



I-.1.11 La distinction entre la régulation économique et la régulation financière.

Par Marie-Anne Frison-Roche*
Directeur de The journal of Regulation

1. Si l'on veut bien supposer que la différence de terminologie suppose une différence entre les choses désignées, alors la régulation économique est différente de la régulation financière.
2. Cette distinction ne va pourtant pas de soit. En effet, on peut considérer que le marché financier appartient à la catégorie des marchés économiques et relève à ce titre de leur régime, notamment juridique à travers le droit de la concurrence : selon Walras, il en est même le plus pur exemple¹ et les autorités de la concurrence entendent bien ramener au pas les établissements financiers et les entreprises de services d'investissements sur leurs obligations de respecter le droit de la concurrence, au titre de la « régulation concurrentielle »².
3. Cette expression est un oxymore, puisque le marché concurrentiel suppose une rencontre spontanée entre l'offre et la demande, alors que la régulation implique un équilibre construit et maintenu par la puissance exogène d'un régulateur. Mais le droit de la concurrence, en intégrant le contrôle des concentrations, qui est une action *ex ante*, se rapproche de plus en plus de la régulation, hors de tout contexte de libéralisation. Ainsi, le phénomène de crise est une occasion supplémentaire de rapprocher les deux régulations³.
4. Même si l'on demeure au sein de la régulation financière, qui ne se réduit pas à une réglementation mais à un système d'institutions, de décisions et de règles prises au regard du risque⁴, la concurrence, d'habitude marquée des marchés de biens et services ordinaire, peut être utilisée comme mode de régulation financière, par exemple pour éviter la capture du régulateur financière par des établissements financiers alliés entre eux ou pour lutter contre les conflits d'intérêts.

¹ Pour les conséquences en droit des contrats, v. BOUTHINON-DUMAS, Hugues, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, coll. « Droit et Economie », préf. Philippe DIDIER, 452 p., LGDJ, 2007.

² DAHAN, Thierry, « De la régulation Concurrentielle », *Revue Concurrences*, in *Concurrences*, n°3-2009 et n°4-2009

³ JENNY, Frédéric, « La crise économique et financière, la régulation et la concurrence », in *Concurrences*, n°2-2009, pp.59-69.

⁴ V. d'une façon générale FRISON-ROCHE, Marie-Anne, *Les 100 mots de la régulation*, coll. « Que Sais-Je ? », PUF, sous presse, et d'une façon particulière, les entrées « Risque », « Asymétrie d'information », « Autorité des marchés financiers », « Autorité de contrôle prudentiel », ainsi que les infra-références.

5. C'est ainsi que le nouveau Premier Ministre britannique a annoncé que la *Financial Services Authority* (FSA) allait être dépossédée d'un certain nombre de ses pouvoirs au profit du banquier central, la Banque d'Angleterre, celle-ci recevant pour mission d'inciter le plus possible les banques à se faire concurrence, après le constat d'échec des régulateurs financiers à prévenir la crise, voire leur imprévoyance y ayant grandement participé⁵.
6. En outre, la Banque centrale se voit confier la charge de la protection des petits investisseurs, mouvement que l'on observe que l'on observe aujourd'hui également en France à travers le pôle commun établi entre l'Autorité de Contrôle prudentiel et l'Autorité des marchés financiers⁶. Le Président de cette Autorité de régulation dit expressément qu'il a pour fonction de défendre les « consommateurs », vocable qu'il utilise pour désigner les investisseurs. Plus encore, la réforme dont le Président Obama a obtenu le vote au Congrès pose que la loi a pour fin la protection du consommateur⁷, sous le masque duquel il faut voir l'investisseur non-qualifié. Mais cet objectif est normalement l'objectif majeur de la régulation non pas financière mais économique⁸.
7. Il n'est pas évident, c'est un des dangers du droit comparé, qu'on puisse généraliser l'observation au-delà des Etats-Unis⁹. En effet, une partie très importante de la population a de l'argent investi sur les marchés, directement ou indirectement, notamment en prévision de leur retraite. L'analogie ne peut se faire avec la France ligne à ligne, parce que le système de retraite est par répartition. Dès lors, aux Etats-Unis, protéger l'investisseur, c'est protéger chacun, et élever un niveau d'information faible. En France, le risque systémique n'a pas les mêmes contours et le rapprochement entre économie et finance ne prend pas la même forme ni la même force.
8. Plus encore, s'est établie une ambiguïté nouvelle entre Régulation économique et Régulation financière. En effet, il fut un temps classique où la finance était l'instrument naturel de l'échange économique, puisque tout échange économique demande à insérer entre les deux biens échangés la monnaie. En outre, pour fluidifier le système économique, le mécanisme du crédit, amplifié par la confiance faite aux banques permettant à celles-ci de prêter plus que leurs avoirs, a permis les développements des marchés ordinaires et leurs prospérité. Ainsi, la finance était l'instrument de l'échange économique, et donc *a priori* partie intégrante de celui-ci. De ce point de vue, il n'y aurait donc pas normalement d'autonomie entre Régulation financière et Régulation économique, et la seconde pourrait être une branche de la première.

⁵ *Financial Times*, 17 juin 2010.

⁶ CULLIN, Marie, "Speech given by Christian Noyer, Governor of the 'Banque de France' (Central Bank of France) and President of the 'Autorité de Contrôle prudentiel' (French Prudential Control Authority), on April 30, 2010, on the occasion of the signature of an agreement between the 'Autorité des Marchés Financiers' (French Financial Markets Authority) and the 'Autorité de Contrôle prudentiel' to create a joint consumer information service", *The Journal of Regulation*, III-3.5, 2010

⁷ SEVE, Margot, « ??? », *The Journal of regulation*, à paraître.

⁸ Par exemple, en matière de régulation de communication électronique, TREPPOZ, Stéphane, *Le consommateur au cœur des modèles*, La Revue Trimestrielle de l'ARCEP, juin 2010, p.25.

⁹ CARBONNIER, Jean, *A beau mentir qui vient de loin, ou le mythe du législateur étranger*, in *Essais sur les lois*, 2^{ième} éd., Répertoire du notariat Defrénois, 1995, p.227-238.

9. Mais il n'en est plus rien, puisque nous vivons le temps nouveau de la sphère financière devenue totalement autonome. Autonome puisque immatérialisée, puisqu'elle fonctionne sans le temps, sans corporalité et est totalement globalisée¹⁰ (c'est-à-dire sans frontières). En cela, elle est rétive à toute régulation, fuyante par nature. Ce phénomène fut parfaitement décrit dès 1985 par l'historien Fernand Braudel. En effet, dans les 3 tomes de son ouvrage *Civilisation matérielle, économie et capitalisme*¹¹, il décrit qu'existent d'une part le jeu de l'échange, c'est-à-dire le marché concurrentiel qui appelle Régulation économique (cf. Tome 2), et d'autre part (cf. Tome 3) la pratique du capitalisme pur, capitalisme qui prît son autonomie par rapport à l'échange économique et que l'historien appelle le Temps des Banquiers, créateurs d'une industrie financière autonome et devenue folle. C'est le temps de l'oppression sur ce qui sont en dessous, dans l'économie matérielle (les gens pauvres), c'est la destruction du jeu de l'échange, donc des marchés concurrentiels et ainsi comme le décrit l'historien, le temps de tous les excès.
10. Ces excès sont en partie venus du fait que le secteur de l'industrie financière n'a pas pour cadre le marché concurrentiel et que la régulation économique, qui se réfère à celui-ci, soit pour l'installer lors d'une phase de libéralisation, soit pour en tempérer les effets par une mise en balance entre un principe de libre concurrence et un autre principe, comme le service public, n'est pas la pour modérer de tels excès. Plus encore, comme le montre toute la tradition des travaux économiques, notamment ceux de Schumpeter, l'agent économique efficace, le « bon entrepreneur » est celui qui prend des risques, ce risque individuel étant pris par le fait de son esprit d'entreprise et son goût légitime d'entreprendre, voire la perspective de réussir et de devenir riche, chance ouverte qui fonde par ailleurs le contrat de société. Ainsi, la concurrence a par nature le risque dans ses gênes et l'on pourrait dire que rien n'est moins risqué qu'une entente, ou qu'une position dominante dont le titulaire peut à sa guise abuser sans risque de voir sa puissance contestée. C'est d'ailleurs pourquoi la théorie économique des marchés contestables est venue tempérer la condamnation juridique des positions dominantes dans une telle hypothèse.
11. A l'inverse, les marchés financiers sont construits sur un équilibre des risques qui suppose tout à la fois des investisseurs qui prennent des risques mais qui ne sont pas des entrepreneurs puisque au sens propre du terme ils ne construisent rien. En cela, ce sont des spéculateurs et c'est pourquoi la théorie des jeux est particulièrement adéquate sur ces marchés. La régulation financière n'a pas pour objet de limiter la prise de risque individuelle, car dans un modèle libéral chacun est libre de courir le risque de se ruiner dans l'espérance de se couvrir d'or en dormant, mais de limiter le risque collectif qu'un comportement risqué individuel fait courir au système même, situation que la notion de risque systémique exprime.

¹⁰ FRISON-ROCHE, Marie-Anne, *Les 100 mots de la régulation*, préc., « Globalisation ».

¹¹ BRAUDEL, Fernand, « *Civilisation matérielle, économie et capitalisme* », Paris, Armand Colin, coll. Références, 1979. Tome 1 « Les structures du quotidien », Tome 2 « Les jeux de l'échange », Tome 3 « Le temps du monde ».

12. Ainsi, la régulation financière se construit sur le risque comme objet dont il faut se défier alors que la régulation économique peut se construire sur le risque comme objet qu'il faut mettre en balance avec la concurrence, par exemple en matière de sécurité des réseaux ou des transports de personnes.
13. Mais plus techniquement une difficulté apparaît lorsque la financiarisation de l'économie fait naître des instruments financiers dont le sous-jacent appartient à un marché de biens. Ainsi, on peut songer aux produits financiers dérivés sur l'énergie. Aux Etats-Unis, le régulateur énergétique est intervenu pour limiter la possibilité pour les opérateurs financiers de spéculer sur ce type de produits dérivés car cela créait un risque systémique dans le secteur énergétique dont il avait la charge de la régulation. L'opérateur financier principal a contesté sa compétence pour le faire, estimant que le régulateur du sous-jacent n'a pas le pouvoir de réguler l'instrument financier devenu, selon le modèle Braudelien, autonome de celui-ci. La cour du ?? (Washington) l'a suivi sur ce point mais le législateur a immédiatement repris la question dans sa réforme de la régulation financière, pour conférer au régulateur énergétique une telle compétence.
14. D'une façon plus générale, si l'on prend comme critère essentiel de différence entre la régulation économique et la régulation financière la présence dans celle-ci d'un risque systémique, qu'elle doit prendre en charge, risque qui n'existe pas dans la première, ce critère est vite contestable. En effet, il est bien des secteurs où certains opérateurs sont quantitativement ou qualitativement vitaux pour ceux-ci de sorte que leur défaillance serait fatal aux autres opérateurs, alors même qu'aucun effet de panique ou de disparition de confiance n'apparaîtrait. Ainsi, les difficultés de General Motors ont justifié une intervention de l'Etat analogue aux aides accordées aux établissements financiers alors que l'entreprise en cause n'appartient pas à ce secteur.
15. Dès lors, la distinction n'est sans doute pas à opérer aussi grossièrement, c'est-à-dire entre le « secteur économique » des marchés des biens et services et le « secteur financier ». D'une façon plus fine, la distinction serait à reconstruire à partir de la notion de risque individuel pouvant faire, en cas de concrétisation, chuter le secteur ou un pan significatif de l'économie. C'est dans ce sens que s'orientent les travaux nord-américains, à travers la notion, pour l'instant confinée aux secteurs bancaire et financier, d'« opérateur systémique ».
16. Il y aurait ainsi que l'on soit sur un marché de biens et services, financiers ou non, des opérateurs dont les comportements et malheurs ont des effets confinés à leur situation propre, ce qui n'appelle pas de régulation systémique. D'un autre côté, sur ces deux types de marchés indifféremment, des opérateurs systémiques, que l'on pourrait dire encore cruciaux, et dont la liste devrait être dressée *ex ante* par le régulateur, appelleraient une régulation particulière, à la fois plus sévère dans les contrôles préalables mais excluant l'effet de domino *ex post*. Il est vrai que c'est par là reconnaître que la financiarisation de l'économie rend intellectuellement inadéquate la distinction entre la régulation économique et la régulation financière, lorsqu'il s'agit de traiter la question des crises, qui frappent tout autant l'économie que la finance, non pas en ricochet mais en parallèle et par rapport auxquelles les Etats ne savent pas encore comment s'organiser.

