstabilisation généralisée des marchés financiers résultant de la défaillance d'un *hedge-fund* ou de la défaillance en chaîne de *hedge funds* d'importance plus moyenne ;
2. Le risque des abus de marché, c'est-à-dire les éventuelles manipulations de cours et les délits d'initié ;
3. Le risque du dévoiement de l'activisme actionnarial, c'est-à-dire la prise en compte quasi-exclusive d'une logique court-termiste remettant en cause la transparence de techniques financières ;
4. L'insuffisante maîtrise des risques opérationnels et du contrôle interne ;
5. Le risque de *misseling*, c'est-à-dire la distribution inadaptée de produits alternatifs à une clientèle de détail insuffisamment avertie.

L'accumulation de ces risques entraîne *de facto* une chute brutale de la valeur des actifs détenus par les *hedge funds* en situation de difficulté. En effet, l'effondrement, le 17 juillet 2007, de la valeur de deux fonds d'investissement de la banque américaine Bear Stearns, a généré une grave crise de défiance touchant l'ensemble des fonds d'investissement. Techniquement, le mécanisme de titrisation a servi de courroie de transmission. M. Bliman et J. Carceller soulignaient : « Technique financière sophistiquée, la titrisation consiste à

rédaotionnelle Le Monde Finance, « Faut-il avoir peur des hedge-funds ? », *Le Monde Argent*, dimanche 28-lundi 29 octobre 2007, pp. 1-3.

12 Equipe rédactionnelle Le Monde Finance, « Faut-il avoir peur des hedge funds ? », *Le Monde Argent*, dimanche 28-lundi 29 octobre 2007, pp. 1-3.

13 C. Gatinois, « Des Stratégies multiples », *Le Monde Argent*, dimanche 28-lundi 29 octobre 2007, p. 2.

14 M. Prada, Discours de clôture sur la problématique des *hedge-funds*, Conférence organisée par Premier cercle en association avec *The Wall Street Journal*, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 32, janvier 2007 cité par *Problèmes économiques*, 23 mai 2007, n° 2924, pp. 21-26.

transférer des actifs ou les risques de crédit y afférents sous une forme structurée à des investisseurs tiers. Elle donne lieu à une émission de titres sur les marchés de capitaux, adossés à des actifs sous-jacents (crédits hypothécaires, par exemple) et regroupés par "tranches". Certaines de ces tranches incluaient des crédits touchés par des défaillances ou des défauts de paiement des ménages. Les investisseurs se sont alors retirés de ces produits qu'ils considéraient comme trop risqués. Conséquence : certains fonds n'ont plus pu être cotés¹⁵. »

La régulation des *hedge funds* passe par une action concertée à l'échelle internationale. Selon M. Prada, « pour être efficace, la régulation des *hedge funds* doit être conçue dans des instances internationales *ad hoc*. Pour être pertinente, la régulation des *hedge funds* doit reposer sur des standards appropriés, acceptés et respectés par tous les acteurs concernés¹⁶. »

E- Les conséquences de la crise des subprimes

La disparition de la Bear Stearns rachetée dans un premier temps par la réserve fédérale américaine et mariée dans un second temps à J.P. Morgan, la nationalisation de Fannie Mae et Freddie Mac, géants du refinancement immobilier, la faillite de Lehman Brothers, les graves difficultés de AIG, ne font que vérifier l'incapacité des marchés financiers à produire une information efficiente exempte de risques cachés. L'intervention des pouvoirs publics américains, évaluée en novembre 2008 entre 700 à 1 000 milliards de dollars, relayée par les injections massives de liquidités des banques centrales, témoigne de l'impérieuse nécessité de réviser les critiques doctrinales sur l'impuissance de l'intervention de l'État. Pour autant, seule une régulation prudentielle bannissant les pratiques à risque et sanctionnant les positions abusives des spéculateurs constituera une réponse adaptée des autorités régulatrices pour éviter que des informations manipulées sur les risques constituent des vérités non vérifiées qui s'imposent à des acteurs économiques de bonne foi. M.-A. Frison-Roche en conclut que « la crise des *subprimes* est essentiellement due au fait qu'on a mis en place de très mauvaises incitations qui ont eu pour effet d'encourager les mauvais comportements. Contrairement à notre droit qui est bâti en partie sur la vertu et la morale, la régulation repose sur une observation concrète de la nature humaine, c'est la théorie des conflits d'intérêts : si je suis dans une situation où je peux servir votre intérêt ou le mien sans rien risquer, je vais naturellement servir le mien. La régulation financière actuelle n'a pas assez tenu compte des comportements humains¹⁷. »

Conclusion de la deuxième partie :

Les conséquences de la crise des *subprimes* devraient conduire à encadrer très strictement le fonctionnement du service de règlement différé, à favoriser le développement du marché au comptant, à contrôler les mouvements de capitaux réalisés dans les paradis fiscaux. La résolution de cette crise passe nécessairement par plus de transparence dans le secteur bancaire habitué au secret.

15 M. Bliman, J. Carceller, « Subprime : explications d'une crise », *Les Échos*, 24 octobre 2007.

16 M. Prada, *op. cit.*, p. 26.

17 M.-A. Frison-Roche, « Crise financière : faut-il créer un régulateur mondial ? », *Les Petites Affiches*, n° 201, 7 octobre 2008, p. 6.

III- Propositions de sortie de crise et régulation l'information financière

A.-J. Arnaud observe que la régulation de l'économie par le droit se construit autour de trois préoccupations : la mondialisation, la complexité et l'altérité¹⁸. La crise des *subprimes* illustre parfaitement cette connexion. La mondialisation accélère la transmission des informations et amplifie les réactions mimétiques. Dans un espace globalisé, sans barrières physiques pour canaliser l'information, seule une régulation basée sur des normes prudentielles internationales serait de nature à endiguer l'utilisation d'outils complexes et parfois déviants au service d'un enrichissement spéculatif. La régulation est par conséquent complexe à mettre en œuvre. De nature macroéconomique, lorsqu'elle se construit à partir d'accords internationaux, elle devient microéconomique en devenant l'apanage du gouvernement d'entreprise. Les dirigeants des sociétés cotées ne peuvent observer d'un regard distant la mise en pratique des règles prudentielles qui leur incombent. La forme de cette mission peut être empreinte d'un individualisme méthodologique ou au contraire d'altérité. Une régulation altruiste se construit par l'intégration des informations sociales et environnementales dans les processus d'élaboration et de diffusion des documents comptables et financiers. Si cette approche peut à bien des égards relever d'une démarche utopique, le sens de l'altérité dans une démarche régulatrice doit nécessairement déboucher sur la prise en compte des conséquences humaines qu'un système financier fait subir à des populations déshéritées et endettées comme la crise des *subprimes* l'illustre avec l'explosion du nombre de faillites personnelles.

Ces observations appellent d'une part à construire un modèle alternatif où le droit international d'essence onusienne doit s'ériger en tenant de la régulation mondiale (A). Du positionnement de l'état de droit dans la sphère économique naît la possibilité de construire un modèle pérenne permettant d'éviter un tsunami financier (B)

A- Le pouvoir du droit dans le cadre de la régulation mondiale

La régulation juridique de l'activité économique constitue un déterminant essentiel de la transparence de l'information financière. En conséquence, La régulation de l'information financière ne doit pas être une fin en soi, mais une solution pour atteindre l'objectif de transparence des marchés financiers. La recherche d'une égalité de traitement entre investisseurs, de l'équité entre parties prenantes et d'une efficacité de l'information financière demeure indissociable des procédés normatifs de régulation. Le concept de régulation ne s'est pas imposé de lui-même ; il a subi un long processus d'évolution pour passer du domaine technique au domaine juridique, ce long glissement sémantique répondant à la nécessité de donner aux institutions et acteurs économiques un terme de référence pour les guider dans une action commune et conjointe.

18 D'après A.-J. Arnaud, « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques », *Droit et société*, n° 35, 1997, pp. 11-35.

P. Le Gall souligne que « la régulation des marchés ne peut toutefois être assimilée à un simple contrôle dirigiste ou administré. C'est aussi la recherche de normes qualitatives qui doivent permettre aux investisseurs de réduire leur risque individuel ou collectif¹⁹. »

La régulation de l'information financière constitue un enjeu de société dans un espace globalisé. A ce titre, J.-P. Fitoussi constatait que l'ouverture des économies favorise par définition les facteurs les plus mobiles, non seulement le capital financier, mais aussi certains types de savoir²⁰. L'économie contemporaine se caractérise par la dématérialisation des supports de transmission de l'information. L'accès à l'information constitue l'enjeu de pouvoir essentiel des économies ouvertes dans la mesure où il importe de décider rapidement, tout en minimisant les risques. L'information est un facteur abondant inégalement réparti. Il est surabondant pour ceux qui peuvent s'offrir des bases de données ou avoir accès à des informations stratégiques et privilégiées. Le facteur informationnel devient rare au contraire pour ceux qui ne sont pas potentiellement en mesure de bénéficier des transferts technologiques. La régulation de l'information financière instaure un point d'équilibre entre les acteurs économiques en agissant sur le coût d'obtention de l'information. Les émetteurs sont en effet contraints de produire une information générale, mise à la disposition des autorités de régulation, ce qui entraîne des coûts de transaction, c'est-à-dire des coûts supplémentaires si l'on veut que l'information financière soit délivrée dans des délais précis. Au contraire, pour les investisseurs, grâce à un accès rapide à l'information rendue publique, les coûts d'opportunité sont réduits, ce qui désigne les coûts qu'ils subiraient s'ils n'avaient pas eu accès à cette information stratégique en temps réel.

Réguler l'information en la rendant accessible constitue un objectif démocratique. J.-P. Fitoussi indique que « la rentabilité des capitaux n'est pas plus élevée là où l'État est minimal [...] le court terme a été privilégié par rapport au long terme, créant un conflit d'intérêt entre l'horizon court des détenteurs de capitaux et l'horizon forcément long des sociétés. Le résultat en a été une généralisation des pertes, pour les sociétés comme pour les détenteurs de capitaux. Lorsque les exigences de rendement du capital deviennent exorbitantes, l'issue la plus probable est une aggravation de la souffrance sociale et une perte de capitaux²¹. » Les dotations initiales de capitaux ou facteurs rares se concentrent toujours vers les détenteurs les plus riches au détriment d'un transfert en direction des moins nantis. Les mécanismes régulateurs doivent veiller à réduire cette distorsion de moyens.

B- Propositions utopiques ou l'utopie d'éviter une nouvelle crise financière

La crise des *subprimes*, crise mondiale de l'information sur les risques, nécessite la mise en œuvre rapide de solutions pragmatiques et radicales privilégiant une gouvernance mondiale de l'information économique, comptable et financière.

Sous peine d'être confronté dans le futur à un tsunami financier d'une ampleur insoupçonnable aujourd'hui, la gouvernance mondiale de l'information financière s'impose comme le remède indispensable aux enjeux que soulève cette crise car les plans adoptés, prompts à gérer les actifs toxiques, ne sont que des placebos. Si l'on intègre le risque d'une dégradation des relations sino-américaine, des tensions dans les ex-pays de l'URSS, la

19 P. Le Gall, « Concurrence et régulation sur les marchés financiers » in N. Thirion, *Libéralisations, privatisations, régulations*, Éditions Larquier, 2007, p. 25.

20 J.-P. Fitoussi, *La Démocratie et le Marché*, Nouveau collège de philosophie, Grasset, janvier 2004, p. 98.

21 *Ibid.*, p. 102.

volonté de la Russie de sortir de l'abîme humiliant dans lequel elle demeure plongée depuis le début des années 1990 et les conflits au Moyen-Orient, l'urgence repose sur le renforcement des pouvoirs supranationaux accordés à l'Organisation des Nations unies.

Les quatre axes présentés constituent des propositions concrètes de sortie de crise et des moyens pour éviter la prochaine.

1. Régulation de l'information comptable et financière

L'adoption d'un protocole international de bonne gouvernance de l'information financière intégrant les informations sociales et environnementales au cœur des informations financières sous l'égide des Nations unies constitue la pierre angulaire d'une régulation mondiale. Il convient, en conséquence, de doter les Nations unies de moyens effectifs, financiers et humains pour contrôler et sanctionner efficacement les intervenants financiers, les investisseurs institutionnels et les États qui favorisent le développement des paradis fiscaux et encouragent le blanchiment de capitaux.

L'abandon des référentiels comptables IFRS et US GAAP basés sur le concept de juste valeur et le principe de prééminence de la réalité sur l'apparence est une nécessité dans la mesure où les référentiels adoptés n'ont servi que les intérêts parcellaires des actionnaires. La création d'un nouveau référentiel comptable fusionnant les normes IFRS et US GAAP avec le référentiel de développement durable de la *Global Reporting Initiative* (GRI) sous l'égide de la CNUCED permettrait de placer les préoccupations environnementales et sociales au centre d'un développement économique respectueux des pays les moins avancés. L'abandon de l'évaluation à la juste valeur, concept amplificateur de risque, et son remplacement par un mécanisme d'évaluation au coût historique réévalué chaque exercice en fonction du taux directeur des banques centrales en seraient les conséquences concrètes. La volatilité des marchés financiers serait ainsi déconnectée de sa principale source d'alimentation, la comptabilité évaluée selon le concept de juste valeur. Humaniser l'économie conduirait à un choix d'indicateurs de performance fiables et sincères. L'abandon de la référence au dogme des ratios de rentabilité des capitaux propres (ROE) et bénéfice par salarié en serait une des résultantes associée au recours à des indicateurs synthétiques simples et « non manipulables », comme le chiffre d'affaires, la valeur ajoutée, ou l'excédent brut d'exploitation.

2. Régulation des marchés financiers producteurs d'informations financières

La suppression du système de règlement différé (SRD) et son remplacement exclusif par le marché au comptant peuvent sembler simplistes au regard des masses capitalistiques en jeu. Néanmoins, la véritable question qui devrait être posée est relative à la fonction effective de la bourse. Est-ce un casino ou le lieu privilégié du financement de l'économie ? De la réponse adoptée découle la nécessité impérieuse de recentrer le fonctionnement des marchés réglementés en adoptant des solutions simples. On ne peut vendre que ce que l'on possède et le prix des titres cotés doit refléter les performances réelles économiques, sociales et environnementales, ce qui conduit à un encadrement très strict du recours à des outils mathématiques sophistiqués pour accroître les risques (titrisation, produits dérivés) par les régulateurs boursiers.

3. Régulation de l'information sur les risques

Cette crise révèle l'incapacité des investisseurs institutionnels et spéculateurs à évaluer correctement les risques encourus. Les agences de notation censées détecter les risques générés par des produits financiers n'ont pas joué leur rôle d'alerte. Cette absence de vigilance s'explique par la nature des conflits d'intérêts entre des donneurs d'ordre évalués par leurs prestataires de services. Cette situation conduit à recommander la disparition d'agences de notation et à confier aux banques centrales le pouvoir de notation internationale à l'instar des ratios prudentiels et tableaux d'analyse de la centrale des bilans de la banque de France.

4. Régulation de l'information financière criminogène

La lutte contre la criminalité financière constitue un enjeu démocratique et financier de première importance ; en effet, il est évalué que la fraude communautaire représenterait entre 10 % à 15 % du budget de l'Union européenne d'après la chambre des Lords, la contrefaçon sur les médicaments 7 % du marché d'après l'OMS, la contrefaçon commerciale entre 3 % et 9 % du commerce international d'après le ministère de l'Économie et des Finances, le piratage informatique 100 milliards de dollars pour les seuls États-Unis d'après le Trésor fédéral américain. D'après Interpol, l'économie russe serait sous contrôle des mafias à hauteur de 40 % du PIB²². Ce constat relayé par la puissance de la crise des *subprimes* doit conduire les démocraties occidentales à interdire les paradis fiscaux et à faciliter la levée du secret bancaire à des fins d'investigation et de contrôle. En effet, comment prétendre défendre le concept de transparence des marchés si l'opacité demeure et les activités d'origine criminelle prospèrent.

Conclusion de la troisième partie :

La crise des *subprimes* – crise de l'information sur les risques financiers, après les scandales financiers, crise de l'intégrité de l'information comptable – démontre la nécessité de trouver des solutions juridiques pour renouer avec une économie de la confiance et faire de l'information financière un bien public.

Conclusion :

La nécessité d'une régulation de l'information financière souple, coordonnée et adaptée aux contraintes de la mondialisation s'impose logiquement face aux dysfonctionnements du marché. La réussite du modèle régulateur est indispensable pour redonner de la confiance aux individus dans l'accomplissement de leurs actes quotidiens.

Les pouvoirs publics associés aux entreprises privées sont alors placés en face de leur responsabilité pour que l'action régulateur prenne pleinement en compte l'universalité d'une information financière réceptacle de l'activité économique, sociale et environnementale.

22 F. Compin, « The role of accounting in money laundering and money dirtying », *Critical Perspectives on Accounting*, volume 19, issue 5, Elsevier, July 2008, pp. 591-602.

Sources bibliographiques :

- A.-J. Arnaud, « De la régulation par le droit à l'heure de la globalisation. Quelques observations critiques », *Droit et société*, n° 35, 1997, pp. 11-35.
- Autorité des marchés financiers, Rapport 2004 sur les agences de notation, Conférence de presse, 26 janvier 2005.
- Autorité des marchés financiers, Rapport 2007 de l'AMF sur les agences de notation, Notation crédit des entreprises, 17 janvier 2008, p. 58.
- C. Gatinois, « Des Stratégies multiples », *Le Monde Argent*, dimanche 28-lundi 29 octobre 2007, p. 2.
- C. Riffart, « La Fin de l'american dream ? », *Revue de l'OFCE*, avril 2007, n° 101 publié par la revue *Problèmes économiques*, « L'immobilier aux États-Unis : la fin de l'american dream », 29 août 2007, n° 2929, p. 22.
- Equipe rédactionnelle Le Monde Finance, « Faut-il avoir peur des hedge funds ? », *Le Monde Argent*, dimanche 28-lundi 29 octobre 2007, pp. 1-3.
- F. Compin, *Le pouvoir du droit face à la désinformation financière*, préface de R. Compin, Editions du Jets d'Encre, novembre 2009, 464 pages
- F. Compin, « The role of accounting in money laundering and money dirtying », *Critical Perspectives on Accounting*, volume 19, issue 5, Elsevier, July 2008, pp. 591-602.
- H. Hovasse, A.-M. Toledo-Wolfsohn, « L'Art de la titrisation, à la recherche de nouveaux moyens de financement », *Cahiers de droit de l'entreprise*, JurisClasseur, LexisNexis, septembre-octobre 2006, n° 5, p. 12.
- H. Simon, « Theories of decision making in economic and behavioral science », *American Economic Review*, 49, n° 1, 1959 ; « From substantive to procedural rationality », *Method and Appraisal in Economics*, edited by S.J. Latsis, Cambridge University Press, 1976
- J.-P. Fitoussi, *La Démocratie et le Marché*, Nouveau collège de philosophie, Grasset, janvier 2004, p. 98.
- Joint Center for Political and Economic Studies, 2007.
- M. Bliman, J. Carceller, « Subprime : explications d'une crise », *Les Échos*, 24 octobre 2007.
- M. Prada, Discours de clôture sur la problématique des *hedge-funds*, Conférence organisée par Premier cercle en association avec *The Wall Street Journal*, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 32, janvier 2007 cité par *Problèmes économiques*, 23 mai 2007, n° 2924, pp. 21-26.
- M.-A. Frison-Roche, « Crise financière : faut-il créer un régulateur mondial ? », *Les Petites Affiches*, n° 201, 7 octobre 2008, p. 6.
- O. Coispeau, *Dictionnaire de la bourse et des termes financiers*, Éditions Séfi, octobre 2006, p. 486.
- O. Coispeau, *op. cit.*, p. 41.
- P. Le Gall, « Concurrence et régulation sur les marchés financiers » in N. Thirion, *Libéralisations, privatisations, régulations*, Éditions Larcier, 2007, p. 25.
- S. Rolland, « Les Agences de notation mises en cause. La crise des crédits a sérieusement entamé la crédibilité des agences », *La Tribune*, 10 août 2007, <http://www.latribune.fr>.