



Cohérence entre impératifs de stabilité financière et mécanisme de sanctions

Laurent BENZONI

Exposé réalisé dans le cadre des rencontres organisées par la Cour d'Appel de Paris et la Chaire Régulation de Sciences Po le 5 mars 2009

Publication dans le Bulletin Joly BOURSE « Politique de sanction et régulation des marchés financiers »
Joly Editions – Lextenso Editions – Sept. / Oct. 2009

Mars 2009

TERA Consultants

32, rue des Jeûneurs
75002 PARIS

Tél. + 33 (0) 1 55 04 87 10
Fax. +33 (0) 1 53 40 85 15

S.A.S. au capital de 200 000 €
RCS Paris B 394 948 731

« Cohérence entre impératifs de stabilité financière et bancaire, et mécanisme de sanctions »

**Laurent Benzoni
Mars 2009**

Exposé réalisé dans le cadre des rencontres organisées par la Cour d'Appel de Paris et la Chaire Régulation de Sciences Po : « Politique de sanction et régulation des marchés financiers » du 5 mars 2009

Publié dans le Bulletin Joly BOURSE « Politique de sanction et régulation des marchés financiers » - Joly Éditions – Lextenso Éditions – Sept. / Oct. 2009

Monsieur le Premier Président, Monsieur le Président, Chers Collègues, Mesdames, Messieurs, j'ai été honoré de répondre à cette invitation pour traiter d'un thème passionnant, la politique de sanction dans un domaine au cœur de l'actualité : les marchés financiers.

Le 15 septembre 2008, à la suite de la crise des subprimes, Lehman Brothers se déclare en faillite. Le 16 septembre AIG, premier assureur mondial, passe sous le contrôle de l'Etat fédéral américain. Pour les autorités : « *Too big to fall* », le risque d'une crise systémique est alors trop prégnant. Les engagements d'AIG se chiffrent en centaines de milliards de dollars : nombre des plus grandes banques mondiales seraient impactées de manière trop importante pour réussir à stabiliser seules leur situation. La crise financière est à ce moment là clairement officialisée. D'un phénomène initial qualifié de forte « correction » en raison d'anticipations erronées des marchés, on bascule dans une situation de crise exceptionnelle. Principal fautif de la crise : un trop grand « laisser-faire » qui a conduit à confier progressivement aux seuls « forces » du marché les mécanismes d'émission de la dette, d'évaluation des risques, d'équilibrage des transactions. Le marché, en tant qu'institution économique, a finalement été pris en défaut.

Plusieurs questions surgissent alors : pour quelles raisons les marchés financiers n'ont-ils pu s'autoréguler seuls alors mêmes qu'ils s'approchent au mieux de l'épure des marchés concurrentiels purs et parfaits que décrit la théorie économique standard des manuels d'économie ? Pourquoi faut-il les réguler ?

Ces questions sont essentielles car il semble qu'une bonne part des problèmes actuels vient sans aucun doute de cette bien trop grande confiance dans la capacité des marchés à s'autoréguler. Cela constituera la première phase de cette intervention : pourquoi réguler ?

Une fois cette question traitée, il s'agira dans un second temps de comprendre comment réguler ? Dans ce domaine, les mécanismes de sanction, s'ils interviennent « ex post », constituent, du point de vue économique, l'un des moyens de dissuader les comportements indésirables. Or, au moment où se pose la question de l'instauration de nouvelles « règles » et « contraintes » devant peser sur les marchés financiers dans une optique de « re-régulation », une réflexion sur les mécanismes de sanction paraît tout aussi utile pour éviter le retour des comportements indésirables. Une menace crédible de sanction peut en effet engendrer, du point de vue de la théorie économique et logiquement, un effet aussi contraignant sur les comportements qu'une règle imposée et qui ne serait guère sanctionnée si elle est transgressée.

N'étant pas expert des questions financières et bancaires, je ne traiterai pas des points techniques et spécifiques qu'ils conviendraient d'instaurer dans ce secteur très particulier qu'est le monde de la finance. S'agissant du pourquoi de la régulation, j'adopterai une approche reprenant sur le fond des mécanismes et raisonnements très courants en économie de la régulation, indépendamment des secteurs concernés. Concernant la question de la sanction, je rappellerai en quoi la sanction est un élément essentiel de la régulation et que la spécificité du secteur financier, en particulier la présence des risques systémiques, peut néanmoins justifier un traitement particulier au regard des pratiques en œuvre dans d'autres secteurs régulés comme l'audiovisuel, l'énergie, les télécommunications, etc.

Pourquoi réguler ?

La réponse triviale à cette question générale est tout simplement : pour empêcher que des comportements individuels ou des états du fonctionnement des marchés non souhaitables se produisent ou se reproduisent. Faire totalement confiance au marché, c'est croire que les comportements non souhaitables des agents ne puissent émerger, c'est croire aussi que les structures des marchés n'influencent pas le comportement des acteurs individuellement ou collectivement.

Pour que la vision d'un marché parfait l'emporte, il convient d'un point de vue théorique que tous les acteurs du marché, offreurs et demandeurs, soient omniscients, autonomes dans leurs décisions, rationnels, indépendants, et qu'ils ne disposent ni du pouvoir ni de la volonté d'influencer les autres acteurs dans leurs choix d'investissement et de consommation.

Qu'en est-il sur les marchés financiers ? Si l'on admet que l'une des dimensions essentielles de l'activité financière constitue une activité de médiatisation du risque, les travaux économiques déjà anciens ont révélé quelques ressorts invariants des comportements humains face au risque.

Prenons pour illustrer ce point, un petit « jeu » simple dérivé du paradoxe d'Allais mis en évidence en 1953 qui valut, entre autres travaux, un prix Nobel d'économie à son auteur en 1988.

Soit une première boîte qui contient deux papiers, l'un indique gagnant, l'autre perdant. Que gagne-t-on en tirant le papier gagnant : 10.000 €

Soit une deuxième boîte qui contient 100 papiers, 1 indique gagnant et les 99 autres perdants. Que gagne-t-on alors dans cette deuxième loterie, 500.000 €.

L'expérience consisterait à demander à chaque personne de l'assemblée dans quelle boîte elle souhaiterait tirer un papier. L'expérience révélerait ainsi qu'une importante majorité choisirait sans aucun doute la première boîte, celle contenant deux papiers et non pas la seconde boîte. Ce choix est basé sur le fait que la possibilité de gagner est plus grande en tirant un papier dans la première plutôt que dans la seconde.

Une autre perception peut s'imposer : celle qui fonde la théorie micro-économique des comportements rationnels qui expliquera qu'en réalité l'espérance des gains est la même dans les deux boîtes soit 5.000 €¹. En effet, dans la première boîte il existe bien une chance sur deux de gagner 10.000 €, soit $\frac{1}{2} \times 10.000 \text{ €} = 5000 \text{ €}$ et dans la seconde boîte une chance sur cent de gagner 500.000 €, soit $\frac{1}{100} \times 500.000 \text{ €} = 5000 \text{ €}$. Selon la théorie économique du comportement rationnel, il devrait pourtant y avoir autant de personnes à choisir de jouer dans la première boîte que dans la seconde.

Comment expliquer cet écart entre l'approche théorique et les comportements humains constatés ? Par l'existence d'une certaine aversion au risque. L'être humain joue plus sur la probabilité de gagner 1 chance sur 2 dans la première boîte contre 1 chance sur 100 dans la seconde que sur la probabilité de gain qui est la même dans les deux cas. Un comportement que le bon sens populaire a d'une certaine façon synthétisé dans le « Un tien tu l'as vau mieux que deux tu l'auras » qui explique l'aversion au risque à travers la préférence pour le présent car le futur est bien évidemment toujours pour partie incertain.

Toutefois l'aversion au risque n'est pas une grandeur constante : elle diminue avec le montant des gains en jeu. Par exemple, s'il avait été annoncé précédemment que la première boîte permettait de gagner 10 € au lieu de 10.000 et la seconde 500 € au lieu de 500.000, la majorité de l'assistance aurait cette fois-ci très probablement préféré jouer avec la seconde boîte plutôt qu'avec la première. Cette modification des choix intervient alors même que les espérances de gains proposées dans les deux boîtes restent toujours identiques. Il se manifeste ici un effet que nous qualifierons, pour schématiser, de « richesse » car il est évident que la modification des choix relatée ci-dessus est en rapport avec la situation patrimoniale des individus qui les réalisent. Si la part de la « richesse » que les agents sont prêts à « risquer » est constante, plus les agents disposent d'une richesse importante, plus la valeur « absolue » des sommes qu'ils sont prêts à engager dans des opérations à risque est élevée.

Deux conclusions sur les comportements utiles pour la compréhension des mécanismes en œuvre sur les marchés financiers et qu'il convient de réguler.

¹ Il s'agit de la théorie de l'utilité espérée dont les fondements ont été proposés par J. Von Neumann et O. Morgenstern dans leur ouvrage, *Theory of Games and Economic Behavior* (1944). Cette formulation de l'utilité est celle adoptée dans la modélisation des choix des agents environnement incertain lorsque les événements possibles sont probabilisables.

Conséquence 1 : en modifiant la perception du risque, les agents peuvent être incités à augmenter considérablement leurs engagements financiers dans des « jeux » qui ne leur semblent pas risqués mais qui, en toute connaissance de cause, leur seraient apparus au contraire comme risqués. C'est bien un enseignement du jeu avec les deux boîtes. Il n'est « mathématiquement » pas plus risqué de jouer dans l'une ou dans l'autre puisque l'espérance des gains est la même. Pourtant avons-nous dit, il est constaté qu'en vertu de leur aversion au risque, les individus préfèrent jouer majoritairement dans la première boîte que dans la seconde. Or une présentation « probabiliste » de l'alternative aurait pu aisément orienter le choix des individus vers la seconde boîte plutôt que vers la première ; autrement dit, les conduire à opter pour un jeu qu'ils n'auraient pas délibérément choisi. Il aurait suffi d'exposer l'affaire de la manière suivante : en misant une somme sur la première boîte, il est possible de gagner 10.000 € tandis qu'en misant la même somme sur la seconde c'est un gain de 50.000 € qui peut être obtenu, cela pour un niveau de risque équivalent. La perception commune est alors la suivante : la deuxième boîte permet de gagner plus sans risque supérieur par rapport à la première. Qui ne choisirait pas alors dans ce contexte la deuxième boîte ? Les individus optent alors tous pour la deuxième boîte et non la première. Il est troublant dans cette affaire que du strict point de vue « probabiliste », la présentation en termes de risques équivalents entre les deux boîtes reste indubitablement « vraie ». La modification des choix qui intervient ne saurait donc être interprétée comme la conséquence d'une réelle « désinformation ». Le risque est bien là, mais il est présenté avec les « lunettes » du mathématicien et non celles du commun des mortels. Se retrouve bien dans cette présentation, les fondements de la fameuse obligation de conseil à laquelle sont assujettis les « professionnels » lorsqu'ils engagent des « non professionnels » dans un contrat.

Conséquence 2 : Si avec peu de ressources, ici une simple modification de l'information, on peut modifier à son avantage les choix des agents donc à biaiser les anticipations et les équilibres de marché, l'incitation à utiliser ces ressources est grande.

Nous trouvons dans ces deux conséquences me semble-t-il, les deux principaux fondements économiques de la régulation des marchés financiers :

- d'une part, éviter tous les biais d'information, résorber les asymétries d'information, vérifier la fiabilité des informations ;
- d'autre part, éradiquer les comportements opportunistes de ruse, de tricherie, qui pourraient biaiser la perception des marchés et les résultats des jeux.

Sur le fond, en soulignant le rôle structurant de l'information dans le fonctionnement des marchés financiers et le traitement que peuvent en faire les acteurs, cette approche ne fait que rappeler les enseignements fondamentaux de nombre de travaux réalisés par les spécialistes d'économie de la finance. Les comportements mimétiques, les prophéties auto-réalisatrices, etc. qui sont à la base des « bulles » qui précèdent l'avènement de toute crise dans le secteur financier relèvent ainsi de cette problématique.

Ayant abordé la question première du pourquoi de la régulation des marchés financiers, il convient à présent de traiter de la question des sanctions comme l'un des moyens de la régulation de ces marchés.

Quelles sanctions ?

C'est sans aucun doute dans le champ de la régulation concurrentielle générale que les économistes ont produit le plus de travaux quant à la question de la politique de sanction « optimale ».

Une politique de sanction « optimale » est celle qui dissuade au plus les comportements indésirables, tout en minimisant les coûts de sa mise en œuvre.

L'économie de la sanction dans le champ de l'économie de la régulation se cantonne principalement à la question de la sanction pécuniaire. Prenant ses fondements dans l'analyse économique du droit, la sanction doit alors être comprise comme une incitation à ne pas biaiser les règles ou à ne pas les enfreindre dans la mesure où les gains potentiels du non respect des règles seront en réalité et en probabilité des pertes, du fait d'une part de la probabilité de se faire prendre et d'autre part du montant des sommes à payer en dédommagement global du non respect des règles.

Selon cette logique, un premier niveau minimal de sanction pécuniaire est d'obtenir que tous les profits indûment perçus ou que tous les dommages causés par le comportement, objet de la sanction, soient intégralement restitués, soit aux acteurs qui ont subi les dommages lorsqu'ils sont identifiables, soit à la collectivité lorsque les acteurs ne sont pas identifiables.

A ce premier niveau de sanction, les économistes en ajoute un deuxième, la « probabilité de se faire prendre ». En effet, si au pire on risque seulement de restituer ce qui a été indûment perçu, il vaut mieux ne pas respecter la règle. Le caractère dissuasif de la sanction n'apparaît que lorsque la sanction financière potentielle est bien supérieure au gain que l'on retire du non respect des règles. Rigoureusement, cela implique par exemple que si un individu estime qu'il a une chance sur dix de se faire prendre pour le non respect d'une règle, la sanction monétaire qui doit versé en sus du dédommagement des acteurs lésés doit au moins être égale à dix fois le profit perçu. A défaut, la sanction n'est pas dissuasive.

Dans cette conception économique de la sanction il n'y a donc aucune prise pour justifier une limitation a priori du montant des sanctions pécuniaires.

Sur ce point, il me semble que les textes en vigueur dans le système français s'éloignent assez fondamentalement de la conception économique puisque ceux-ci précisent très clairement l'existence de plafonds maximaux pour les sanctions. En outre, pour un observateur, il est surprenant d'observer que les montants maximaux des sanctions en question se situent à des niveaux trois fois inférieurs à ceux en vigueur dans la régulation concurrentielle. Le fondement de ce plafond n'apparaît pas clairement, il peut même s'avérer être un incitant à l'adoption de comportements déviants qui rapportent « gros » puisque une entorse aux règles qui rapporte gros sera en valeur relative moins pénalisant et moins pénalisé que la même entorse qui rapporte peu.

Ainsi selon le rapport que vient de réaliser la cour des comptes, le montant moyen des sanctions en matière financière en 2007 a été de 331 500 €, soit sans doute très loin du maximum prévu dans les textes.

L'approche économique est donc tout à fait en phase avec les positions de la Cour des comptes qui souhaitait majorer le plafond des sanctions en matière de régulation des marchés financiers. S'agissant de la Commission bancaire, la loi de modernisation de l'économie a ainsi porté le plafond de sanction pour les établissements de crédit au décuple du capital minimum des sociétés, qui peut ainsi aller jusqu'à 50 M d'€, et pour les entreprises d'investissement de 500 000 € à 3,8 Millions d'€. Pour l'Autorité des Marchés Financiers, la sanction maximale a été portée à 10 Millions d'€. En revanche, à l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles, le niveau maximal de sanction demeure inchangé et ne peut excéder 3 % du chiffre d'affaires (5 % en cas de nouvelle violation de la même obligation), soit un niveau trois fois inférieur à celle prévue pour l'Autorité de Concurrence (10% du chiffre d'affaires mondial consolidé).

Ces nouveaux plafonds prévus pour les acteurs du marché financier même majorés restent dérisoires. La sanction reste de toute évidence sous-dimensionné par rapport aux enjeux, en l'occurrence aux gains potentiels que permet la transgression des règles. Sans menace de sanction crédible, c'est la crédibilité de la régulation qui est alors en mise en question.

Ainsi, la référence au chiffre d'affaires pour les entreprises du secteur financier, comme c'est le cas pour l'Autorité de la concurrence, paraît plus pertinente pour asseoir l'assiette de la sanction et le taux qui doit être appliqué devrait être calibré pour assoir la crédibilité de la sanction.

L'approche économique souffre cependant d'une certaine inconsistance.

En effet, pour pouvoir évaluer le deuxième niveau de sanction, à savoir la probabilité de se « faire prendre », il faudrait connaître avec une bonne certitude le nombre de « cas de fraude » réels, ceux qui sont découverts et ceux qui ne le sont pas. Or bien évidemment, celui-ci n'est pas connu. Pour mieux le connaître et l'approcher, il faudrait multiplier contrôles, enquêtes, etc. de telle sorte que le coût de la régulation augmenterait rapidement et fortement.

Pour cette raison, les économistes ont de longue date prescrit un autre mécanisme la « dénonciation contre rémunération » désigné en droit de la concurrence sous l'euphémisme de « programme de clémence ». Ici aussi, les économistes ont révélé par la théorie des jeux, en l'occurrence à partir du « dilemme du prisonnier » que l'on pouvait obtenir beaucoup d'informations pour un coût de régulation faible.

L'autorité de concurrence a expérimenté avec succès ce mécanisme, il paraît logique à un économiste de les mettre en œuvre dans le cadre de la régulation des marchés financiers qui connaît aussi dans certaines affaires des difficultés à faire surgir l'information et la preuve sur les comportements déviants. Certaines affaires récentes sur des délits d'initiés ont ainsi bien révélé que la « loi du silence » était finalement plus rémunératrice que la dénonciation. Les procédures dites d'engagement qui ont

aussi cours dans la régulation concurrentielle devraient aussi être inscrite dans les mécanismes de régulation et les politiques de sanction en vigueur pour les marchés financiers.

Au-delà de ces points de cohérence qui me paraissent clairs entre régulation concurrentielle générale et régulation des marchés financiers, une spécificité de l'activité bancaire et financière doit être soulignée.

Les marchés financiers sont par essence des marchés de « confiance ». Comme l'a souligné Kenneth Arrow, prix Nobel d'économie en 1972, « la confiance est une institution invisible au même titre que les règles de droit ou les principes éthiques. Elle est un ingrédient essentiel du fonctionnement des marchés. La confiance n'est pas un bien qui s'achète ou se vend sur un marché ; c'est un actif qui se constitue dans la durée et qui se mesure par la réputation ».

Faut-il alors faire une large publicité des sanctions dans le cadre de la régulation des marchés financiers ? Le rapport récent de la Cour des Comptes (2008) semble y être très favorable dans la mesure où cette perspective semble effrayer les acteurs : elle aurait donc un caractère symbolique hautement dissuasif. En ce sens et de façon tout à fait cohérente, cette sanction non pécuniaire constituerait une menace crédible pour discipliner les comportements des acteurs tentés par une transgression des règles. Dans sa réponse, il me semble que l'Autorité des Marchés Financiers n'a pas pris position sur ce point précis.

A l'opposé, de la position tenue sur la sanction pécuniaire, il me semble que sur ce point la prudence s'impose. En effet, la publicité de la sanction, pourrait entraîner un mouvement de défiance sur les marchés vis-à-vis de l'acteur concerné dont les conséquences économiques pourraient être finalement sans commune mesure avec le niveau de sanction pécuniaire « optimal ». C'est sans doute sur ce point où l'impératif de stabilité financière et bancaire peut supplanter les mécanismes standard de sanction que peuvent mettre en œuvre une autorité de régulation.

En guise de conclusion

En conclusion, le système français de régulation des marchés bancaires et financiers fonctionne plutôt bien à l'observation de la façon dont il traverse les épreuves de la crise financière en cours de développement.

Néanmoins, l'amélioration de la transparence des informations et l'alourdissement des sanctions prévues contribueront sans doute encore à l'améliorer.

On dit souvent que les marchés ont la mémoire « courte », il importe en revanche que les autorités de régulation sachent bien conserver la mémoire des faits pour éviter les « regulatory failures » dont les conséquences sont toujours plus lourdes que les imperfections du marché « market failures ».

Souvenons-nous qu'aux Etats-Unis le Glass-Steagall Act de 1933 a instauré la séparation des banques de dépôt et des banques d'investissement ou banques d'affaires pour éviter une confusion des genres qui s'était instaurée et avait engendré l'avènement d'une bulle spéculative dont l'éclatement a provoqué à la

crise de 1929. Exactement, soixante-dix ans plus tard cette loi a été abrogée in extremis le 12 avril 1999 pour permettre juste à temps la création de Citigroup dont l'état fédéral américain, 10 ans plus tard, vient de prendre le contrôle pour éviter une faillite aux risques incalculables. Mais dans cette affaire, nous sommes plus en présence d'une « regulatory failure » et non d'une « market failure » qui était l'objet de cet exposé.

Colloque « Paris carrefour du droit économique »/Politique de sanction - Sciences Po, le 5 mars 2009

Thème : « Cohérence entre impératifs de stabilité financière et bancaire, et mécanisme des sanctions ».