

L'ANNÉE DES PROFESSIONS FINANCIÈRES

ÉCOLE FRANÇAISE  
DE LA FINANCE  
MYTHE OU RÉALITÉ ?

2016  
Volume 10

*Sous la direction de*  
Denise Flouzat-Osmont d'Amilly  
et Pierre-Henri Cassou

RB  
ÉDITION

 Centre des  
Professions  
Financières  
[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)





Ouvrage publié avec le concours de :

ACOFI SCA

BANQUE DE FRANCE

FD & ASSOCIÉS

FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE

PHC CONSEIL

REGULATION PARTNERS SAS

L'ANNÉE DES PROFESSIONS FINANCIÈRES

**ÉCOLE FRANÇAISE  
DE LA FINANCE**  
MYTHE OU RÉALITÉ ?

**2016**  
Volume 10

---

ISBN : 978-2-86325-760-9 – Diffuseur : G70771

© REVUE BANQUE ÉDITION – 18, rue La Fayette, 75009 – revue-banque.fr – 2016

Diffusé par les Éditions d'Organisation – 1, rue Thénard – 75240 Paris Cedex 05

Nous rappelons que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de ses auteurs, de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands Augustins – 75006 Paris) conformément aux dispositions du code de la propriété intellectuelle.

L'ANNÉE DES PROFESSIONS FINANCIÈRES

**ÉCOLE FRANÇAISE  
DE LA FINANCE**  
MYTHE OU RÉALITÉ ?

**2016**

Volume 10

*Sous la direction de*  
Denise Flouzat-Osmont d'Amilly  
et Pierre-Henri Cassou

**RB**  
ÉDITION

 Centre des  
**Professions  
Financières**  
[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)



# SOMMAIRE

---

**13 Avant-propos**

Michel PÉBEREAU

*Président du Centre des Professions Financières*

**17 Présentation de L'Année des Professions Financières 2016**

Denise FLOUZAT-OSMONT d'AMILLY

*Administrateur de la Fondation de la Banque de France*

*pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire*

*Présidente du Comité de rédaction de L'APF*

et Pierre-Henri CASSOU

*Président de l'Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE) –*

*Rédacteur en chef de L'APF*

## **Partie 1 – Un courant de pensée original**

---

**29** Jean-Marc DANIEL

*Professeur, ESCP Europe – Essayiste*

**L'École française de la finance, une première approche –**

**Brèves réflexions sur son histoire et ses caractéristiques**

**35** Christian WALTER

*Titulaire de la Chaire éthique et finance, Fondation Maison  
des Sciences de l'Homme*

**Théories mathématiques et conceptions de la finance**

**41** Thierry PASCAULT

*Vice-président, AT Kearney*

**Les ingénieurs au service des banques, une spécificité bien française**

**47** Michel ROUX

*Doyen honoraire, Université Paris 13 – Sorbonne Paris Cité*

**L'importance attachée à la formation dans la finance**

**63** Hubert de VAUPLANE

*Avocat à la Cour – Membre du Haut comité juridique de place (HCJP)*

**Le droit financier français, source d'inspiration du droit européen ?**

- 71** Edmond ALPHANDÉRY  
*Ancien ministre de l'Économie – Président d'honneur du CPF*  
*Président du Centre for European Policy Studies (CEPS) – Professeur émérite*  
*à l'Université de Paris II*  
Jacques Rueff, une pensée française en action
- 79** Daniel DEGUEN  
*Président d'honneur du CPF*  
et Attila BALATON  
Une vision française du système monétaire international (1922-1965)
- 87** Michel CAMDESSUS  
*Ancien Directeur général du Fonds monétaire international (FMI)*  
D'hier à demain, vers un nouvel ordre monétaire international pour  
une contribution française

## **Partie 2 – Une tradition de responsabilité et d'éthique**

---

- 99** Arthur COHEN  
*Agrégé de philosophie – Président directeur général des Éditions Hermann*  
*Partner de l'Agence Activ'Com*  
Les spécificités françaises de l'éthique en finance
- 107** Catherine KARYOTIS  
*Professeur de finance à Neoma Business School*  
*Responsable du Master Analyse Financière Internationale, Reims*  
Finance, éthique et société : vers une dimension plus sociale  
de la finance
- 113** Pierre de LAUZUN  
*Délégué général de l'Association française des marchés financiers (AMAFI)*  
*– Essayiste*  
La finance française peut-elle donner une référence internationale  
en matière d'éthique?
- 119** Robert OPHÈLE  
*Second sous-Gouverneur de la Banque de France*  
La Banque de France, pivot de la régulation financière française

- 125 Gérard RAMEIX  
*Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF)*  
Quelle surveillance des marchés à Paris (de la COB à l'ESMA) ?
- 131 Didier MIGAUD  
*Premier Président de la Cour des comptes.*  
Les juridictions financières, gardiennes historiques de l'ordre public financier, alliées de la modernisation du service public
- 137 Jean-Baptiste BELLON  
*Président de la Société Française d'Analyse Financière (SFAF)*  
L'école française de l'analyse financière

### Partie 3 – Des pratiques distinctives

---

- 145 François MERCEREAU  
*Ancien Directeur de la Sécurité sociale au ministère des Affaires sociales*  
Le modèle français de protection sociale
- 151 Arnauld d'YVOIRE  
*Secrétaire général de l'Observatoire des retraites*  
Le financement des retraites françaises
- 163 Françoise PALLE-GUILLABERT  
*Délégué général de l'Association Française des Sociétés Financières (ASF)*  
Les spécificités du modèle français de financement des ménages
- 169 Yves PERRIER  
*Directeur général d'Amundi*  
*Président de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG)*  
2016 – Une année décisive pour l'industrie de la gestion au service des épargnants et du financement de l'économie
- 177 Bruno DELETRÉ  
*Directeur général du Crédit foncier*  
Réguler plus le secteur financier sans pénaliser le financement de l'économie ? L'exemple du secteur du logement
- 185 Michel MOUILLART  
*Professeur d'économie à l'Université Paris-Ouest Nanterre-La-Défense*  
Le modèle français de financement du logement

- 191** Bertrand RAMBAUD  
*Président de Siparex*  
L'originalité du modèle français du capital-investissement
- 197** Yves MILLARDET  
*Président du Directoire à l'Agence France Locale*  
et Yann DOYEN  
*Directeur des engagements à l'Agence France Locale*  
Quelles nouvelles réponses aux besoins de financement  
des équipements collectifs en France ?

#### **Partie 4 – Un modèle spécifique d'organisation**

---

- 209** Natacha VALLA  
*Directrice adjointe du CEPPII*  
et Christian PFISTER  
*Adjoint au Directeur général des statistiques à la Banque de France*  
L'organisation financière française, modèle pour la zone euro  
ou spécificité hexagonale ?
- 215** Christian de BOISSIEU  
*Professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne*  
*et au Collège d'Europe (Bruges)*  
*Membre du Collège de l'AMF et ancien Président*  
*du Conseil d'analyse économique*  
*Président du Conseil scientifique du Labex Refi*  
Structures de financement et politiques publiques
- 223** Marie-Anne BARBAT-LAYANI  
*Directrice générale de la Fédération bancaire française (FBF)*  
La banque universelle saura se réinventer pour relever  
les nouveaux défis
- 231** Didier BENSADON  
*Maître de conférences en sciences de gestion à l'Université*  
*Paris-Dauphine (DRM)*  
*PSL Research University*  
Existe-t-il une école française de la comptabilité ?

- 239** Jean VECCHIERINI de MATRA  
*Délégué général du Groupement français des bancassureurs (GFB)*  
**La bancassurance : une invention française ?**
- 249** Jean-Louis BANCEL  
*Président du Crédit coopératif*  
*Président de l'Association internationale des banques coopératives (AICB)*  
**Contribution de la finance mutualiste française à la confiance dans le système financier, les défis face aux évolutions du Monde ?**
- 261** Pierre-René LEMAS  
*Directeur général de la Caisse des Dépôts*  
**La Caisse des Dépôts, un investisseur « bicentenaire »**
- 267** **Annexe**  
Christian PFISTER  
**Données statistiques**
- 283** **Présentation du Centre des Professions Financières**
- 284** **Comité de rédaction**



# Avant-propos

---

**Michel Pébereau**

Président du Centre des Professions Financières  
(CPF)

**S**i une crise, somme toute classique, du crédit immobilier aux États-Unis s'est transformée en une crise financière mondiale qui a failli devenir systémique, c'est qu'elle a trouvé ses origines non seulement dans certains dysfonctionnements au niveau microéconomique, mais aussi dans de sérieux déséquilibres macroéconomiques de l'industrie financière. Les erreurs d'appréciation et de gestion de trop nombreux établissements bancaires n'en sont pas moins critiquables. Quant aux fautes d'une extrême gravité commises par certains, elles ont été tout à fait condamnables. À cet égard, les films que les Américains ont consacrés à la crise auront été utiles dans la mesure où ils dénoncent ces errements avec force.

Mais il ne serait ni fondé, ni équitable de considérer, comme quelques commentateurs sont tentés de le faire, que la finance n'est mue que par la recherche de gains immédiats et qu'elle est peuplée de professionnels qui ressembleraient peu ou prou aux personnages de ces films.

D'abord parce que la finance englobe bien des activités qui n'ont guère de rapport avec celles que présentent ces films : les services bancaires aux particuliers et aux entreprises, la gestion d'actifs, l'assurance, vie et dommage, les fonctions de gestion de trésorerie et de financement des entreprises et des collectivités... Mais surtout parce que les professionnels de la finance, singulièrement en France, y compris la très grande majorité de ceux qui exercent des métiers dans la finance de marché, portent des jugements sévères sur des comportements qu'ils jugent déviants.

La vérité est que, pour nous, au Centre des Professions Financières, l'industrie financière est avant tout au service de ses clients, pour la réalisation de leurs projets, et au service de l'économie, pour assurer son développement. Nous avons, en outre, la conviction que le bon exercice de la finance nécessite une régulation des activités et une réelle éthique des acteurs. En réalité, la vraie question est celle

des conceptions et des pratiques de la finance : obéissent-elles partout à un seul et même modèle ?

Le concept d'École Française de la Finance trouve ici toute sa justification. L'idée même a émergé du manifeste présenté par Édouard Salustro à l'occasion de notre Congrès du 21 juin 2013. Un an plus tard, elle s'est trouvée confortée au cours du débat organisé à la Sorbonne pour la remise du prix du 30<sup>e</sup> concours des Mémoires de l'Économie et de la Finance le 5 juin 2014. Lors de la table ronde qu'il présidait ce jour-là, Jean-Marc Daniel s'est interrogé sur l'existence de cette École. C'est dans ce contexte que notre conseil d'administration a décidé, sur ma proposition, de consacrer ses réflexions et ses initiatives à ce sujet, aux côtés de celui, prioritaire à mes yeux, de la révolution numérique qui bouleverse toutes nos activités.

C'est ainsi que le thème inédit de l'École Française de la Finance a été retenu pour cette 10<sup>e</sup> édition de la revue annuelle du CPF, *L'Année des Professions Financières*. Ce choix induit une triple évolution dans la conception de notre publication.

L'APF a toujours eu pour objectif de participer à la vocation traditionnelle du Centre : « Comprendre et faire comprendre les professions financières ». C'est en revanche la première fois qu'elle est amenée à traiter d'un thème plus précis, orientant les activités du CPF. Ce volume constitue l'une des premières contributions à la réflexion que nous avons décidé d'entreprendre en la matière.

C'est également la première fois que l'APF choisit de traiter un tel sujet de fond. Sa conception initiale était celle d'un simple « Yearbook », décrivant chaque année la situation de la finance française sous un angle particulier. À la suite de la crise, elle s'est progressivement orientée vers la recherche d'explications aux évolutions observées et la présentation de solutions aux difficultés rencontrées.

Enfin, ce volume vise à appréhender la finance de manière globale, en cherchant à mettre en évidence les traits qui fondent son unité, et non plus à l'approcher de manière analytique, en examinant tour à tour chacune de ses composantes.

Pour aborder ce sujet ambitieux, plusieurs dizaines de personnalités, d'expérience, de formation et d'âge les plus variés, ont été invitées à exprimer leur opinion sur l'existence d'une approche ou d'une culture spécifiquement française de la finance. Trente ont accepté de répondre dès cette année à cette invitation. Ce sont leurs contributions qui sont réunies dans ce volume.

Quelle que soit la diversité de leurs propos, plusieurs traits convergents de la finance française en ressortent : le souci permanent des responsabilités et l'éthique, la priorité constante accordée à l'intérêt du client, l'adhésion au principe d'un marché régulé, le degré élevé de professionnalisme, résultant notamment d'un

effort intense de formation, un modèle éprouvé d'organisation, alliant approche universelle des métiers et diversité des cultures d'entreprise. Le tout repose sur des principes enracinés dans une longue histoire.

Cet ouvrage n'est pour autant qu'une première approche de « l'École Française de la Finance » : tous les aspects de la finance française n'y ont pas été abordés et toutes les opinions ne se sont pas exprimées. Il ne propose pas non plus d'analyse comparative des conceptions et des pratiques des principaux pays proches du nôtre, notamment des pays de la zone euro. Il n'entend pas davantage dégager ou définir un « modèle » particulier d'exercice des activités financières.

La démarche entreprise ici devra donc être poursuivie et cela dans deux directions au moins. Les réflexions engagées cette année devront être approfondies, notamment pour mieux cerner les spécificités au-delà des caractéristiques. Elles devront également être élargies à des pays voisins, afin d'essayer de dégager les traits d'une éventuelle École de la Finance de l'Europe continentale.

C'est donc à un large débat qu'invite cette 10<sup>e</sup> édition de l'APF. J'espère qu'elle sera justement appréciée par tous ses lecteurs.



# Présentation de *L'Année des Professions Financières 2016*

## **Denise Flouzat-Osmont d'Amilly**

Administrateur de la Fondation de la Banque de France  
pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire  
Présidente du Comité de rédaction de l'APF

## **Pierre-Henri Cassou**

Président de l'Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE)  
Rédacteur en chef de l'APF

**L'***Année des Professions Financières* (APF) fête son dixième anniversaire. Nous remercions vivement les auteurs des articles de leur si important et compétent travail, sans oublier les nombreux lecteurs qui ont accompagné l'équipe de rédaction au long de toutes ces années.

En 2015, le comité de rédaction a estimé qu'était venu le temps d'une particulière réflexion. Dans les neuf premières éditions, nos auteurs ont scruté la conjoncture de l'année écoulée, traversée par les chocs de la crise financière américaine puis européenne. La reprise est venue, fragile. Il nous a paru alors utile de réfléchir sur les principes mêmes de la finance française afin d'en dégager les caractéristiques essentielles, les traits fondamentaux, les grandes tendances, ce qui permettrait de déceler l'existence d'une véritable « École Française de la Finance ».

La première partie de ce volume réunit des articles mettant en valeur un courant de pensée français original en matière de finance. Jean-Marc Daniel, dans un travail d'historien consacré à *L'École Française de la Finance* en trace les débuts avec les recherches de Louis Bachelier, forme alors nouvelle d'analyse des phénomènes financiers à l'aide des mathématiques qui se généralisera par la suite. Au fil des années, se sont ainsi affirmées deux caractéristiques de l'industrie bancaire française :

- initialement conçus comme des banques universelles, les principaux établissements sont revenus à ce modèle après une séparation de leurs activités des années 1880 à la fin des années 1960 ;

– le secteur témoigne constamment d'une forte culture de responsabilité qui lui a largement épargné, en 2008, les désastres subis par tant d'établissements à l'étranger.

Dans la filière fondée par Bachelier, Christian Walter s'intéresse, dans son article *Théories mathématiques et conceptions de la finance*, à la gestion des risques qui peuvent être décrits de façon rassurante selon une finance brownienne (risque « lisse ») ou non brownienne (risque « rugueux » tout à fait incertain). Le mouvement non brownien, assorti d'images fractales décrites par Mandelbrot, a été rejeté par la recherche anglo-saxonne. Le développement de la finance non brownienne par des physiciens et des mathématiciens européens permet de distinguer une école « continentale » européenne d'une « école anglo-saxonne ». De son côté, la profession bancaire n'a cessé de s'enrichir de l'apport de mathématiciens, comme le montre Thierry Pascault dans son article intitulé *Les ingénieurs au service des banques, une spécificité bien française*. À travers cette saga, école d'ingénieurs-banques, les ingénieurs ont apporté aux banques françaises, à l'époque contemporaine, l'informatisation puis les modèles stratégiques et ils conduisent aujourd'hui leur transformation digitale.

Étendant ses activités bien au-delà des banques, la finance justifie *L'importance attachée à la formation* en ce domaine, sujet de l'article de Michel Roux. Celui-ci décrit, dans une cartographie complexe, toute la palette des formations offertes en France par les Écoles de management et les masters spécialisés des Universités. Pour répondre aux défis auxquels se heurtent les institutions financières (entre autres : réglementation étouffante, montée du « shadow banking system ») et à la diversité des moyens proposés par la « finance nouvelle » (*FinTechs, big data, crowdfunding*, offensive de la téléphonie mobile Orange), il est nécessaire de renouveler et d'adapter l'offre de formation dans la finance. Dans le domaine juridique, alors que les travaux d'universitaires anglo-saxons n'ont de cesse de promouvoir le système de la « common law » pour les marchés de gros, Hubert de Vauplane, dans son article, *Le droit financier français, source d'inspiration du droit européen ?* fait ressortir l'utilisation du droit français dans les autres domaines de la finance, notamment les activités de détail mais aussi, parfois, pour les marchés de gros eux-mêmes, par exemple lorsqu'il s'agit de sanctionner des pratiques abusives. Le droit français apparaît ainsi dans de nombreux textes normatifs européens comme une source pour l'élaboration d'un ordre financier de protection du consommateur / investisseur. Cet objectif de protection répond à la recherche, depuis la crise, d'une finance « responsable ».

Cette première partie de l'APF 2016 s'achève avec trois articles décrivant une vision française de la finance. Edmond Alphanbéry met ainsi en valeur *Jacques Rueff, une pensée française en action*. Rueff a poursuivi le développement de

l'analyse micro-économique, qui est à l'origine de l'École Française de la Finance, dans des thèses à l'opposé de celles de Keynes. Leur débat comporte une actualité relative au marché du travail dans la zone euro où est souhaitée la flexibilité de ce marché, afin d'en rétablir l'équilibre et de lutter contre le chômage. Daniel Deguen et Attila Balaton offrent une *Vision française du système monétaire international (1922-1965)*, celle des hauts fonctionnaires qui ont représenté la France aux conférences de Gênes et de Bretton Woods. Sans doute n'ont-ils pas obtenu la réforme d'ensemble qu'ils souhaitaient, en vue de la création d'un ordre monétaire international, mais ils ont joué un rôle majeur dans la vie des institutions internationales pour gérer un monde imparfait. Dans son article *D'hier à demain, vers un nouvel ordre monétaire international*, Michel Camdessus, ancien directeur général du FMI, offre un nouvel exemple de la contribution française aux réflexions concernant le système monétaire international, en lançant un vibrant appel pour la réunion d'une conférence mondiale s'apparentant à un nouveau Bretton Woods. Cette conférence mettrait en place, au sein du FMI, une institution chargée de réguler les liquidités mondiales considérables à l'origine de flux de capitaux actuellement erratiques.

La deuxième partie de l'*APF 2016* regroupe sept articles illustrant la tradition française d'éthique de responsabilité et qui constitue un des fondements de la réglementation financière. Trois contributions sont ainsi plus particulièrement consacrées à l'éthique. Arthur Cohen introduit la réflexion sur ce sujet en rappelant d'abord les définitions de l'éthique respectivement données dans les pays anglo-saxons et en France. Pour les premiers, cette notion se présente comme une vertu, traduisant de bons comportements qui appellent automatiquement, nécessairement, une autorégulation. En France, en revanche, on ne croit pas à l'autorégulation ; on voit l'éthique comme le complément intelligent et raisonné de la réglementation. De ces conceptions différentes émergent *Les spécificités françaises de l'éthique en finance* – c'est le titre de l'article. L'éthique est alors constituée par un système de règles et de principes qui régissent les relations de management et de gouvernance au sein d'une entreprise. Catherine Karyotis, elle, souhaite que la crise du modèle fondé sur l'endettement, vécue depuis 2007, soit une opportunité pour obtenir des progrès dans les domaines de la *Finance, éthique et société : vers une dimension plus sociale de la finance*. Pierre de Lauzun pose la question, *La finance française peut-elle donner une référence internationale en matière d'éthique ?* Pour y répondre, l'auteur propose l'établissement d'une Charte d'ensemble posant des principes clairs ; elle pourrait être organisée dans le cadre de la future Union des marchés de capitaux européens. Entre autres cibles plus particulières, la finance française peut aussi faire des propositions en raison de son expérience, qui fait par exemple de la qualité des crédits sous-jacents celle de la titrisation.

La responsabilité implique régulation, surveillance, information et analyse. Tels sont les thèmes des quatre articles qui complètent cette deuxième partie. Tout d'abord, Robert Ophèle, second sous-gouverneur de la Banque de France, présente *La Banque de France, pivot de la régulation financière française*. Son rôle étendu et cohérent en matière de réglementation et de supervision prudentielle, comme de la maîtrise du crédit, n'a pas d'équivalent au niveau européen. En revanche, s'agissant spécifiquement de la surveillance bancaire, le Mécanisme de supervision unique (MSU) s'inscrit directement dans la ligne des méthodes pratiquées en France. Il en est par exemple ainsi de l'incitation donnée aux banques de développer des modèles internes pour déterminer les exigences en capital qui leur sont nécessaires. La Banque de France avait favorisé l'élaboration de tels modèles à condition qu'ils aient été validés par leur superviseur. De même, le MSU a-t-il retenu le modèle français du contrôle sur place des établissements, en complément du contrôle sur pièces et en l'organisant de manière indépendante de celui-ci. Alors que le paysage financier subit tant de bouleversements, le besoin de repères apparaît nécessaire ; la Banque de France peut jouer ce rôle. Pour ce qui concerne les marchés de capitaux, leur surveillance est exercée en France par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Son président, Gérard Rameix, dans un article intitulé *Quelle surveillance des marchés à Paris (de la COB à l'ESMA) ?* montre l'importance de la tâche accomplie, puisqu'en 2015 cette surveillance s'est exercée sur près de 1 000 actions cotées, plus de 400 titres de créances, plus de 38 000 warrants et certificats auxquels s'ajoute l'ensemble des dérivés listés sur indices et matières premières. L'objectif est notamment de détecter délits d'initiés et manipulations de cours. Ces dernières années, les marchés ont connu d'importants changements : entrée en vigueur de nouvelles réglementations, mutations technologiques avec le développement des algorithmes et l'émergence de nouvelles pratiques comme celle du « trading à haute fréquence ». Ces mutations obligent les autorités de surveillance à moderniser leurs propres outils et à développer une coopération européenne, voire internationale afin d'assurer la communication des informations.

Le dernier volet de cette partie consacrée à une tradition de responsabilité et d'éthique est ouvert par Didier Migaud, Premier président de la Cour des comptes, dans un article s'intitulant *Les juridictions financières, gardiennes historiques de l'ordre public financier, alliées de la modernisation du service public*. De très ancienne origine (XIII-XIV<sup>e</sup> siècle), dénaturée sous la Révolution, rétablie par Napoléon, la Cour des comptes, aujourd'hui indépendante du pouvoir législatif et du pouvoir exécutif, a vu progressivement s'étendre la destination de son rapport annuel. Initialement réservé à l'Empereur, il est communiqué au Parlement depuis la monarchie de Juillet et publié au *Journal Officiel* depuis 1938. Au rapport annuel s'ajoutent aujourd'hui des rapports publics thématiques, des référés,

c'est-à-dire des communications plus ponctuelles, et, depuis 2014, des rapports dits « particuliers » sur des entreprises publiques. Dans toutes leurs activités – contrôle juridictionnel, contrôle de gestion, certification des comptes de l'État et de la Sécurité sociale, évaluation des politiques publiques – les juridictions financières (Cour des comptes et chambres régionales) sont guidées par quelques objectifs permanents : informer, formuler des pistes de réforme, contribuer à la modernisation des services publics et faire régner l'ordre public financier. Pour traiter des situations financières, leur analyse est nécessaire. Dans son article, *L'école française de l'analyse financière*, Jean-Baptiste Bellon rappelle que celle-ci présente un modèle d'analyse particulier car il associe les besoins propres aux marchés financiers et ceux de l'État qui, en France, est à la fois un actionnaire significatif et partie prenante vigilante.

La troisième partie de l'*APF 2016* présente les vues de praticiens ou d'observateurs, sur la façon dont sont appliqués certains des principes qui fondent l'École Française de la Finance. Ces analyses portent notamment sur les services financiers aux ménages et aux collectivités publiques. François Mercereau donne une vue générale du *Modèle français de protection sociale*. Il rappelle les objectifs de 1945 qui étaient de concilier un objectif social (la sécurité, condition de la liberté) et un objectif économique (la sécurité, condition de la prospérité). Cela se traduit par un haut niveau de protection incluant, entre autres, l'accès illimité à un large panier de soins et biens médicaux, des prestations diverses, les pensions de retraite etc. Cet ensemble de contributions est ainsi qualifié par l'auteur de l'article : « Tout cela est du jamais vu dans l'histoire voire dans la géographie ». Mais ce modèle se traduit aussi par l'accumulation des déficits des régimes de base et par un recours récurrent à l'endettement, reportant la charge de la protection des générations présentes sur les générations futures. Sa préservation nécessite une revue périodique de l'ensemble des prestations sociales, afin d'adapter leur volume aux recettes et leurs objectifs aux moyens. Un bon exemple des difficultés posées par ces prestations est apporté par Arnaud d'Yvoire dans son article très complet sur *Le financement des retraites françaises*. Ce financement présente des traits spécifiques issus de l'histoire. Il s'agit d'un dispositif complexe, difficile à appréhender et source d'inégalités. L'auteur esquisse néanmoins des solutions pour remédier à ces difficultés.

L'examen des besoins des ménages français se poursuit avec l'article de Françoise Palle-Guillabert qui traite des *Spécificités du modèle français de financement des ménages*. Le marché du crédit est encadré par une réglementation particulièrement exigeante. L'ordonnance du 27 juin 2013 a créé deux nouveaux types d'établissements : les sociétés de financement et les établissements de crédit spécialisés auxquels est appliquée une supervision proche de celle des banques et qui,

comme celles-ci, sont soumis aux contrôles de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Cet article montre que l'environnement français est contraignant pour le développement du crédit aux ménages, notamment s'agissant du crédit à la consommation. Puisque ce qui n'est pas consommé est épargné, il est logique de s'intéresser ensuite aux placements des ménages. C'est donc à ceux-ci qu'Yves Perrier consacre un article, intitulé : « 2016, une année décisive pour l'industrie de la gestion, au service des épargnants et du financement de l'économie ». L'industrie de la gestion française dispose d'atouts qui la placent aux premiers rangs, au niveau mondial, avec des montants d'actifs investis importants (3 600 Mrds EUR à fin 2015). Toutefois, l'allocation de l'épargne des ménages est devenue moins favorable ces dernières années, les flux nets de placements financiers ayant fortement baissé depuis 2006. Et la concurrence étrangère est vive. Ainsi, l'AFG fera-t-elle en 2016 des propositions pour renforcer la compétitivité de notre place de gestion et affirmer son rôle dans le financement des entreprises.

En prenant l'exemple du secteur du logement, Bruno Deletré s'inquiète, lui aussi, de l'adéquation de l'organisation financière française, en posant la question, *Réguler plus le secteur financier sans pénaliser le fonctionnement de l'économie ? L'exemple du secteur du logement*. Après une revue des outils de régulation, ratios et coussins, l'auteur conclut : « Ces initiatives réglementaires récentes vont toutes dans le sens d'une augmentation du coût du crédit et de sa restriction, notamment pour ce qui concerne le crédit immobilier ». Michel Mouillart poursuit ensuite l'étude avec *Le modèle français de financement du logement*. C'est un modèle de production de masse qui a été largement développé entre 1990 et 2007, il reste toujours ouvert à tous les ménages et bien sécurisé tant pour les emprunteurs que pour les banques : la part des ménages surendettés détenant des crédits immobiliers ne dépassait pas 13 % en 2015. Mais, pour l'avenir et afin de remplir l'objectif annuel annoncé des 500 000 logements mis en chantier, il importe que soient maintenues les conditions actuelles de crédit, notamment des prêts à taux fixes et bas sur une longue durée.

*L'originalité du modèle français du capital-investissement* (c'est le titre de l'article) est soulignée par Bertrand Rambaud, qui note que la culture d'ingénieur traditionnelle à cette activité favorise l'innovation, mais s'interroge sur la capacité de ce modèle à se développer à l'international et à répondre à la transformation digitale. Complétant l'analyse du financement des ménages et des entreprises, Yves Millardet et Yann Doyen posent de leur côté la question : *Quelles nouvelles réponses aux besoins des équipements collectifs en France ?* Si l'investissement public local a plus que doublé de volume en trente ans, il apparaît qu'il est menacé aujourd'hui du fait des contraintes budgétaires. Le recours à l'emprunt étant nécessaire, la création de l'Agence France Locale, en octobre 2013, doit permettre aux collectivités de faire un bon usage du crédit.

La dernière partie de l'*APF 2016* donne une vision d'ensemble de l'organisation de l'industrie financière française, qui frappe par sa diversité associant marchés, banques et fonds, secteur privé et secteur public, banque universelle et secteur coopératif. Dans leur article intitulé *L'organisation financière française, modèle pour la zone euro ou spécificité hexagonale ?* Natacha Valla et Christian Pfister montrent que, par rapport à des pays comparables, la France se distingue par l'étendue des activités réglementées qui, à elles seules, recouvrent 92 % des actifs détenus par les institutions monétaires et financières ainsi que par les entreprises d'assurance. Autre élément caractéristique souligné par les auteurs, l'importance du régime des taux créditeurs réglementés, appliqué aux comptes d'épargne. À la recherche d'une solution optimale, Christian de Boissieu s'interroge sur les *Structures de financement et politiques publiques*, financement bancaire, financement par les marchés auxquels il ajoute désormais une troisième catégorie, le financement privé, notamment par des fonds (*private equity, hedge funds, fonds monétaires...*). Comme moyen d'ajustement pour se rapprocher d'une structure optimale, il propose (1) de calibrer les nouvelles normes prudentielles, en conciliant sécurité et capacité à assurer l'investissement et la croissance, (2) de relancer la titrisation sur de nouvelles bases (intervention de certificateurs externes s'appuyant sur une doctrine européenne), et (3) de renforcer les financements des PME et des ETI. À l'avenir, malgré la volatilité des marchés, la part de la désintermédiation dans l'ensemble des financements tendra en tout état de cause à s'accroître.

Dans son article *La banque universelle saura se réinventer pour relever les nouveaux défis*, Marie-Anne Barbat-Layani dresse le tableau de la banque universelle française qui rassemble la palette complète des métiers bancaires et qui a démontré sa résilience pendant la crise. Ce modèle subit cependant aujourd'hui des chocs réglementaires, financiers et technologiques. La mise en œuvre des principes de résolution des difficultés bancaires conduit à la définition d'un nouveau ratio mondial, TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), qui se superposera au dispositif de résolution européen, le MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). La taxe européenne sur les transactions, envisagée par seulement onze pays poserait des problèmes de concurrence conduisant à des délocalisations. Enfin, la pression réglementaire la plus lourde viendrait de l'exigence de séparation des activités remettant en cause les équilibres trouvés dans la loi française de juillet 2013. À ces pressions réglementaires, s'ajoute la persistance de taux bas pénalisant la banque de détail. Mais la révolution digitale constitue de son côté une opportunité pour les banques universelles de régénérer leur modèle, notamment grâce à des partenariats avec les *FinTechs*. La mise en perspective historique de la normalisation comptable par Didier Bensadon, dans son article, *Existe-t-il une école française de la comptabilité ?* montre que son principe, adopté en 1942, fut repris dans le cadre de la planification indicative à partir des années

1950. Mais ce modèle de normalisation a été remis en cause par la globalisation qui a conduit à la diffusion de celui de l'IASB. Toutefois, l'École française de comptabilité continuera à contribuer au débat sur la convergence des normes, notamment sur l'application des normes IFRS aux PME.

*L'APF 2016* s'achève avec l'analyse de trois types de structures organisationnelles françaises, la bancassurance, la banque coopérative et la Caisse des dépôts. Jean Vecchierini de Matra présente, *La bancassurance : une invention française ?* Le modèle français de bancassurance se réfère à des compagnies d'assurance intégrées à des groupes bancaires (par exemple CNP Assurances). Créée pour accroître la rentabilité du réseau des banques de proximité, l'activité d'assurance progressivement diversifiée a conduit à une prédominance des bancassureurs en assurance-vie, en même temps que leurs parts de marché s'accroissaient en assurance dommages. La bancassurance s'est étendue aux pays du Sud de l'Europe et se développe plus tardivement dans les pays de l'Est. Au nord de l'Europe, elle connaît des succès à l'exception de la Suède. Au Royaume-Uni, en Allemagne, aux Pays-Bas, la bancassurance est en revanche quasi inexistante, car d'autres acteurs répondent aux besoins de la clientèle sans laisser de place aux banques. Après ses succès dans le domaine de l'assurance, la France apparaît comme la championne du monde de la finance coopérative et mutualiste. Parmi les trente groupes mondiaux à caractère systémique, la France en compte quatre, dont deux coopératifs. Cette constatation amène Jean-Louis Bancel à poser la question suivante, *Contributions de la finance mutualiste française à la confiance dans le système financier, les défis face aux évolutions du Monde ?* Nées dans le milieu rural, les banques coopératives ont su contribuer à la modernisation en soutenant la bancassurance, ont joué un rôle important lors de la privatisation des banques nationalisées et ont été des acteurs significatifs de l'émergence de grands groupes bancaires français. Spécificité française, née en 1816 pour abriter les dépôts des notaires, *La Caisse des dépôts, un investisseur « bicentenaire »*, présentée par Pierre-René Lemas, a renouvelé tout au long de son histoire ses priorités dans l'utilisation de ses ressources (dépôts des professions réglementées destinés à des investissements, fonds d'épargne – provenant des livrets d'épargne populaire – permettant des prêts à long terme à l'économie) au service d'un objectif : le développement économique du pays. Son nouveau plan stratégique vise à contribuer à assurer la transition écologique et énergétique, la transition numérique, la transition territoriale à la suite des réformes dans ce domaine.

Enfin, comme à l'accoutumée, *l'APF 2016* bénéficie, en annexe, de séries statistiques présentées et choisies par la Banque de France.

Cette présentation de *l'APF 2016* porte ainsi sur trente contributions que l'on aura mises en valeur par seulement quelques courtes mentions, pour en inciter la

lecture. Sous des angles de vue variés et avec une grande richesse de contenu, leurs auteurs témoignent de la continuité de la pensée française dans le domaine de la finance, tant en ce qui concerne la recherche que l'action. Ces articles soulignent l'originalité de cette pensée, les spécificités de ses pratiques ainsi que la tradition de responsabilité et d'éthique qui anime ses institutions financières. Grâce à leur prudence et la rigueur de leur gestion, les institutions financières françaises ont, dans une large mesure, échappé à la crise.

L'APF 2016 ne constitue qu'une première approche de l'École Française de la Finance. Elle est une invitation au débat et plus encore un appel à la poursuite de réflexions sur ses caractéristiques, ses capacités d'adaptation, dans un monde financier certes de plus en plus globalisé mais encore si divers.

*Nota : Les contributions publiées dans le présent volume ont toutes été rédigées avant le 30 avril 2016.*



PARTIE 1

---

UN COURANT DE PENSÉES  
ORIGINAL



# L'École française de la finance, une première approche – Brèves réflexions sur son histoire et ses caractéristiques

**Jean-Marc Daniel**  
Professeur à ESCP Europe  
Essayiste

Chaque époque connaît une puissance économique dominante, avec ceci de particulier que cette domination économique s'accompagne d'une domination intellectuelle sur la production théorique de la science économique. La France du XVIII<sup>e</sup> siècle donna au monde les physiocrates, le Royaume-Uni du XIX<sup>e</sup> siècle les classiques et les néo-classiques, les États-Unis du XX<sup>e</sup> siècle les keynésiens et les néo-keynésiens, américains sans aucun doute, même si leur inspirateur était anglais.

Pour continuer d'exister les autres pays peuvent soit donner une dimension nouvelle aux théories venues du pays faisant la course en tête, comme le fit Walras en portant à un réel degré de perfection les idées de Jevons, soit essayer de développer une théorie critique dont l'objectif serait non pas de prétendre mieux comprendre et mieux expliquer le réel que les tenants de la théorie dominante, mais de leur fournir avec l'expression d'un doute les moyens de leur propre amélioration.

Dans ces conditions, parler d'une « École française de la finance », c'est d'une certaine manière, se demander si, après l'effondrement de l'Empire en 1815 qui ramena la France du statut de grande puissance à celui de première des puissances moyennes – selon une formule que lança Louis Philippe et que reprit plus d'un siècle plus tard le président Valéry Giscard d'Estaing –, notre pays-ci a su jouer son rôle d'aiguillon de la pensée dominante et de critique constructif. C'est d'autant plus essentiel que, toujours selon le président Giscard d'Estaing, une puissance moyenne doit se donner des enjeux de rayonnement intellectuel et non de grandeur, des enjeux d'imagination et d'avant-garde intellectuelle.

## 1. La France de Louis Bachelier

De fait, au XIX<sup>e</sup> siècle, ayant abandonné à l'Angleterre non seulement la prééminence économique mais surtout la prééminence financière, la France sut se distinguer en innovant et en créant, d'une certaine façon, une forme nouvelle d'analyse des événements financiers.

Assez paradoxalement, alors que l'économie officielle académique, telle que mise en place à partir de 1877 par Charles Gide, s'éloignait des standards internationaux en refusant les mathématiques et en se réfugiant dans l'héritage des études juridiques, la réflexion sur la finance qui émergea en France à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et qui allait connaître un succès mondial s'est fondée sur les mathématiques.

Cette émergence de la théorie financière a été favorisée par les réformes prises sous le règne de Napoléon III. C'est en effet sous le Second Empire que l'assouplissement des contraintes portant sur la création des sociétés anonymes se conjugue pour donner un tour nouveau au paysage économique français avec l'arrivée au pouvoir d'anciens saint-simoniens convaincus du rôle fondamental du crédit et de la création de banques dans la croissance économique.

Auparavant, sous la Restauration et la monarchie de Juillet, l'analyse financière porte sur un monde largement accaparé par la gestion des titres de dette publique. Elle est étrangement dominée par la figure de François Vidocq, ancien bagnard devenu policier. Renvoyé dans le privé, il fonde une agence de détectives spécialisée dans l'espionnage financier. Pour alimenter ses clients en informations sur la qualité des entreprises et l'évolution probable des cours de Bourse, il enquête sur le monde de la finance, que l'on appelle à l'époque le « monde des faiseurs », vole des documents et n'hésite pas à intimider les émetteurs pour évaluer leur fiabilité.

Avec l'expansion et l'ouverture économiques qui s'amorcent dans les années 1860, il n'est plus guère d'actualité de se comporter comme Vidocq pour obtenir *manu militari* des informations financières, même si nos modernes agences de notation n'hésitent pas à faire de lui un de leurs lointains ancêtres. À partir de ces années de très grande mutation économique du pays, plusieurs penseurs se font connaître par leurs travaux, souvent en marge du monde universitaire, donnant naissance à une réflexion scientifique sur la Bourse en train de prendre son essor. Souvent inspirés par le positivisme, ils affirment leur conviction que les marchés boursiers, loin d'être soumis à des évolutions erratiques et totalement imprévisibles, évolutions qui résulteraient de la combinaison de la cupidité aveugle des spéculateurs et de la naïveté inquiète des épargnants, peuvent être modélisés par des formules mathématiques s'appuyant sur le calcul des probabilités.

On cite souvent comme pionniers Jules Regnault qui publie en 1863 un texte intitulé « Calcul des chances et philosophie de la Bourse », unique texte à son actif mais dont l'influence fut considérable, ou encore Henri Lefèvre qui publie en 1870 un *Traité des valeurs mobilières et des opérations de Bourse*.

Ces deux auteurs annoncent et préparent l'œuvre de celui qui est entré dans la mémoire collective comme le grand théoricien des mathématiques financières, à savoir Louis Bachelier. Celui-ci construit ses théories à l'occasion de la rédaction de sa thèse qu'il soutient en 1900 et dont le titre est évocateur (« Théorie de la spéculation »). Le succès posthume de Louis Bachelier est tel qu'il a donné son nom à un Institut prestigieux, créé en 2008, qui œuvre pour la promotion de la recherche en finance.

On peut évidemment, à partir de ce moment-là, parler d'une « École française de la finance », même si on peut penser que cette école fut longtemps superbement ignorée non seulement par le monde anglo-saxon mais aussi par le monde universitaire français, à la lumière des difficultés que rencontra Bachelier dans sa carrière d'enseignant ; mais une école malgré tout, une école qui, force est désormais de le constater, a fait son chemin, puisque les méthodes lancées par ces esprits éclairés ont finalement été adoptées par le « mainstream ».

Aujourd'hui, ces précurseurs sont devenus des références universellement reconnues de tous les spécialistes de la finance. Il est impensable d'aborder ce domaine sans utiliser abondamment les mathématiques, même si leur usage suscite toujours des commentaires sarcastiques à chaque crise que personne n'a vu venir, sauf les habituels oiseaux de mauvais augure ayant le catastrophisme pour fonds de commerce.

Mais on pourrait également considérer que cette notion d'« École française de la finance » a maintenant sinon disparu, du moins perdu de sa pertinence dès lors que Louis Bachelier est cité partout et a été heureusement récupéré par le « mainstream ».

Il reste néanmoins des originalités françaises qui ne résident ni dans une domination intellectuelle de nos financiers sur le reste du monde, même si les anciens élèves de nos écoles d'ingénieurs les plus prestigieuses constituent un vivier de recrutement très apprécié des grandes institutions financières mondiales, ni dans une suprématie morale qui nous distinguerait d'un monde anglo-saxon où pulluleraient Madoff et ses émules.

Si on regarde les évolutions récentes de la finance mondialisée, il nous semble que trois éléments au moins caractérisent la finance à la française.

## 2. Les spécificités de la finance à la française

Il y a d'abord son rapport à la notion de banque universelle. Il existe un débat ancien entre ceux qui souhaitent différencier l'activité de gestion de dépôts des banques, assise sur des actifs extrêmement sûrs, et une activité plus risquée de financement des investissements à long terme de l'économie incorporant des éléments spéculatifs. La banque française d'origine, telle que conçue en particulier sous la Restauration par le banquier Lafitte, est une banque universelle. Certes, cette banque universelle s'est heurtée aux faillites de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, notamment celle de l'Union générale en 1882. De la déroute de cette dernière est sorti un roman célèbre d'Émile Zola (*L'Argent*). Surtout, c'est de là qu'est née la « doctrine Germain », fondement de la distinction entre la banque de dépôts et la banque d'affaires.

Cette doctrine a été consacrée par la suite aux États-Unis par le célèbre « Glass/Steagall Act ». Bien que confortée par cette loi américaine, cette séparation est apparue assez vite artificiellement contraignante et, dès les réformes bancaires de 1966, la France s'est orientée vers le retour à la banque universelle. Entériné dans les années 1980, le principe de la banque universelle est régulièrement remis en cause sous la double pression des Anglo-Saxons et des mouvements politiques qui ont fait du « combat contre la finance » une de leurs raisons d'être. Les coups de boutoir pour revenir à la doctrine Germain, magnifiée par la référence américaine réactivée sous forme de « règle Volcker » fournissent aux chercheurs français et aux praticiens de la finance l'occasion de réfléchir plus structurellement à ce qu'est une banque, à ce que la banque universelle signifie et à rappeler ses avantages, c'est-à-dire qu'en lui permettant de diversifier ses placements et ses activités, on l'invite à diversifier ses risques et, par suite, à mieux faire face aux fluctuations économiques. Il convient à cet égard de rappeler qu'aux États-Unis, ce sont précisément les institutions financières les plus spécialisées, en particulier des « investment banks » (Merrill Lynch, Lehman Brothers, etc.) qui se sont montrées les plus fragiles dans la crise de 2007-2008.

Pour faire face aux risques en question et comme toute activité économique susceptible de faire des pertes, le monde de la finance doit disposer de fonds propres adéquats. La crise de 2008 a montré que cette idée avait apparemment quitté le monde anglo-saxon, où le principe de gestion dominant, qui semblait régner sans aucune contestation, était celui du « too big to fail » du même Volcker. Pour faire simple, la sanction de l'erreur porterait sur les équipes dirigeantes des banques ou des compagnies d'assurance et non sur les institutions qu'elles gèrent (pour reprendre là encore une formule de Volcker : « Je sauve les banques, pas les banquiers »).

Or en France, pour sauver les banques en 2008, on a certes mis en place un mécanisme de garantie de plus de 300 milliards. Mais celui-ci s'est révélé inutile car le système bancaire avait intégré que la forme naturelle de gestion de la crise d'une entreprise est la disparition de ses fonds propres. À partir de la crise chypriote de 2011, l'Union bancaire qui a été mise en place dans la zone euro a prévu qu'une fois les fonds propres d'une institution financière épuisés, il convient de faire appel à ces créanciers particuliers que sont les clients.

Bref, face à un monde anglo-saxon du « too big to fail », la France aux banques gérées avec sérieux peut devenir le défenseur d'une théorisation de la responsabilisation de l'activité de prêts ou de couverture assurantielle, par la sanction de la faillite et de l'appel aux créanciers – y compris quand ceux-ci sont les clients – pour combler le passif. Une telle approche, fondée sur la culture de la responsabilité, permettrait de montrer les limites du capitalisme de connivence anglo-saxon, où l'État est appelé à la rescousse pour effacer les erreurs des banquiers officiellement privés.

Enfin, dernier élément de réflexion, pour donner tout son sens à l'appréciation du risque, il convient d'avoir un instrument de mesure de la valeur réelle des actifs. La valeur du capital a occupé depuis l'origine la réflexion des économistes. L'épargne est-elle un détour de production qui permet d'accroître la production future ou l'effort d'abstinence d'une population désireuse de ménager l'avenir ? Cela fait longtemps que les économistes se demandent si le taux de profit est identique au taux d'intérêt, avec comme conséquence ultime de savoir si l'on peut mesurer le capital.

Depuis la célèbre « controverse des deux Cambridge », la science économique a admis dans ses modèles que l'on pouvait mesurer le capital, laissant ensuite le soin aux comptables de rendre pratique cette hypothèse. Or, là encore, le monde anglo-saxon a entrepris de modifier la façon de mesurer le capital, introduisant de nouvelles normes comptables (les normes IFRS) supposées plus proches du réel et dont l'usage s'est révélé à bien des égards assassin. La France, s'appuyant sur sa tradition juridique faite de référence aux pratiques du droit romain, se doit de présenter des contre-propositions à la logique de la volatilité du « mark to market » et de la « common law » qui l'inspire.

Banque universelle, responsabilité entrepreneuriale, comptabilité de long terme, autant de pistes d'un modèle historique français, partagé en bien des éléments par nos partenaires européens, qui peut nourrir les travaux d'une École française de la finance, une école maintenant l'exigence dans la qualité de ses recherches, cette exigence qui conduisit naguère à l'affirmation de l'excellence mathématique sur les marchés boursiers de quelques spécialistes français de la théorie des probabilités.

---

### **Bibliographie**

L'histoire de la finance a suscité de nombreux ouvrages qui bien souvent se centrent sur l'histoire des finances publiques. Nous ne ferons donc pas une liste plus ou moins fondée des ouvrages à consulter. Qu'il nous soit permis simplement de signaler sur l'émergence des mathématiques financières les travaux de Franck Jovanovic, qui a publié plusieurs articles documentés et passionnants sur Regnault, Lefèvre et Bachelier.

---

# Théories mathématiques et conceptions de la finance

**Christian Walter**

Titulaire de la Chaire éthique et finance  
Fondation Maison des Sciences de l'Homme

**T**out le monde connaît l'expression « géométrie euclidienne », qui désigne une géométrie « de la règle et du compas » apparue dans les *Éléments* d'Euclide (vers 300 av. J.-C.), grâce à laquelle les notions de « droite », de « plan » et d'« aire » sont définies rigoureusement. Les grands théorèmes de cette géométrie, comme le théorème de Pythagore (580-495 av. J.-C.) ou de Thalès (624-547 av. J.-C.) qui énonce la proportionnalité des triangles semblables, nous rappellent – peut-être douloureusement – nos études secondaires. On sait aussi qu'il existe des géométries non-euclidiennes : des films à succès, comme *Interstellar* (2014) de Christopher Nolan ou le plus ancien *2001 L'odyssée de l'espace* (1968) de Stanley Kubrick, nous ont familiarisés avec l'idée que l'espace-temps n'est pas plat comme le supposait Euclide, mais courbe comme l'a imaginé Einstein. Dans ces deux films, les vaisseaux spatiaux entrent dans des « trous de ver », imaginés par les physiciens pour décrire des points de contact entre deux régions éloignées de l'espace galactique, que l'on peut atteindre directement sans suivre le chemin de la ligne droite qui les relie : on passe dans un « hyperspace ». Comme l'espace-temps n'est pas plat, la géométrie de l'espace-temps n'est pas euclidienne. Une géométrie non-euclidienne est donc une géométrie de l'espace courbe. Cette géométrie est devenue essentielle pour la prise en compte de la gravitation dans la mesure des fréquences radio : en particulier, les horloges atomiques des satellites du système de positionnement GPS nécessitent une correction pour tenir compte de la gravitation terrestre. Pour le dire autrement, sans la géométrie non-euclidienne, aucun GPS ne fonctionnerait !

Je voudrais dans ce bref article suggérer que, de la même manière qu'il existe une géométrie euclidienne et une géométrie non-euclidienne, il existe une finance brownienne et une finance non-brownienne, et que cette finance non-brownienne est aussi importante pour se repérer dans la gestion des risques que la géométrie

non-euclidienne est importante pour se repérer (avec le GPS) dans la gestion des trajets sur Terre. Je vais d'abord introduire les notions de finance brownienne et non-brownienne, puis je montrerai l'intérêt de cette distinction pour la caractérisation de deux conceptions de la finance, la conception « anglo-saxonne » et la conception « continentale » (européenne).

## 1. Finance brownienne et finance non-brownienne

Par « finance brownienne », j'entends une finance dans laquelle la représentation des variations boursières – et par extension des variations des quantités économiques et financières – utilise un processus aléatoire imaginé en 1827 par le botaniste écossais Robert Brown (1773-1858), et mathématisé par Norbert Wiener (1894-1964), Louis Bachelier (1870-1946) et Marian Smoluchowski (1872-1917), appelé le mouvement de Brown ou « mouvement brownien ». Ce mouvement a été introduit dans la finance par Louis Bachelier en 1900. Par « finance non-brownienne », j'entends une finance dans laquelle ces mêmes variations boursières sont modélisées par un processus aléatoire autre que le mouvement de Brown, qui est au mouvement brownien ce que la géométrie non-euclidienne est à la géométrie euclidienne : une façon de prendre en considération la « profondeur » de l'espace, c'est-à-dire, dans la finance, la profondeur du risque.

Les processus aléatoires de cette finance non-brownienne ont été inventés par le mathématicien français Paul Lévy (1886-1971) et sont appelés « processus de Lévy ». Ils ont été introduits dans la finance par Benoît Mandelbrot (1924-2010) dans les années 1960. Au XX<sup>e</sup> siècle, les deux figures marquantes à l'origine intellectuelle de ces deux conceptions de la finance sont donc Bachelier et Mandelbrot. La différence entre ces deux processus aléatoires peut être intuitivement saisie en considérant leur aspect visuel. Bien qu'allant et venant de manière irrégulière à la hausse comme à la baisse, enchevêtrant des petites baisses dans les hausses et réciproquement, les trajectoires de ces deux processus présentent cependant une distinction graphique qui saute aux yeux : les variations financières paraissent plus « lisses » avec le mouvement de Brown qu'avec des processus aléatoires non-browniens. Dans ce dernier cas, on remarquera des ruptures presque partout, qu'elles soient petites ou grandes, des « sauts », des « discontinuités ».

Si l'on définit le risque financier comme la possibilité de ne pas atteindre ce qu'on espère (soit que l'on perde son investissement, soit que le gain ne réponde pas aux attentes), alors le mouvement de Brown présente l'image d'un risque rassurant, certes existant, mais pas trop imprévisible car il n'y a pas de sauts ; tandis que les processus aléatoires non-browniens donnent du risque une image très différente, bien plus incertaine que dans le cas précédent, car la trajectoire (de

l'actif financier) « saute » tout le temps. Pour le dire autrement, la différence entre ces deux représentations du risque est celle qui existe entre le « lisse » et le « rugueux ». Dans le cas de la finance brownienne, le risque est imaginé comme « lisse », à l'instar de l'espace plat de la géométrie euclidienne : pas de ruptures, pas de chocs, pas de krachs boursiers, pas de faillites bancaires. Dans le cas de la finance non-brownienne, le risque est perçu comme « rugueux », à l'instar de l'espace courbe de la géométrie non-euclidienne et des « trous noirs ». Il existe une « profondeur » du risque, un « relief » des risques, qui empêche de croire que le risque est maîtrisable par le calcul simple d'indicateurs statistiques comme la volatilité. Au moment du saut, les prévisions linéaires sont prises en défaut. Ainsi Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale américaine de 1987 à 2006, déclara au moment de la crise financière de 2008 : « Nous ne pourrions jamais prévoir toutes les discontinuités des marchés financiers ». Avant la crise de 2008, les risques de non-remboursements des créances hypothécaires avaient été modélisés par une finance brownienne et on avait imaginé maîtriser par ce calcul les risques de crédit : la catastrophe financière a suivi. La finance brownienne est dangereuse pour l'économie réelle.

On sait que Mandelbrot a été l'inventeur d'une notion étrange et souvent mal comprise, les « fractales ». La finance non-brownienne trouve donc ses racines dans l'imagination de Mandelbrot et dans ces images bizarres de fractales, même si l'histoire des sciences peut mettre en évidence un courant de pensée important dans la théorie des probabilités qui remonte au moins au XVIII<sup>e</sup> siècle et dans lequel on peut tracer une antériorité aux fractales. Nous nous contenterons ici du XX<sup>e</sup> siècle financier. Je vais maintenant présenter de manière extrêmement simplifiée et intuitive la notion de fractale, dans le but de montrer comment elle façonne l'imaginaire de la finance non-brownienne et comment elle peut permettre d'unifier les tentatives de modélisations mathématiques « autres » que celles qui utilisent le mouvement de Brown<sup>1</sup>.

## 2. Finance non-brownienne et fractales

Qu'est-ce qu'une fractale ? Pour quelle raison ces objets mathématiques étranges ont tant bouleversé les universitaires américains en finance dans les années 1970 et 1980 au point de refuser en bloc les propositions de Mandelbrot ? Une fractale est avant tout un objet dont les contours se présentent comme très irréguliers à l'œil nu : le mot « fractale » vient du latin « fractus », qui signifie « fracturé »,

1. Comme il existe des centaines de milliers de références sur ce sujet, je ne vais pas en citer ici, en me permettant de renvoyer le lecteur à mon ouvrage *Le modèle de marche au hasard en finance* (Economica, 2013) pour tous les aspects détaillés de ce que je présente, ainsi qu'à mon carnet de recherche <http://epistemofinance.hypotheses.org/> pour des compléments d'actualité.

« brisé ». Le Museum national d'histoire naturelle de la ville de Paris présente dans ses collections de minéralogie une étrange pierre extrêmement fracturée et ajourée : un rameau d'or presque pur, dégagé du quartz blanc dans lequel il a été enrobé. Le rameau d'or a une forme fractale. Cette fractalité se manifeste par la présence de nombreux trous et d'enchevêtrements de structures minérales très compliquées. De plus, ces structures semblent se répéter à toutes les échelles, un peu comme la forme d'un chou-fleur se retrouve à toutes les échelles des branches du chou-fleur principal ; ou comme les poupées russes. La forme fractale se déploie sur une large gamme de tailles. Bien sûr, il y a une limite supérieure et une limite inférieure : il n'y a pas de poupée russe plus petite à l'infini (d'ailleurs c'est la taille de la plus petite poupée russe, la plus difficile à réaliser, qui détermine le prix de l'ensemble des poupées russes) et il n'y a pas de chou-fleur géant. On voit donc apparaître deux caractéristiques essentielles pour qualifier la fractalité d'une chose : sa *forme* (l'irrégularité de l'objet) et sa *taille* (l'échelle de l'objet). Enfin, pour parvenir à l'étrange structure fractale du rameau d'or, plusieurs forces naturelles agissent par *hasard*. En résumé, ce que nous montre l'étrangeté du rameau d'or, c'est que *l'action du hasard se traduit par l'apparition de formes fractales*, et que les mesures adaptées à la description de ces formes sont simplement au nombre de deux : l'irrégularité de la forme (grande ou faible) et son échelle (grande ou petite). C'est donc très commode.

Si maintenant on considère une trajectoire de cours de Bourse, on retrouve ces caractéristiques. Les variations boursières sont irrégulières, et elles se présentent à différentes échelles : quotidiennes, hebdomadaires, mensuelles, trimestrielles, annuelles, etc. Lorsque Mandelbrot se saisit, au début des années 1960, du problème de la modélisation financière auquel s'affrontent les universitaires américains, ses réflexes visuels l'amènent à détecter une fractalité dans l'évolution des actifs cotés. Or justement, le mouvement de Brown est une fractale : l'irrégularité de la trajectoire brownienne se retrouve à toutes les échelles d'observation de cette trajectoire. De plus, avec le mouvement brownien, le risque financier est simple à mesurer : c'est la volatilité. Enfin, ce qui est vraiment très pratique avec ce mouvement, c'est que la volatilité se dilate avec l'échelle selon une règle fractale simple en racine carrée du temps. Les régulateurs qui ont élaboré les corps de normes prudentielles pour les banques (Bâle III), les assurances (Solvabilité II) ou les gestionnaires de portefeuilles (UCITS V) ont massivement utilisé cette propriété fractale du mouvement brownien en imposant comme méthode de calcul des besoins en fonds propres la fameuse formule en racine carrée du temps : la *Value-at-Risk* (VaR) à 10 jours s'obtient comme la VaR à 1 jour multipliée par la racine de 10. Magie de la propriété fractale du mouvement brownien sans laquelle la formule de calcul du régulateur ne peut être justifiée. La finance brownienne s'est longtemps fortifiée de cette magie dont la simplicité paraissait si attrayante aux financiers américains bientôt suivis par le reste du monde.

Mais le problème vient de ce que le mouvement brownien est une fractale trop régulière, qui rend mal compte d'un problème crucial en finance : la présence de grandes variations à la hausse comme à la baisse. Dans le mouvement de Brown, l'irrégularité est presque absente, ce que nous disions au début : avec une représentation brownienne des variations financières, le risque paraît « lisse » ou « plat », il n'y a pas de ruptures, pas de discontinuités. Mandelbrot suggéra de changer de fractale et de choisir une plus grande irrégularité. La finance non-brownienne était née. Mais Mandelbrot avait choisi au début une famille particulière de processus de Lévy, qu'on appelle la famille « stable » (un peu comme au jeu des sept familles : « je demande la famille stable »). Cette famille apparut comme monstrueuse aux yeux des financiers américains car, si l'irrégularité recherchée était bien obtenue avec ce nouveau modèle, la volatilité usuelle devenait infinie. Plus de mesure de risque par la volatilité ! L'émotion fut à son comble et les milieux financiers américains rejetèrent pour cette raison la proposition initiale de Mandelbrot. Le jeu de mots qui circulait dans les années 1970-1980, Mandelbrot étant alors chez IBM, était : nous n'acceptons que des modèles ABM, ce qui signifiait « anything but Mandelbrot ». Ce rejet fut soutenu par les institutions financières américaines (banques, gestionnaires d'actifs, cabinets de conseil) qui commençaient à mettre en pratique la théorie dite « moderne » de la finance : les approches de Markowitz et Sharpe pour la gestion des portefeuilles et des fonds de pension, et de Black, Scholes et Merton pour la vente et la gestion des produits dérivés ; techniques qui reposaient sur une finance brownienne. Ce rejet fut au départ extrêmement rentable pour le secteur financier américain, puis se révéla à l'expérience catastrophique pour la gestion des risques.

### 3. Finance non-brownienne et conception continentale de la finance

La finance non-brownienne se développa donc ailleurs que dans le champ d'influence des financiers américains. J'ai raconté ailleurs<sup>2</sup> cette histoire. Je résumerai seulement ici ses conclusions : les idées de Mandelbrot fécondèrent les travaux de physiciens et de mathématiciens, et la recherche en finance non-brownienne migra en Europe où elle trouva un terrain d'accueil très favorable à l'inspiration fractale, mais avec une autre famille que la famille stable (au jeu des sept familles : « je demande la famille non stable »). Il ne saurait être question ici de citer tous les chercheurs qui ont travaillé sur ce domaine en pleine expansion. J'ai choisi à titre d'exemple quelques auteurs dont les premiers travaux ont ensuite inspiré beaucoup de développements ultérieurs. Dans les années 1990, simultanément Jean-Philippe Bouchaud, Hélyette Geman, Monique Jeanblanc, François Longin

2. V. *Le modèle de marche au hasard en finance*, chap. 7 et 8.

et Didier Sornette (pour la France), Rosario Mantegna (pour l'Italie), Paul Embrechts et Claudia Klüppelberg (pour la Suisse), Ernst Eberlein, Ulrich Keller et Karsten Prause (pour l'Allemagne), Ole Barndorff-Nielsen (pour le Danemark) rouvrirent le dossier des valeurs extrêmes et des discontinuités et produisirent de remarquables travaux de mathématiques financières non-browniennes. Puis les premiers manuels de finance non-brownienne furent publiés par des chercheurs européens dans les années 2000 : Rama Cont et Peter Tankov en France, Éric Jondeau et Michael Rockinger en Suisse, Wim Schoutens en Belgique. En 2010, le passage est effectué et la finance non-brownienne est devenue un champ important de la recherche en finance.

Pour conclure, je dirai que, à la suite des travaux initiaux de Mandelbrot, la finance non-brownienne a été développée par des physiciens et des mathématiciens européens, et initialement rejetée par les financiers anglo-saxons ou appartenant à leur sphère d'influence. Ce rejet, qui peut être historiquement établi, permet de proposer à titre d'hypothèse l'existence de deux conceptions de la finance : une conception anglo-saxonne à base de finance brownienne, et une conception continentale à base de finance non-brownienne. Précisons cependant que si, au départ, ces deux conceptions trouvaient une assise territoriale simple, la géographie de la recherche a évolué entre-temps et est aujourd'hui plus complexe que la distinction initiale.

# Les ingénieurs au service des banques, une spécificité bien française

**Thierry Pascault**

Vice-président  
AT Kearney

Les Écoles d'ingénieur françaises ont depuis toujours formé de jeunes diplômés capables de contribuer de façon très significative au rayonnement et à la solidité des grandes banques françaises. Aujourd'hui, leurs talents sont reconnus dans le monde entier.

Encore très récemment une étude<sup>1</sup> menée sur un panel de 700 professionnels de la finance londonienne a placé les élèves de l'École Polytechnique et de l'École Centrale au premier plan en termes de rémunération devant London Business School, Cambridge et Oxford. Nos jeunes ingénieurs devancent aussi les grandes écoles de commerce françaises HEC, ESCP Europe, EDHEC, ESSEC.

Comment expliquer ce phénomène si particulier à la France, quels sont les domaines dans lesquels nos ingénieurs ont apporté un savoir-faire et des pratiques reconnus au niveau mondial, ce particularisme français survivra-t-il aux profondes évolutions du monde bancaire et financier ?

## **Les ingénieurs français, industriels et fondateurs des grandes banques françaises.**

L'industrialisation de la France tout au long du XIX<sup>e</sup> siècle nécessitait comme partout ailleurs la contribution de banques puissantes capables de financer une nouvelle économie. Les meilleurs ingénieurs français se sont mobilisés avec le concours de grandes familles industrielles pour créer les grands établissements bancaires si nécessaires au développement du pays. Le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Crédit Commercial de France (CCF), et d'autres encore furent créés à l'initiative d'ingénieurs français.

---

1. Étude « Emolument 2015 », source *Les Échos*.

Paulin Talabot, X École des Ponts, joua un rôle absolument décisif dans la création du Crédit Lyonnais et de la Société générale. Il participa à la création du Crédit lyonnais en 1863, puis de la Société Générale en 1864 avec l'aide de la famille Rothschild. Il fut le premier Directeur général de Société Générale avec comme Président Eugène Schneider, lui-même ingénieur des Arts et Métiers.

Le Crédit Commercial de France fut fondé en 1917 à l'initiative d'Adolphe Salles, X ingénieur civil des Mines. Marié à une des filles du centralien Gustave Eiffel, Adolphe Salles fut Président du CCF jusqu'en 1924. Il aura comme successeur Maurice Koechlin, un des principaux ingénieurs de l'Entreprise Gustave Eiffel.

Pendant toutes ces années de la première grande révolution industrielle, la banque et l'industrie se sont développées de façon parallèle, ayant besoin l'une de l'autre. De façon naturelle et dès leur origine, les plus grandes banques françaises ont été fondées et animées par des ingénieurs formés dans nos grandes écoles.

### **À partir des années 1960, les banques françaises sont parmi les premières au monde à utiliser massivement l'informatique grâce à la clairvoyance et aux compétences de nos ingénieurs.**

L'alliance entre la banque et l'informatique est une particularité bien française. Les banques françaises ont été les premières à s'équiper d'ordinateurs. Selon l'historien Pierre Mounier-Kuhn, en raison de la formation d'origine de leurs dirigeants issus des grandes écoles, les banques françaises ont été mieux aptes à saisir le potentiel de l'informatique. Leurs dirigeants ont été les pionniers en matière d'informatisation. Nos banques ont ainsi largement devancé les banques anglo-saxonnes, dont les dirigeants étaient majoritairement de formation juridique.

Dans les années 1950, les dirigeants des banques françaises ont dû faire face à un double défi, assurer des montages financiers de plus en plus ambitieux pour reconstruire et moderniser le pays, et réaliser des opérations de plus en plus petites, mais très nombreuses au service des particuliers. Les banquiers s'équipent donc d'ordinateurs ou « cerveaux électroniques ».

Ainsi BNP Paribas commande dès 1957 son premier ordinateur IBM 705. Les mêmes ingénieurs, issus des mêmes grandes écoles françaises, se retrouvent des deux côtés en tant que clients et comme fournisseurs, Jacques Maison Rouge et Jean Fouchet, tous les deux centraliens dirigent les opérations d'IBM pour l'Europe et pour la France. Ils équipent l'une après l'autre toutes les banques françaises. Le dialogue entre ingénieurs est facile. Grâce à cette extraordinaire innovation, la quasi-totalité des Français ont un compte en banque et un chéquier. La bancarisation s'achève en 1968 avec l'obligation de mensualiser les salaires et de les verser sur un compte.

Parallèlement, cette informatisation a permis aux banques françaises d'accompagner les grandes entreprises au plan international. Cela s'est traduit par la mise en place de larges réseaux de filiales internationales. À la fin des années 1970, trois des cinq plus grandes banques mondiales sont françaises.

### **À partir des années 1980, les ingénieurs français apportent aux banques françaises les premiers modèles stratégiques et économiques pour des métiers à l'échelle mondiale.**

La nationalisation de la quasi-totalité des banques françaises en 1982 change la donne. Les dirigeants sont renouvelés. Pour autant, ils restent pour l'essentiel issus des grandes écoles d'ingénieur et en particulier de l'École Polytechnique. La plupart d'entre eux ne renoncent pas à poursuivre la modernisation de leurs établissements, en travaillant notamment sur les principes et méthodes de gestion.

Conscients de leur force, un modèle de banque universelle produisant des établissements puissants capables de se projeter de façon très large à l'international, mais aussi de leur faiblesse face à des concurrents anglo-saxons hyperspécialisés, les banques françaises font pour la première fois appel aux cabinets de conseil en stratégie internationaux. Les dirigeants et les consultants partagent les mêmes formations d'ingénieur : beaucoup de centraliens en l'occurrence qui trouvent intérêt à se spécialiser pour servir le monde de la finance. C'est à partir de cette époque que la banque et le conseil en stratégie deviennent les premiers employeurs des jeunes ingénieurs.

Les consultants apportent trois concepts dans les années 1980 qui vont révolutionner les méthodes de gestion de la banque française et leur permettre de s'adapter à une nouvelle compétition globale tout en conservant leur spécificité.

- Premier concept, la banque universelle doit se concevoir comme un ensemble de métiers stratégiques, capables chacun d'affronter les meilleurs spécialistes mondiaux. La banque reste universelle, mais elle est composée et donc organisée en unités stratégiques disposant chacune d'une autonomie et de moyens suffisants pour faire face aux leaders mondiaux. Agissant en éclaireur, le Crédit commercial de France sous l'impulsion de René de la Serre, polytechnicien, réorganise l'ensemble des activités de la banque en 1984, en créant la première CIB (*Corporate Investment Bank*). Le modèle traditionnel est remplacé par une organisation métiers de dimension globale. *Le Financial Times* titre en première page « CCF breaks international barriers ». Une belle reconnaissance à cette époque pour une banque française.
- Deuxième concept, l'introduction de la notion de fonds propres économiques.

Une banque ne peut se développer et demeurer pérenne que si elle dispose en toutes circonstances des fonds propres nécessaires à la poursuite de ses activités. Bien avant le ratio Cooke ou Bâle 1 introduit en 1988, les ingénieurs français avaient compris qu'une banque ne pouvait prospérer que si chacun des métiers qui la composaient disposait de fonds propres lui permettant de se développer et surtout de résister à toutes les crises et adversités. Ainsi fut développé, dès le début des années 1980, le concept de « fonds propres économiques » déterminés de façon analytique. Toutes les banques françaises adoptent les unes après les autres ce dispositif, largement en avance sur leur temps. Les exigences réglementaires Cooke puis Bâle 2 et 3 viendront bien après.

- Enfin, troisième et très importante avancée, l'introduction des modèles d'*Asset Liability Management* (ALM), technique importée des États-Unis. Ce concept extraordinairement adapté aux besoins des banques françaises parachève la modernisation des banques françaises pendant les années 1980. L'ALM est en effet un élément clé pour nos banques disposant de très larges bases de dépôts à vue ou à très court terme pour un financement délivré en grande partie en crédit à taux fixe. L'optimisation des risques de taux et de liquidité grâce à la compréhension des comportements des DAV (dépôts à vue) permet aux banques françaises de constituer un modèle unique au monde à cet égard en offrant à l'ensemble des Français à la fois la sécurité des emprunts à taux fixe et la libre disponibilité du compte à vue.

### **Les ingénieurs français encore à l'œuvre pour le rayonnement de nos banques sur les grands marchés financiers à partir des années 1990.**

Dès le début des années 1990, nos écoles d'ingénieur proposent des options spécialisées en finance quantitative. Ces options préparent des ingénieurs fortement spécialisés en matière de gestion des risques et d'ingénierie financière. Ils sont donc parfaitement adaptés au monde de la finance.

Ces jeunes ingénieurs rejoignent les établissements désireux de développer leurs activités de marché. De véritables pépinières se créent au sein de nos grandes banques, dans lesquelles la recherche est méthodiquement organisée pour une application immédiate en introduisant des produits et services innovants sur les marchés financiers et pour le compte des clients particuliers et institutionnels.

Les dirigeants des banques françaises ont le mérite de comprendre qu'il s'agit là d'un terreau extraordinairement fertile produisant des jeunes ingénieurs auxquels il convient de donner une assez grande autonomie, mais bien évidemment sous contrôle.

Nos plus grandes banques deviennent ainsi les championnes des marchés de dérivés taux et actions. BNP Paribas et Société générale se placent au premier rang des acteurs mondiaux au côté des « bulge bracket players », Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank.

Ces équipes créent des produits qui ont non seulement le mérite d'apporter une formidable contribution en termes de rentabilité aux établissements auxquels ils appartiennent, mais constituent aussi pour l'ensemble de l'économie française, particuliers et entreprises, des possibilités d'investissement (le succès des fonds à capital garanti) ou de financement (les financements structurés) qui profitent à tous.

Ce n'est pas un hasard si les grandes entreprises du CAC 40 rayonnent aussi largement à l'international en dépit de leur faiblesse relative en termes de fonds propres ou si les particuliers français épargnent autant au travers des produits d'assurance-vie.

Le lien école d'ingénieur et banque se perpétue ici encore dans la longue tradition historique française.

### **Et aujourd'hui ? La transformation digitale de la banque se fait aussi grâce à nos grandes écoles d'ingénieur.**

Les banques françaises se préparent à être bousculées par de nouveaux entrants, par de nouveaux comportements et en définitive par une décomposition des modèles économiques traditionnels. Toutes les fonctions sont impactées, les partenaires évoluent, de nouveaux liens entre banque et *start-ups* apparaissent, les écosystèmes se multiplient. La transformation digitale pose un enjeu à la fois technologique et culturel. Et la manière de manager les équipes est radicalement transformée, l'organisation taylorienne a vécu.

Face à ces défis, les écoles d'ingénieurs françaises s'adaptent pour fournir les talents et compétences nécessaires à cette transformation. Compétences numériques, *big data*, *cloud*, cybersécurité, compétences d'adaptation à de nouveaux modèles centrés autour de l'expérience client, compétences managériales renouvelées dans une approche ouverte et collaborative.

L'enjeu de transformation impacte directement nos écoles d'ingénieur. Il ne s'agit plus d'offrir aux élèves ingénieurs une option de spécialisation pour les dernières années d'étude, mais de réorganiser l'ensemble de la formation par une ouverture totale au numérique et à ses implications pendant toute la durée des études. Par exemple, l'École centrale avec l'ESSEC s'emploient depuis quelques années à adapter, et transformer en ce sens l'ensemble du cursus avec la possibilité d'offrir pour les meilleurs élèves un double diplôme Centrale-ESSEC. Les premiers

résultats apparaissent d'ores et déjà avec une nouvelle génération d'ingénieurs extrêmement recherchés formés à la fois aux méthodes quantitatives et aux méthodes managériales.

Mais la France manque de dirigeants en situation de responsabilité capables de conduire de grands projets de transformation. Les formations aux *e-leaderships* se multiplient. Cela ne suffit pas et comme dans les années 1990, les grands cabinets de conseil en stratégie à vocation mondiale trouvent ici une nouvelle opportunité de soutenir les efforts de transformation digitale des grandes banques françaises en proposant des équipes de consultants formés dans nos grandes écoles d'ingénieur, à même d'appuyer et porter ces projets.

La saga école d'ingénieur-banque française ne s'éteindra pas. Acteurs de la création de nos plus grands établissements, les ingénieurs français s'adaptent et intègrent de nouvelles formes de compétence au fil du temps, en devançant les grandes évolutions à venir et en préparant nos banques à affronter une concurrence nouvelle.

La solidité de notre système bancaire leur doit beaucoup, il est un des seuls au monde à avoir traversé la crise financière des années 2008-2012 sans avoir pesé sur nos comptes publics. Il contribue en toutes circonstances et de façon massive à notre développement économique. Nos banques représentent pour notre pays un atout compétitif qui profite à tous, État, entreprises et particuliers. Le parfait équilibre de notre système bancaire, puissance et compétitivité, est envié par tous les grands pays au monde.

Dans un univers en profonde mutation, il s'agit de continuer à relever le défi et faire en sorte que nos grandes banques continuent à briller grâce à l'esprit d'adaptation et d'innovation de nos meilleurs ingénieurs.

# L'importance attachée à la formation dans la finance

**Michel Roux<sup>1</sup>**

Doyen honoraire

Université Paris 13 – Sorbonne Paris Cité

**P**our un étudiant, un employeur, comment se repérer dans la galaxie, pour ne pas dire la nébuleuse des formations de l'enseignement supérieur en général et des formations en finance en particulier ?

Préalablement à l'examen de cette question liée à l'importance de la formation en finance et vis-à-vis du monde extérieur, il convient de rappeler, l'exception bien française de notre système éducatif dual entre les grandes écoles et les universités. Les premières recrutent sur concours, attirent les meilleurs éléments et offrent les meilleurs débouchés à leurs diplômés en raison des relations étroites développées depuis des années avec les entreprises ! Les secondes, les universités, souffriraient d'un déficit d'image de par leurs formations trop théoriques et trop éloignées des besoins du marché du travail ! Des clivages qui tentent de s'estomper par le développement de partenariats divers en formation / recherche et grâce à la création, en 2006, des pôles de recherche et d'enseignement supérieur qui ont cédé leur place, en 2013, aux communautés d'universités et établissements (ComUE). Ce regroupement des établissements d'enseignement supérieur (écoles et universités) répond à la fois à une volonté politique liée au souhait d'effectuer des économies d'échelle et à la volonté d'être plus visible sur le plan international, notamment, dans les classements internationaux. En juillet 2013, ce sont donc vingt ComUE qui ont vu le jour sur le territoire français dont huit en Île-de-France. À titre d'illustration, citons : Sorbonne Paris Cité qui regroupe cinq universités et trois grands établissements dont Sciences Po, pour un total de plus de 120 000 étudiants ; autre exemple, Paris Saclay, au Sud de la capitale, où deux universités sont associées à AgroParisTech, Centrale Paris, HEC, Polytechnique, ENS Cachan, ENSTA ParisTech, Supélec, Institut Mines-Télécom, Institut d'optique Graduate School, le CNRS, le CEA, l'IHES, l'Inria, l'Onera et l'Inserm, pour y accueillir plus de 70 000 étudiants.

---

1. Responsable pédagogique d'un MBA post-marché.

Ensuite, phénomène à « la mode », il faut s'efforcer de comprendre le choc de simplification du nombre de diplômes engagé. Pensez donc, depuis 2002, date de la mise en place de la réforme « LMD » (harmonisation européenne des diplômes en trois cycles : licence, master et doctorat), c'est près de six mille spécialités de masters réunies en cinq domaines et près de deux mille mentions qui se trouvent recensées ! Quant aux licences, leur nombre était évalué aux environs de mille huit cent. Concernant les intitulés des masters universitaires, comportant le terme de finance dans les domaines du droit, de l'économie et de la gestion, ils n'étaient qu'un peu moins de trois cent ! Rassurez-vous, ce choc de simplification qui devrait rentrer dans les faits au cours de la première vague de réhabilitation des diplômes universitaires de septembre 2016, les formations universitaires en masters et en licences seraient ramenées aux environs de trois cent pour chacune de ces catégories de diplômes ! On comprend, quand même, qu'employeurs et étudiants puissent rester perplexes au moment de leur choix et ce d'autant plus que les noms de diplômes abscons et à rallonges avaient fleuri un peu partout en France. Le ministère de l'Enseignement supérieur et de la recherche, pour appuyer sa volonté de simplification évoquait, ainsi, ce master en sciences humaines et sociales, mention : « psychologie, spécialité : troubles de la cognition et du langage, psychologie du développement et neuropsychologie ». Autre exemple, avec ce master entreprises, mention : « ingénierie de l'information, de la décision et des connaissances, spécialité : information élaborée ». Peut-être par volonté de précision, mais aussi par le fait que l'ouverture d'un master permet souvent à son créateur d'en prendre la responsabilité et de promouvoir son domaine d'enseignement et de recherche. Ces choix d'intitulés demeuraient, souvent, une question de rapports de force entre enseignants au sein d'une même composante, sans toutefois se préoccuper de l'insertion des étudiants et du coût de la formation. Il n'est pas rare de voir des formations avec six ou sept inscrits !

Alors comment, dans ces conditions, apporter un accompagnement efficace face à un dernier critère, non des moindres, qui est celui de l'accélération du rythme des mutations technologiques, sociales et économiques qui affecte nos sociétés et la finance en particulier ? Avec les nouvelles technologies, les réseaux intelligents et les énergies renouvelables, le monde est appelé à changer de paradigme. Aujourd'hui, dans un contexte international d'innovations, tous secteurs d'activités confondus, les crises successives et leurs conséquences amplifient le processus de changement : modifications des repères, des comportements, des modèles économiques face à une concurrence exacerbée et à une crise de confiance. Avec les réseaux sociaux, le numérique, le rythme des mutations s'accélère encore et pourrait remettre en cause bon nombre de stratégies, d'outils et de métiers. Pour la profession bancaire, ne serions-nous pas, déjà, au-delà de la prophétie plus que

trentenaire de « La banque pourrait être la sidérurgie de demain »<sup>2</sup> ? La problématique est autre, sans toutefois dissiper les nombreuses menaces qui pèsent sur les institutions financières, avec des GAFA<sup>3</sup>, *FinTechs*, Big Data et des opérateurs téléphoniques qui ont repéré les failles de la finance conventionnelle. Ces nouveaux adversaires imposent aux acteurs financiers, pour préserver leurs marges, de repenser leur organisation afin de l'adapter aux nouveaux comportements de leurs clients et aux nouvelles exigences réglementaires. Les résistances aux changements sont nombreuses et nous n'en sommes qu'aux premières étapes de ce que les psycho-sociologues appellent la courbe du changement, où individus et institutions connaissent successivement des états de déni, de pertes de repères et de colère avant d'admettre leur utilité. Sans se soumettre à la pression de l'immédiateté de l'actualité, nous sommes parfaitement informés des risques et des mesures liés au réchauffement climatique. Nous appartenons à cette génération qui est la dernière à pouvoir réagir pour protéger celle d'après. Dans ce contexte, la demande d'une « moralisation », de gré ou de force, de la vie économique est apparue dans le débat social et politique bien au-delà des éternels opposants au capitalisme. Parallèlement, la recherche d'une sortie de crise redonne à la solidarité, aux sociétés de personne qui développent d'autres logiques d'entreprise (rapport au territoire, lien avec les parties prenantes...), un espoir de développement.

Invitée à se professionnaliser davantage, la finance est conduite à revisiter son intermédiation et, par-là, les formations de ses moyens humains. Ce chapitre se propose de répondre à la question de l'importance attachée à la formation dans la finance. Pour y parvenir, il est impératif de dresser, dans un premier temps, une cartographie même partielle des formations, ne serait-ce que pour utiliser les mêmes terminologies. Puis, dans un second temps, nous nous interrogerons sur les défis à relever par les différentes formes de formations (initiale, continue, professionnelle) pour parvenir à accompagner, au mieux, les mutations engagées dans la sphère financière (banque, finance, assurance...).

## **1. Le nécessaire décryptage d'une cartographie complexe pour mieux comprendre l'offre de formation française**

Un peu de vocabulaire ! Sans omettre les formations dites de niveau IV (brevet professionnel de banque) et niveau III (brevet de technicien supérieur de banque, d'assurance et diplômes des instituts universitaires de technologies...), cette section s'attachera aux emplois exigeant normalement une formation de niveau égal ou supérieur à celui de la licence (niveau II) ou des masters et des grandes écoles répertorié en niveau I. Afin de ne pas complexifier la description du champ des

2. M. Godet et J.-P. Plas, *Le Monde*, 22 févr. 1979.

3. Google, Apple, Facebook, Amazon.

formations, nous n'effectuerons pas de distinction entre formation initiale (comportant également l'apprentissage) et formation continue (destinée à la reprise d'études, aux changements d'orientation, à la réinsertion et, pour des personnes disposant d'une expérience professionnelle, l'accès à un diplôme par la voie de la validation des acquis de l'expérience [VAE]).

Au stade des licences, il convient de distinguer les licences classiques (en droit, en économie, en gestion, en administration et économie sociale) ; les licences professionnelles, délivrées en un an après un recrutement à Bac+2, proposant une spécialisation pour la finance (*back-office*, chargé de clientèle particuliers) et dont la finalité est généralement l'insertion dans le monde du travail ; les Bachelors, qui s'apparentent aux deux précédentes catégories et qui sont souvent identifiés comme une licence mais qui, en fait, n'appartiennent pas aux diplômes du système éducatif français précités (le LMD). Ils s'obtiennent, généralement, dans des écoles de commerce ayant des spécialités orientées vers l'international. Une partie ou la totalité des études est suivie en anglais avec des stages à l'étranger. Il est possible de les intégrer après le Bac sur concours ou non. Ils préparent à une entrée rapide dans le monde du travail en management, en marketing, en communication. Ils peuvent parfois permettre la poursuite d'études.

Au niveau I, dit du Bac+5 minimum, la typologie se complexifie quelque peu. Nous pouvons distinguer les formations Bac+5 de l'Université des formations Bac+5/6 des écoles de management et d'ingénieurs. Il convient, également, à ce stade, de s'intéresser aux reconnaissances et labels de ces diplômes.

### 1.1 Les universités délivrent...

- Le master professionnel en deux ans, après un Bac+3. La seconde année est, généralement, celle de la spécialisation professionnalisée affirmée avec un stage obligatoire et la rédaction d'un rapport.
- Le master recherche en deux ans, après un Bac+3. La seconde année est celle de l'acquisition des méthodes en vue de la poursuite en doctorat.
- Le master indifférencié, formule mixte des deux précédentes formations. En seconde année, l'étudiant choisit la voie professionnelle (avec stage en entreprise et rapport) ou la voie de la recherche (avec cours de méthodologie et la rédaction d'un mémoire).
- Le diplôme d'université, qui s'inscrit dans une démarche de spécialisation très pointue, il permet de compléter un cursus. Ce sont des diplômes non homologués par le ministère de l'Éducation nationale, de l'Enseignement supérieur et de la Recherche. Certaines universités n'hésitent pas à intituler ce diplôme « MBA »

(*Management in Business Administration*) pour les Bac+5. Certains diplômes ne sont que des certificats préparés simultanément avec différents cycles (de Bac+1 à Bac+5).

- Le magistère, à vocation professionnelle et sélection à l'entrée après un Bac+2, qui se prépare en trois ans et est souvent réputé pour l'excellence de son contenu académique. Diplôme peut répandu voire en repli. Il est parfois associé à un master professionnel et permet d'obtenir un double diplôme.

## 1.2 Au niveau des écoles de management et d'ingénieurs (en marge du cursus classique de l'école où l'admission se fait au niveau Bac, Bac et classe préparatoire intégrée ou après une classe préparatoire dans un lycée), et parmi les principales catégories, citons :

- Les MBA *full-time* pour juniors (poursuite d'études) ou seniors (pour les personnes disposant d'une expérience professionnelle) : formation internationale en management s'échelonnant de douze à vingt-quatre mois.
- Les MBA *part-time* pour les personnes souhaitant connaître une promotion tout en conservant leur activité : cours dispensés le soir et le week-end sur une période de dix-huit mois.
- L'*Executive* MBA pour des cadres expérimentés destinés à de hautes fonctions au sein de leur entreprise, tant en France qu'à l'étranger.
- Les masters spécialisés de la Conférence des grandes écoles : formations post-diplômes à orientation professionnelle offrant une double compétence ou une spécialisation affirmée. Nous dénombrons plus de quatre cents formations, souvent créées sous l'impulsion de grandes entreprises en manque de profils spécifiques. Ils concernent des étudiants titulaires d'un Bac + 5 ou d'un Bac + 4 avec une expérience professionnelle.
- Le mastère en sciences pour des titulaires d'un Bac+4, il comporte des enseignements théoriques, des missions en entreprise ou en laboratoire : durée de la formation comprise entre trois et six semestres.
- Les *Masters of Science* dispensés sur deux ans pour des Bac + 3 : ils comportent une forte orientation internationale et des enseignements prioritairement en anglais.
- Les masters et MBA spécialisés, t proposés par des écoles hors Conférences des grandes écoles (CGE Management et CGE Ingénieurs) : formations qui disposent, parfois, de labels ou de certifications professionnels.

### 1.3 Reconnaissances, labels nationaux et internationaux, accréditations

Nous distinguerons : le grade, le visa et la certification RNCP (Répertoire national des certifications professionnelles), puis les principaux labels internationaux... À ce stade, il convient de différencier les certifications délivrées par l'État de celles délivrées par des organismes privés. Les diplômes visés ou certifiés le sont uniquement par l'État ou des ministères (enseignement, agriculture...). Ainsi, dans le système éducatif français, le master est un diplôme et un grade universitaire de l'espace européen de l'enseignement, qui valide un deuxième cycle de l'enseignement supérieur soit cinq années d'études après le baccalauréat. Les trois autres grades étant le baccalauréat, la licence et le doctorat. Le « grade de master » est délivré par de nombreuses formations de l'enseignement supérieur, telles les écoles d'ingénieurs, les écoles de commerce ou les universités. Le « diplôme national de master » est délivré par une université, deux ans après l'obtention d'une licence. Une école peut dénommer son diplôme « master » ou « mastère », sans que celui-ci donne droit au grade de master, tout en précisant que cette formation est reconnue (la reconnaissance concerne en fait l'école et non le diplôme, cela signifie que l'école apporte un concours utile au service public et en garantit la qualité pédagogique des enseignements) ou visée par le ministère de l'Éducation nationale (le visa valide la qualité des contenus pédagogiques, du corps professoral et le taux d'insertion...). Il convient de ne pas confondre niveau et grade. Si l'université ou l'école a son diplôme inscrit au RNCP c'est pour valider sa visée professionnelle et confirmer l'adaptation des programmes à l'évolution des qualifications nécessaires. Cette inscription au fichier RNCP est toujours accompagnée d'une indication de niveau correspondant à des compétences professionnelles précises. Il existe, quatre niveaux pour un diplôme : niveau IV = Bac ; niveau III = Bac+2 ; niveau II = Bac +3/+4 ; niveau I = Bac +5.

Les labels délivrés par le privé sont multiples et n'ont aucune valeur officielle. Néanmoins, ils sont de plus en plus nécessaires afin de se faire connaître et reconnaître. Certaines écoles poursuivent le rêve ultime de la triple accréditation, à l'image des agences de notation financière. Ces labels et accréditations internationaux, accordés aux écoles de management et d'ingénieurs, apportent des garanties de qualité et leur permettent de se positionner non seulement sur le plan national mais surtout sur le plan international. Souvent plus exigeants que les labels d'État, ils s'obtiennent après un audit scrupuleux qui privilégie la qualité des recrutements, l'originalité des contenus et des moyens pédagogiques, l'insertion, les partenariats nationaux et internationaux. Citons quelques exemples de labels, parmi les plus prestigieux : AACSB (*Association to Advance Collegiate Schools of Business*), label américain dans le domaine du management ; AMBA (*Association of Masters of Business Administration*) label britannique qui accrédite les MBA des

écoles de commerce ; EQUIS (*European Quality Improvement System*) est un label européen attribué aux écoles de commerce et de management pour une durée de cinq ans ; EPAS (*EFMD Programme Accreditation System*) comme pour EQUIS, le label EPAS est délivré par l'*European Foundation for Management Development* (EFMD), qui est une organisation basée à Bruxelles ; QUESTE (*Quality System of European Scientific and technical Education*) certifie la qualité des écoles d'ingénieurs, soutenu par la Commission européenne...

Cette liste à la « Prévert » de formations et de labels n'a pas un caractère exhaustif. Il aurait fallu évoquer : les doctorats et leur quarantaine d'écoles doctorales en économie / gestion ; les bi-diplômes délivrés par deux universités et / ou écoles ; les formations « passerelles » permettant de préparer, par exemple, le diplôme de licence en gestion et, conjointement, l'admission parallèle en seconde année d'école de commerce (expérience en cours entre l'Université Paris 13 et l'ESCP Europe destinée à des étudiants issus de milieux modestes, qui pourront poursuivre leurs études dans le cadre de l'apprentissage) ; le statut des écoles de commerce et de management qui peuvent être privées, consulaires (adossées à une Chambre de commerce...) ou associatives... Tout ceci pour attirer l'attention des lecteurs sur les risques d'interprétation liés à la lecture des plaquettes de présentation des formations, trop souvent flatteuses. Ainsi, présenter une formation de niveau 1 (Bac+5) ne signifie pas qu'elle est certifiée à ce niveau. Attention au groupe d'écoles, la labellisation de l'une d'entre elles ne s'applique pas à tous les membres du groupe. La même observation s'applique aux créations de nouvelles formations... Enfin, accréditations et labels sont délivrés pour des périodes limitées dans le temps (entre 1 et 6 ans).

En ce qui concerne les masters universitaires, comportant dans leur intitulé le vocable « Finance », nous en avons recensé près de trois cent dans le domaine droit, économie et gestion. Avec un intitulé « Banque-Finance », ils sont encore près de cent vingt et une trentaine avec le triptyque « BFA » pour « Banque-Finance-Assurance »

Si cette section avait pour objet de tenter une clarification de la présentation de l'offre de formation, elle justifierait, probablement, le nécessaire choc de la simplification, mais pas n'importe comment ! Toutefois, ce dernier n'est pas simple et fait l'objet de multiples critiques parfaitement justifiées. La simplification des diplômes est loin d'être admise dans les milieux académiques et ce pour deux raisons essentielles. Premièrement, il n'est pas certain que le cadrage national préconisé puisse rapidement rentrer dans les faits en l'absence de précisions sur le contenu des formations en licence. Deuxièmement, des distorsions subsistent entre l'existant admis par les professionnels et les intitulés des arrêtés ministériels. Ainsi pour une licence professionnelle « Assurance, banque, finance », spécialité

« Conseiller clientèle des particuliers », comment l'intégrer dans le référentiel proposé qui s'articule, dans ce cas précis, autour de : « Métiers du *middle* et du *back office* bancaire et financier » et « Commercialisation des biens et services de professionnels à particuliers ». Dans le premier intitulé, la correspondance est difficile à établir et dans le second cas, l'appellation est trop généraliste et pourrait convenir à bien d'autres secteurs d'activité comme l'industrie ou la grande distribution. Le premier test sera celui des résultats de la première vague de réhabilitation des formations, soumis pour discussion aux universités concernées en mars / avril 2016 pour une application à la prochaine rentrée de septembre. Il n'est peut-être pas exclu que le ministère laisse les universités arbitrer en fonction des moyens financiers dont elles disposeront... !

## **2. Des défis de la profession financière aux enjeux de la demande de formation en finance**

Sans le savoir, nous sommes rentrés dans une nouvelle ère. La rupture que nous vivons est si fondamentale que les changements vont, cette fois, peut-être plus vite que les idées. Nous avons du mal à penser véritablement la prodigieuse mutation que connaît la sphère financière. La plupart de nos réflexions campent dans un passé révolu et entretiennent des oppositions sans vrai fondement. Le changement des projets, de vie des particuliers et des entreprises, s'est accéléré, au-delà de ce que les réseaux bancaires ont perçu. Il faut donc tenter de penser « autrement » nos contradictions en matière d'analyse des besoins de formations. La crise financière et bancaire doit, aussi, se présenter comme un révélateur des fonctions clés pour la banque et préconiser des recrutements avec discernement, surtout si la banque n'existait plus ou qu'il faille, plus modestement, la réinventer. Le paradoxe de l'exercice de l'activité bancaire tient dans l'écart, entre le métier de banquier et l'utilité qu'elle apporte à ses clients. Une utilité qui s'est démultipliée. La longue domesticité de la banque, par rapport à l'administration des finances, l'avait essentiellement cantonnée dans l'intermédiation, la tenue des comptes et l'accès aux moyens de paiement. Désormais, la sécurité des dépôts et des transactions n'est plus un facteur indifférent dans la concurrence bancaire. Les utilités, pour ne pas dire les métiers, sont de nature de plus en plus hétérogène : banque de particuliers, d'entreprises, de marché, de gestion d'actifs, d'affaires, de *back-office*, de bancassurance. Ces utilités se recourent, s'enchevêtrent mais n'offrent pas, le plus souvent, les mêmes potentialités ou les mêmes capacités à être industrialisées. Des métiers, des utilités pour lesquels la pertinence des marchés n'est toujours pas assurée et où la banque interviendra, à un terme rapproché, en tant que producteur ou simple distributeur. Notre modèle de « banque universelle » ne saurait perdurer. Les temps changent, sur fonds de mobilité géographique, pro-

fessionnelle, générationnelle. De quelle banque, de quelle finance parlons-nous ? Quels nouveaux défis concernent la sphère financière et consacrent l'impérieuse nécessité d'une demande de formations renouvelées ? Les changements comportementaux des consommateurs, la pression réglementaire, la digitalisation de la société et le Big data remettent en cause les organisations et les modèles des établissements financiers.

## 2.1 Des défis

Nous dénombrons trois défis majeurs qui impacteront l'importance de la formation en finance :

### a) L'évolution de la relation bancaire et de la distribution de proximité

Sans sombrer dans le pessimisme ambiant, parfois annoncé par des slogans du type : « La fin de l'âge d'or des réseaux Les *FinTechs* condamnent les banques... La fin des banques », nous pensons que la prophétie précitée « d'une hémorragie humaine des hauts fourneaux » affectant les banques n'est pas pour demain. Certes, de récentes analyses réalisées par des cabinets d'études et de conseils (Score Advisor, Deloitte, Roland, Berger, EFMA, en 2014 et 2015) soulignaient que le réseau d'agences bancaires (38 000 agences, soit 600 agences pour 1 million d'habitants en France, contre 450 pour l'Europe) représentait, 60 % des coûts de la banque de détail et que les revenus de ces agences ne couvriront plus la totalité de leurs charges opérationnelles, dans les prochaines années. 15 % de ces agences ne seraient déjà plus rentables. La densité de notre réseau et surtout la baisse de fréquentation, amplifiée dès 2006 par les canaux alternatifs de distribution de services financiers dont Internet, ont commencé par cannibaliser progressivement l'offre des agences. Conséquence, en septembre 2015, près d'un quart des clients avouent ne plus utiliser les services de leur agence, contre 14 % l'an dernier à pareille époque. Quels enseignements retenir de ces tendances lourdes en matière de gestion des ressources humaines ? Face à un client de mieux en mieux informé, l'accès immédiat aux sources d'information est de nature à modifier le rapport aux services escomptés. Avec les comparateurs présents sur Internet, le client commence par une simulation de son besoin de crédit puis poursuit sa quête de conseils sur le « chat » mobile de sa banque, pour finaliser son dossier auprès de son conseiller en agence ou à son domicile, où le conseiller sera appelé à se déplacer. Une relation bancaire qui passe par « l'omnicanal », c'est-à-dire la mobilisation de multiples collaborateurs avec des déplacements éventuels du représentant de la banque et non plus du client. Cela suppose que le représentant de la banque apprenne à travailler de plus en plus avec ses collègues, et que son client ne fasse plus partie exclusivement de « son fonds de commerce ». C'est un client de la banque qui requiert les compétences de techniciens de mieux en mieux formés et

informés, tant dans les domaines de la gestion du patrimoine que du droit et de la fiscalité... Si la fonction de traitement d'opérations courantes et répétitives relève davantage des automates, l'agence bancaire n'en demeure pas moins la meilleure façon de matérialiser la présence d'une enseigne dans la ville, mais avec une vocation différente. Moins nombreuses, moins « boutiques », elles dispenseront davantage de conseils, plus personnalisés et plus pertinents, à une clientèle plus exigeante qui prétend, parfois, en savoir plus que son chargé de clientèle ! Face au risque d'attrition, la montée en compétences des collaborateurs de la banque, et ce dans les trois niveaux complémentaires (l'agence physique, la banque à distance et les plates-formes téléphoniques), est une nécessité absolue pour fournir davantage de valeur ajoutée aux clients (selon la société de conseil Deloitte, près d'un tiers des Français se disent disposés à ouvrir un compte bancaire ailleurs que dans une banque traditionnelle). Attention, la dépendance bancaire régresse, il y a des substituts. Le compte « Nickel » adossé au réseau des buralistes progresse (200 000 clients étaient attendus fin 2015). Gérer un compte courant, payer ses factures ou faire un virement grâce à son téléphone mobile devient une réalité !

b) Une réglementation étouffante mais sans cesse contournée !

Outre les nouvelles régulations déjà à l'œuvre ou en voie de l'être (ratio de liquidité, ratio de solvabilité...) et dont les impacts sont loin d'être mesurés, les régulateurs internationaux ont élaboré un système d'absorption des pertes, TLAC (*Total Loss-Absorbing Capacity*), dont l'entrée en vigueur est prévue au 1<sup>er</sup> janvier 2019. C'est un matelas de ressources qui doit permettre de mieux gérer les établissements considérés comme trop gros pour faire faillite, mais dont le naufrage entraînerait des pans entiers de la finance mondiale. Constitué de titres de dette pouvant être effacés ou convertis en capital, le TLAC est censé protéger les contribuables du coût engendré par ces banques internationales. De son côté, l'Europe est en passe de se doter d'un dispositif proche, le MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*), pour 2020 ; nouveau ratio « d'exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles » lors d'un renflouement interne. Le MREL est imposé aux banques par la directive BRRD (*the EU's Bank Recovery & Resolution Directive*) sur les faillites bancaires. Il pourrait représenter 8 % des passifs. Reste à articuler les deux dispositifs TLAC et MREL sur fond de vifs débats entre l'Europe et les États-Unis. La banque, longtemps protégée de la concurrence par sa réglementation, voit des pans entiers de sa mission dévoyés. Tiers de confiance pour ses dépôts qu'elle transformait « partiellement » en crédits à l'économie, face à une réglementation toujours pesante, cette dernière mission se trouve détournée. À telle enseigne que la banque cherche à réduire son activité de prêts, trop consommatrice de fonds propres, pour se consacrer aux innovations financières meilleures génératrices de marges. Ainsi, associé à des initiatives proches de l'économie sociale et solidaire, le

*crowdfunding* perd sa dimension de solidarité pour endosser le statut de financement à part entière. Entre la faible protection des investisseurs liée aux lacunes de la réglementation et la volonté d'établir une collaboration avec des plates-formes de *crowdfunding*, la position des banques, sur ce sujet, demeure nuancée. Mais il y a bien là, de la part de ces nouveaux acteurs, une volonté de contourner la réglementation et les carences présentées par les banques, à savoir : des réseaux de distribution et des systèmes d'information trop coûteux. Que deviennent les dissuasives défenses du monopole bancaire, sanctionnées civilement mais surtout pénalement en cas de transgression, chargées de protéger le client suivant les termes de l'article 511-5 du code monétaire et financier : « Il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel. Il est, en outre, interdit à toute entreprise autre qu'un établissement de crédit de recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme. » ?

D'autres exemples de dévoiement peuvent être relevés dans :

- Le « shadow banking », encore dénommé *finance de l'ombre*, *finance fantôme* ou encore *système bancaire parallèle*, défini comme « le système d'intermédiation du crédit, impliquant des entités et des activités se trouvant potentiellement à l'extérieur du système bancaire » par le Conseil de stabilité financière et qui, toujours selon cet organisme, pesait plus de 80 000 milliards de dollars fins 2014. Forme d'activité bancaire menée par une grande diversité d'acteurs (les *hedge funds*, les fonds de titrisation, les fonds monétaires, les fonds de pension, mutuels, d'assurance-vie, les Fonds négociés en Bourse [FNB], les entreprises de capital-investissement, les sociétés de garantie de crédit, les *trusts* de gestion d'actifs) qui, ne recevant pas de dépôts, ne sont pas régulés en tant que banques et ne sont donc pas soumis à la réglementation bancaire en vigueur.
- Les couvertures de défaillance ou dérivés sur événement de crédit, plus connus sous leur dénomination anglaise de *Credit Default Swaps* (CDS), sont des transactions non financées : sans obligation de mettre de côté des fonds pour garantir l'opération, le vendeur de protection reçoit des primes périodiques et augmente ses avoirs sans investissement en capital si aucun événement de crédit n'a lieu jusqu'à maturité du contrat. Inventés pour protéger les créanciers contre un risque de défaillance des débiteurs, ils ont été largement incriminés lors de la crise financière de 2007 puis dans la crise européenne de la dette souveraine de 2011, du fait qu'ils permettaient de spéculer à découvert, sans risque, contre des monnaies moyennement garanties aggravant ainsi la situation des pays concernés.
- La séparation des activités bancaires prônée par l'Europe risque d'encourager les concentrations des acteurs précédents non régulés, ainsi que les circuits financiers clandestins.

Les assureurs expérimentés dans la culture du risque adverse découvrent la complexité des nouvelles régulations du capital, et son coût dans le domaine de l'analyse des risques de financement de l'économie et des entreprises. Ils sont demandeurs de nouvelles qualifications, tout comme le post-marché (activité de conservation et de compensation / règlement-livraison des titres) est appelé à subir une importante mutation dans les années qui viennent et aura besoin de cadres aux connaissances approfondies, capables de mettre en œuvre les grands projets européens tant sur les plans techniques et juridiques, que managériaux. Le post-marché est l'un des domaines d'excellence de nos grands acteurs financiers et des infrastructures de place qui vont devoir faire face à l'europanisation des métiers et des systèmes. Des défis en perspective qu'il faut préparer pour être au rendez-vous le jour J. L'europanisation des métiers titres est en marche. Le lancement de Target 2 Securities (T2S est un projet Eurosysteme de création d'une plate-forme technique, à laquelle les dépositaires centraux de titres [CSDs] vont confier la gestion de leur activité de règlement-livraison de titres, en monnaie banque centrale et selon des modalités harmonisées), en vagues successives de 2014 à 2017, en est le meilleur exemple. Il ne s'agit vraisemblablement que des prémices, dans l'attente d'autres mutations pour lesquelles la finance devra former et valoriser ses collaborateurs.

Les métiers relevant de l'analyse des risques financiers et extra-financiers, des risques sécuritaires, de la conformité, du juridique et de l'ingénierie informatique vont sans doute connaître des perspectives de développement intense nécessitant des formations adaptées pour les futurs recrutements, comme pour l'accompagnement (en interne) des salariés dans la mutation de leur activité. Si les métiers évoluent et par conséquent l'offre de formations, en raison de la complexification des outils et du nécessaire renforcement de professionnalisation de leurs utilisateurs, ce sont en fait les modes d'intermédiation qui risquent de changer plus brutalement encore !

### c) *FinTechs et Big data*

Pour générer de la marge, la « nouvelle finance » innove, dérange, même si ses jeunes acteurs ne sont pas, encore, menaçants pour les mastodontes bancaires bien installés et dotés d'importantes capacités financières pour réagir. Mais l'agilité de ces derniers n'est pas leur force et ils ne doivent pas négliger cette révolution naissante. Avec les nouvelles capacités d'analyse des données déployées par le Big data (concept récent pour traduire le fait que les entreprises sont confrontées à des volumes de données à traiter et présentant un fort enjeu commercial et marketing), certains managers vont jusqu'à supposer qu'il pourrait aider leur entreprise à réduire ses risques et à faciliter la prise de décision, ou créer la différence grâce à l'analyse conduisant à un renforcement de la performance commerciale par

une offre davantage personnalisée. Cependant, cette intelligence partagée génère des innovations exponentielles et des cycles de vie constamment réduits pour les produits et les services proposés, tout en perturbant les capacités prédictives, à moyen terme, de ces évolutions. Cela tombe bien, comme le Français déteste les mauvaises nouvelles, il n'aime pas les prévisions qui le condamneraient à l'action. Du fait de l'automatisation accrue des tâches, dans les formations le « savoir-faire » se trouve peu à peu supplanté par le « savoir-être ». De leur côté, les *FinTechs* (permettant à un acteur économique de se financer via une plate-forme Web sans passer par sa banque) ne se contentent plus d'attaquer les banques sur la gestion des flux monétaires, elles attaquent désormais le cœur du métier bancaire, à savoir le conseil financier et patrimonial. Sous la forme de « jeunes pousses » (*start-ups*), les entreprises du domaine des *FinTechs* transforment profondément les métiers de la finance par une rupture technologique et d'usage. Pour les banques et les assurances, un dilemme se pose en ces termes : imiter ou racheter des *FinTechs* ? Selon une récente étude du Cabinet McKinsey, à un terme rapproché, elles pourraient accaparer plus de 60 % des revenus des banques, les confinant dans les seuls services sophistiqués aux grandes entreprises. Le secteur financier sera peut-être le dernier à être bouleversé par « la net-économie », mais la rupture risque d'être violente tout en se propageant de l'Internet au *crowdfunding*, cette économie de partage, coopérative et naissante, stimulée, elle aussi, par les plates-formes et les technologies. De même, il convient de compter sur l'offensive de la téléphonie mobile. La nouvelle offre « Orange Cash », du principal opérateur téléphonique français, fonctionnera dans un premier temps comme un porte-monnaie électronique pour permettre au paiement mobile de décoller en France. Ensuite, parce qu'elle n'est que la première étape d'une stratégie très offensive, l'opérateur prévoit de lancer avec un partenaire (une banque peut-être), qui offrira l'ensemble des services financiers, des moyens de paiement au crédit.

## 2.2 Enjeux pour une demande de formation intensifiée et renouvelée

Devant ces faits dont la liste est loin d'être exhaustive, nul doute que la révolution numérique constitue, pour la sphère financière, un enjeu de ressources humaines, plus encore qu'un enjeu technologique. Rétablir une conception de la professionnalisation et de la pédagogie, en liaison avec les professions financières, redevient un objectif clé quelque peu oublié. Développement des risques, nouvelles obligations réglementaires et nouveaux concurrents condamnent la sphère financière aux mutations. Ces constats, conjugués à un manque de lisibilité conjoncturelle, conduisent les banques à redoubler de vigilance dans leurs recrutements et à privilégier les candidats à fortes expertises. Selon les grands cabinets de recrutements, les masters en finance spécialisés, comportant des formations dispensées à parité par des professionnels et des universitaires, continuent d'intéresser les

recruteurs et ce malgré les difficultés rencontrées sur le marché du travail. Des formations technologiques plus ciblées intègrent, progressivement, des modules d'éthique, de droit, de conformité et de déontologie afin d'offrir des perspectives plus rapides d'insertion professionnelle. Potentiellement concernées par la COP 21, les entreprises s'emparent de la tarification carbone en tant qu'outil interne au service de leur politique de Responsabilité sociale et environnementale (RSE). Ainsi, dans une démarche d'investissement durable, la sphère financière s'engage à retirer de ses portefeuilles les entreprises qui émettent beaucoup de gaz à effet de serre ou qui financent les énergies fossiles. Des perspectives d'insertion nouvelles s'ouvrent aux jeunes diplômés pour accompagner ces mutations.

Si la distinction entre écoles et universités n'est pas aussi tranchée dans les autres pays, en France, elle commence à s'estomper et la mondialisation tend à imposer le niveau master et ses diverses déclinaisons précitées comme la référence à l'embauche. Du côté des employeurs, la réaction est analogue. Grâce à la professionnalisation des cursus universitaires dont plus de la moitié, tous niveaux confondus, sont à finalité professionnelle, les mentalités changent. Les grands groupes et les cabinets de conseils, dont les grandes écoles constituaient un domaine de recrutement privilégié, s'intéressent aux diplômés de l'université. Le cas est patent en finance et dans le domaine des métiers du chiffre. La concurrence est vive entre formations, et certaines d'entre elles disposent d'une réputation plus marquée ; la tendance est au recrutement dans des formations affichant une spécialité (chargé d'affaires en Banque / Finance ; gestionnaire de patrimoine ; finance de marché ; audit ; gestion d'actifs ). Sans alimenter le clivage écoles / universités et en s'efforçant de rester très objectif, pour quelqu'un qui a connu les deux parcours, l'employabilité et les salaires obtenus par les diplômés de certaines universités se rapprochent singulièrement de ceux proposés aux jeunes issus de grandes écoles. Certaines de ces dernières se regroupent et ne sont pas sans connaître des difficultés. La communication et la pluralité de labels plus ou moins fondés, chez certaines « dites » écoles de management, créent des confusions et parfois bien des désillusions ! Autre sujet de nature à créer de l'ombre aux écoles, c'est le rapport qualité / prix, parfois incompréhensible des universités et ce malgré des moyens financiers régulièrement réduits. Dans ce contexte, les universités conservent une attractivité et un avantage compétitif grâce à la qualité des recherches générées par leur corps professoral. Les universités n'ont pas toujours su ou voulu tisser des liens étroits avec le monde de l'entreprise par les réseaux d'anciens, mais bon nombre de leurs enseignants-chercheurs les positionnent à la pointe des innovations. Ces observations sont à nuancer car le clivage tend à s'atténuer entre écoles et universités. Toutefois, les jeunes ne sont pas toujours conscients de la chance dont ils disposent en ayant la possibilité de suivre une formation de qualité, reconnue et à forte efficacité en matière d'insertion, tout cela

pour un faible coût. Dans de nombreux pays, pour les étudiants, y compris pour ceux issus de classes aisées, l'endettement est de mise ! Cette aubaine française ne pourra peut-être pas perdurer, ceci est un autre sujet !

## **Conclusion**

La sphère financière est en danger. Il nous appartient d'espérer qu'un mouvement de résilience s'instaure grâce à des acteurs plus vertueux, plus sensibles à la dimension humaine de la réalité de notre économie. « Autrement » représente un mot-clé qu'il convient de déployer dans notre vocabulaire, si l'on souhaite répondre collectivement aux nouveaux enjeux de la formation. Il nous faut générer une finance « autrement » supportée par des actions et des contenus de formations développés « autrement » ! Comme le souligne l'économiste Daniel Cohen dans son ouvrage<sup>4</sup>. Si la croissance devient fugitive et que l'idéal de progrès s'estompe, c'est une crise existentielle profonde qui se profile, avec ses désespoirs et ses violences ! « Vivre simplement, pour que d'autres puissent simplement vivre » proclamait déjà Gandhi, cela suppose de repenser nos modèles sociaux, économiques et financiers et par voie de conséquence la nécessaire formation afin de faire émerger les compétences. Ces quelques vœux ne sont pas utopiques. Ils relèvent de la prise de conscience et de la volonté du politique, mais surtout d'une coopération accrue entre les acteurs de la sphère financière et ceux du monde de la formation.

---

4. *Le monde est clos et le désir infini*, Albin Michel, août 2015.



# Le droit financier français, source d'inspiration du droit européen ?

**Hubert de Vauplane**

Avocat à la Cour

Membre du Haut comité juridique de place (HCJP)

**D**ans quelle mesure le droit financier français constitue-t-il une source d'inspiration, voire une référence pour le législateur européen, et ainsi pour le droit européen ? Généralement, les travaux et études universitaires, ou les rapports de certains organismes publics se penchent plutôt sur l'étude de l'impact du droit européen sur le droit français. Ceci est particulièrement discuté en matière de procédure pénale<sup>1</sup>, et plus largement de défense des droits et des libertés individuelles où le rôle de la Cour de Strasbourg, gardienne de la CEDH, a largement influencé l'organisation du droit processuel français ces dernières années. Mais bien d'autres secteurs du droit et de la vie économique ont été influencés par le droit européen, comme le droit des concentrations et de la concurrence, bien sûr. C'est la question de l'« européanisation » des lois nationales. Selon une étude récente, le taux d'européanisation ne serait supérieur à 30 % que dans trois grands secteurs<sup>2</sup> : les lois nationales d'origine communautaire concernent surtout l'agriculture, la finance, l'agriculture et l'environnement. Les domaines les moins touchés : l'éducation, la protection sociale, le logement et la défense.

Mais le champ de notre réflexion est tout autre. Le droit français exerce-t-il une influence sur le droit communautaire ? Que cette influence soit au niveau des principes retenus, ou des catégories juridiques. Posée de la sorte, la question peut sembler presque saugrenue dans la mesure où l'image d'Épinal que l'on peut avoir du droit français n'est *a priori* pas (plus) celle d'un droit qui s'exporte<sup>3</sup>.

- 
1. On se souvient de l'importante réforme de la garde à vue par la loi du 14 avril 2011. C'est le Conseil constitutionnel qui l'a impulsée, lui-même sous la pression de la CEDH.
  2. Th. König et O. Costa, *The Europeanization of domestic legislatures*, Springer, 2012.
  3. Les rapports sont nombreux sur la perte d'influence du droit français à l'international. Citons le Rapport du Conseil d'État, *L'influence internationale du droit français*, La Documentation française, sept. 2001. Et plus récemment, le Rapport du CESE, *L'influence de la France sur la scène européenne et internationale par la promotion du droit continental*, sept. 2014.

Figé dans ses principes et son immobilisme depuis Napoléon, le droit français ne serait plus que l'ombre de lui-même. Au point que lors de l'émancipation d'un certain nombre de pays de l'économie communiste, ceux-ci se seraient plus inspirés de droits anglo-saxons que de traditions civilistes, parfois même pour des pays européens de l'ex-bloc de l'Est. Depuis plus de vingt ans, les travaux d'universitaires anglo-saxons n'ont eu de cesse de promouvoir le système de la *common law* au détriment du système romano-germanique<sup>4</sup>. Ce travail a fini par influencer les organisations internationales, dans leur mode d'appréciation de la qualité juridique des systèmes légaux. La preuve ? Le rang catastrophique de la France dans les classements de la Banque mondiale et son Rapport *Doing Business* qui mesure l'efficacité des systèmes juridiques nationaux, au regard de certains critères économiques, comme la facilité de création d'une société, la force des contrats, l'efficacité de garanties et sûretés en cas de procédure collective. Depuis son édition 2006, ce rapport procède à un classement général des différents pays et la France apparaît alors au 44<sup>e</sup> rang. Dans l'édition 2009, la France est au 31<sup>e</sup> rang. En 2016, elle figure au 27<sup>e</sup>. On peut contester la méthode, comme le courant de pensée sous-jacent<sup>5</sup>, qui pose en postulat que la réglementation économique d'un pays est déterminée par son appartenance à une tradition juridique, celle des pays de *common law* étant plus favorable aux affaires<sup>6</sup>. Celle-ci se caractérise par une place plus importante laissée à la jurisprudence, laquelle, grâce à la technique des *precedents*, offre un niveau de sécurité et de prévisibilité de la norme juridique. Mais surtout, elle se distingue des systèmes de tradition civiliste par la place plus grande laissée à l'auto-régulation. Cette théorie, ou à tout le moins l'idée sous-jacente que le droit le plus favorable au développement économique était celui d'origine de *common law*, a été véhiculée jusqu'à la Commission européenne qui a fini par s'en persuader. Ce qui explique, en partie, pourquoi la pensée juridique anglaise est devenue la source principale d'inspiration de la Commission européenne en matière de liberté de commerce et d'industrie, et en premier lieu pour les activités financières<sup>7</sup>.

4. Ph. Wood, *Maps of World Financial Law*, 6<sup>th</sup> ed., 2008, Sweet & Maxwell Ltd ; même si les recherches les plus récentes sont plus nuancées : M. Schmiegelow et H. Schmiegelow (Sous la direction de), *Institutional Competition between Common Law and Civil Law : Theory and Policy*, Springer, 2014.

5. Celui de la *Theory of legal origins*.

6. L'article de référence en la matière est le suivant : R. la Porta, F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer, *The economic consequences of legal origins*, Amsterdam Business School Research Institute, 2008.

7. M. Salah, « La mise en concurrence des systèmes juridiques nationaux – Réflexions sur l'ambivalence des rapports du droit et de la mondialisation », *Revue internationale de droit économique*, 2001/3, p. 142.

## 1. Le droit des marchés financiers, la liberté contractuelle et la *common law*

Avant de devenir le modèle de la Commission européenne, le droit anglo-saxon a d'abord réussi à influencer les droits nationaux à partir des années 80. La phase de globalisation de l'économie et, en premier lieu, des marchés financiers, à compter de cette période a inévitablement conduit à retenir comme modèles juridiques ceux qui étaient les plus ouverts à la concurrence, les moins interventionnistes et les plus souples pour les acteurs économiques. La conséquence en a été un alignement des normes nationales sur les normes d'origine anglo-saxonne considérées comme de « valeur internationale »<sup>8</sup>. Les règles de la City de Londres ont, ainsi, servi de modèle à plusieurs législateurs nationaux (à commencer par le français), notamment pour la réorganisation des bourses (disparition du système de cotation dirigé par les ordres par un système dirigé par les prix) ou la réglementation des produits financiers ou des produits dérivés.

À partir des années 90, les textes européens en matière de marchés financiers prônent clairement une concurrence libre et ouverte entre acteurs économiques, et donc entre places boursières. À y regarder de plus près, les directives ou règlements que l'on classe comme d'« influence anglaise » sont les textes concernant les marchés financiers de gros ; ceux pour lesquels la Place de Londres porte une attention particulière, compte tenu de son poids et de son rôle, toujours croissants, toujours plus incontournables (grâce, faut-il le rappeler, notamment aux banques françaises qui ont choisi dès la fin des années 90 la Place de Londres contre la Place de Paris). Des exemples ? La première directive sur les marchés financiers, la DSI de 1993, puis celle dite MIF I et maintenant MIF II n'ont eu de cesse de promouvoir un système de fragmentation des marchés boursiers traditionnels, préférant la multiplication des systèmes de négociation à l'unicité d'une bourse, fût-elle régionale, et ce, au plus grand bénéfice des acteurs mondiaux (souvent non Européens) et clairement au détriment de la veuve de Carpentras ou de celle d'Écosse qui se sont vues petit à petit écartées de ces marchés, et reléguées dans des produits de substitutions (*Trackers*, ETF, OPCVM, FIA). Les différentes bourses européennes ne comptent plus que très peu d'investisseurs individuels. Un autre exemple de la préférence donnée aux professionnels et non aux investisseurs de détail est le marché du collatéral où, afin de permettre aux banques d'investissement de pouvoir répondre aux appels de marge des bourses et autres chambres de compensation, on a créé une directive sur mesure qui permet aux professionnels d'utiliser les titres (*re-use*) de leurs clients comme s'ils en étaient propriétaires. Ces différents textes se caractérisent par une approche commune :

8. A. Couret, « La dimension internationale de la production du droit », in G. Martin et J. Clam (Sous la direction de), *Les transformations de la régulation juridique*, LGDJ, 1998, pp. 197 et ss.

celle de favoriser la concurrence entre acteurs et la liquidité du marché, parfois même au prix d'une baisse de protection des investisseurs, en laissant les forces du marché s'équilibrer ; autrement dit, créer les conditions de compétition les plus ouvertes, en supprimant les barrières réglementaires permettant de protéger les marchés locaux (et donc *de facto*, les investisseurs). L'idée sous-jacente à ces textes part du principe que le marché dit de gros ne doit pas suivre les mêmes règles que le marché dit de détail ; que ce marché de gros doit d'abord permettre aux acteurs de traiter d'égal à égal, sans protection particulière, selon des règles le plus souvent purement contractuelles.

Tel est d'ailleurs le sens de la proposition relative à la création d'une Union des marchés de capitaux et des textes qu'il convient de mettre en œuvre pour achever cet objectif. Ces différents textes n'ont d'autres buts que de permettre d'achever la création d'un marché (unique ?) financier européen.

## **2. Le droit bancaire et financier, la protection du faible et le droit français**

Mais cette « influence anglaise » est nettement moins prégnante dans les textes bancaires et financiers ne traitant pas des marchés financiers de gros. Au contraire, divine surprise, le droit français (et plus largement le droit romano-germanique) apparaît comme ayant été longtemps une source d'inspiration pour de nombreuses directives traitant des marchés de détail, et même parfois des marchés de gros lorsqu'il s'agit de pratiques abusives ! Que l'on songe aux directives et règlements en matière de droit de la consommation, mais aussi de ventes à distance de services financiers, de crédit hypothécaire, de comparabilité des frais de comptes bancaires, de documents d'information clé relatifs aux produits d'investissement de détail (PRIIPs) et d'abus de marché.

Car ce qui caractérise le droit français (et continental) en l'espèce, et en ce sens il peut parfois apparaître comme l'opposé de la *common law*, c'est avant tout un système juridique cherchant à rééquilibrer les forces en présence dans un contexte où elles ne sont pas, par nature, sur un pied d'égalité. Autrement dit, le droit français se distingue par sa propension à accorder un régime de protection à la partie la plus faible. Il en résulte non seulement des règles dites consuméristes (la France est le grand inventeur du code de la consommation) mais aussi un rôle plus important accordé à la puissance publique, à la régulation publique, au contrôle des acteurs privés par l'administration.

question de la protection de la partie faible dans les rapports contractuels est une des caractéristiques du droit français. Bien sûr, le principe de la liberté individuelle et son corollaire la liberté du contrat constituent le socle de notre droit civil, mais

ce principe est tempéré par un autre tout aussi puissant : celui de s'assurer d'un certain équilibre dans ces rapports contractuels. D'où, par exemple, la notion de lésion en droit français. Or, si cette recherche de l'équilibre dans les rapports contractuels figure déjà dans le code civil napoléonien, ce n'est que plus tard que s'est développée l'idée d'un régime de protection de la partie faible par le droit. À cet égard, deux grands juristes français du XX<sup>e</sup> siècle ont travaillé sur la question du rôle du droit comme instrument protecteur : Louis Josserand et Georges Ripert. En octobre 1934, Josserand donne une conférence à l'École française de droit de Beyrouth, intitulée *La protection des faibles par le droit*. Il explique déjà que la tendance contemporaine du droit est de protéger de plus en plus les faibles contre l'exploitation des forts. Il y voit une rénovation et une humanisation du droit. Ripert consacre lui aussi un chapitre à la protection des faibles dans son livre, *Le régime démocratique et le droit civil moderne*. L'un et l'autre recourent à la morale pour justifier la défense des faibles contre l'exploitation injuste dont ils peuvent être victimes. Mais la morale à laquelle ils font référence n'est pas la même : morale chrétienne chez Ripert, morale républicaine chez Josserand. Il se trouve que, s'agissant de la protection des faibles contre l'exploitation injuste des forts, ces deux morales se rejoignent. Ce sont ces principes de protection de la partie faible qui ont irrigué le droit français depuis plusieurs générations<sup>9</sup>. Cette protection des faibles intervient de deux manières. D'une part, sous une forme préventive, le législateur prohibant certaines clauses de nature à mettre le faible à la discrétion du fort (clause d'exonération de responsabilité dans le contrat de transport, certaines clauses des contrats d'assurance, etc.) ou prescrivant que les clauses contractuelles rédigées soient présentées aux clients de manière très claire. D'autre part, lorsque l'abus de faiblesse n'a pu être prévenu, des sanctions *a posteriori* sont possibles.

En France, le droit commun des contrats est imprégné de l'idée que les relations contractuelles ne sont pas systématiquement équilibrées entre les parties. D'où l'idée qu'il convient dorénavant de diviser entre « contrats structurellement équilibrés et structurellement déséquilibrés »<sup>10</sup>, c'est-à-dire ceux qui impliquent des parties de puissance et de compétence comparables, et ceux qui, au contraire, comprennent un contractant en « position de dépendance économique, technique ou sociale »<sup>11</sup>, autrement dit une partie faible. Cette reconnaissance de la réalité économique se retrouve dans l'ordonnance du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats. En effet, la protection de la partie faible

9. J. Ghestin et M. Fontaine, *Protection de la partie faible dans les rapports contractuels*, LGDJ, Bibl. dr. priv., n° 261, 1998.

10. F. Zenati-Castaing et Th. Revet, *Cours de droit civil. Contrats. Théorie générale – Quasi-contrats*, PUF, 2014, spéc. n° 4, pp. 33-37.

11. *Ibid*, n° 4, p. 36.

constitue officiellement l'un de ses trois axes essentiels. Le nouveau droit français des contrats prévoit ainsi une obligation générale d'information, consacre la notion de bonne foi à tous les stades de la vie du contrat, reconnaît un « abus de faiblesse » à la civiliste<sup>12</sup>, crée un délai de réflexion et un délai de rétractation, prohibe tout contenu excessif<sup>13</sup>, met en place un encadrement de la fixation unilatérale du prix où le juge peut intervenir en cas d'abus, et prévoit un principe d'interprétation des clauses obscures en défaveur de celui qui a proposé le contrat. Cette consécration d'un régime de protection de la partie faible, dans le cœur du droit civil (et non plus uniquement dans le code de la consommation), permet au droit français de se positionner comme un droit moderne, tenant compte de la réalité économique et offrant son parapluie protecteur aux contractants les plus faibles.

L'on retrouve cette préoccupation de protection dans les services financiers.

Concrètement, quels sont les problèmes que rencontrent les consommateurs / investisseurs dans le domaine financier ? Il convient de distinguer les problèmes communs à tous les produits de ceux spécifiques à certains produits. Dans le premier cas, l'on peut citer la transparence des produits (coût total du service, compréhension du produit), les pratiques de vente parfois agressives, une documentation inadéquate ou peu compréhensible, la protection des données, les mécanismes de réclamation. Viennent ensuite les problèmes spécifiques à certains produits, comme les dépôts bancaires, les crédits bien sûr, les services de paiement, les assurances : dans tous ces produits, la question principale est celle de la transparence des frais, de l'adéquation des produits aux besoins du client. Face à ces pratiques, il convient de protéger le client / investisseur.

Ce régime de protection s'illustre dans de nombreux dispositifs législatifs dans lesquels la France a souvent été pionnière, au point que sa législation a inspiré le droit européen. Que l'on songe, sans souci d'exhaustivité, à la création d'une autorité administrative propre à assurer la surveillance des marchés et la protection de l'épargne (la COB a été la première autorité de la sorte en Europe), aux mécanismes de lutte contre le surendettement, au principe du droit au compte bancaire, au régime des clauses abusives, à celui de la protection des données per-

12. Le nouveau droit ajoute au vice de violence le cas dans lequel « une partie, abusant de l'état de dépendance dans lequel se trouve son cocontractant, obtient de lui un engagement qu'il n'aurait pas souscrit en l'absence d'une telle contrainte et en tire un avantage manifestement excessif ».

13. Le futur article 1170, d'une part, prévoit que « Toute clause qui prive de sa substance l'obligation essentielle du débiteur est réputée non écrite » (reprise de la célèbre jurisprudence dite Chronopost). D'autre part, l'article 1171 énonce que « dans un contrat d'adhésion, toute clause qui crée un déséquilibre significatif entre les droits et obligations des parties au contrat est réputée non écrite. L'appréciation du déséquilibre significatif ne porte ni sur l'objet principal du contrat ni sur l'adéquation du prix à la prestation ». Cette disposition est calquée sur le mécanisme consumériste des clauses abusives (*art. L. 132-1, C. consom.*), à ceci près que le droit commun cantonnera expressément son application aux contrats d'adhésion.

sonnelles (la CNIL a, elle aussi, été la première autorité administrative nationale), à la répression des abus de marchés (là encore la France a été pionnière avec une législation sur le délit d'initié en avance sur son temps) ou encore au régime de la protection des avoirs des clients auprès de leurs intermédiaires financiers. Tous ces mécanismes figurent aujourd'hui au niveau du droit européen, mais bien souvent leur inspiration provient du droit français.

Cette tendance à la protection conduit ainsi à reconnaître l'existence d'un ordre public financier de protection (à côté d'un ordre public de direction) avec une réglementation spécifique tendant à protéger la partie la plus faible, à savoir l'investisseur<sup>14</sup>, tout au moins lorsqu'il s'agit d'une personne non avertie ou d'un non-professionnel, qu'il s'agisse de la réglementation de l'appel public à l'épargne, de l'obligation d'information voire de conseil de l'intermédiaire financier, et de la transposition de certains mécanismes du droit de la consommation tels que le délai de réflexion et le droit de rétractation<sup>15</sup>.

Cet objectif de protection répond de plus en plus aux attentes d'une part importante des populations, surtout depuis la crise financière. Il s'agit là de la question de la « finance responsable », c'est-à-dire d'une industrie dont les produits doivent d'abord répondre aux besoins des clients et de l'économie, plutôt que des machines à commissions.

Ainsi, ce régime de protection du consommateur / investisseurs, qui a pu apparaître pendant des années comme une faiblesse du droit français, n'est-il pas en train de devenir un atout ? Pendant trop longtemps, on a cherché à attirer les investisseurs en France au motif que notre système leur était aussi favorable qu'un autre (c'est-à-dire leur offrait une liberté contractuelle totale). C'était sans compter avec notre fiscalité. Mais pourquoi ne pas faire de la France le héros / héraut de la protection du consommateur / investisseur ? À l'heure où les citoyens continuent de marquer une défiance envers les marchés financiers et leurs acteurs, alors que ceux-ci cherchent avant tout à être rassurés sur la protection de leurs avoirs auprès des intermédiaires financiers, la France n'a-t-elle pas une carte à jouer dans ce domaine ?

Sa voix serait d'autant plus crédible, que son image d'un pays protecteur est largement véhiculée par les médias internationaux.

14. A. Tehrani, *Les investisseurs protégés en droit financier*, LGDJ, Bibl. dr. entreprise, n° 88, 2015 ; C. Lombardi, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, LGDJ et Éditions Schulthess, Genève, 2012.

15. J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public*, LGDJ, bibl. dr. priv., 2007.



# Jacques Rueff : une pensée française en action<sup>1</sup>

**Edmond Alphandéry**

Ancien ministre de l'Économie

Président d'honneur du CPF

Président du Centre for European Policy Studies (CEPS)

Professeur Émérite à l'Université de Paris II

À l'occasion de cette édition de l'Année des Professions Financières consacrée à l'École Française de la Finance, qu'il me soit permis d'évoquer l'œuvre de Jacques Rueff. Celle-ci vient de faire l'objet d'un ouvrage écrit par un ancien journaliste, Gérard Minart<sup>2</sup>, qui rappelle le rôle essentiel qu'a joué Rueff à trois reprises, en 1926 sous le gouvernement Poincaré, en 1938 avec Paul Raynaud aux Finances et enfin en 1958 avec le Général de Gaulle. Jacques Rueff y a été à chaque fois l'inspirateur et parfois même le concepteur de plans de redressement de notre économie qui ont tous été de grands succès.

Le livre décrit avec clarté et précision la doctrine économique qui a inspiré durant toute sa vie les écrits et l'action de ce grand économiste français. Ses analyses reposaient sur les mécanismes des prix qu'il avait appris de Léon Walras. L'histoire de la théorie des prix qui est d'origine largement française, en tout cas dans sa formalisation mathématique, est jalonnée de noms aussi prestigieux qu'Augustin Cournot, Jules Dupuit, Léon Walras ou Gérard Debreu. Elle est revenue à la mode

- 
1. Je tiens à remercier Pierre-Henri Cassou pour avoir proposé plusieurs améliorations à ce texte dont je suis seul, naturellement, à assumer la responsabilité.
  2. G. Minart, *Jacques Rueff un libéral français*, Odile Jacob, 2016.

aux États-Unis avec l'École de Chicago alors même que l'école anglo-saxonne de la théorie de la valeur de Stanley Jevons, Alfred Marshall et John Hicks, avait fini par être supplantée par l'approche macro-économique à partir du milieu du XX<sup>e</sup> siècle, à la suite de la publication de la « théorie générale » de Keynes. En France, l'analyse micro-économique est restée vivante, notamment grâce à ceux qui sont à l'origine de l'École Française de la Finance.

Jacques Rueff a consacré une part significative de son œuvre aux problèmes monétaires, et notamment au fonctionnement du système monétaire international. On se souvient de ses critiques d'un système qui permettait aux États-Unis d'accumuler, selon sa célèbre formule, des « déficits sans pleurs ». Tout comme de l'influence que Rueff a exercée sur le Général de Gaulle qui l'a conduit, dans une célèbre conférence de presse en 1965, à prôner le retour à l'étalon-or.

Les idées de Keynes et Rueff ont eu, chacune à leur manière, une grande portée sur la conduite de la politique économique. Jacques Rueff se situait dans la pure tradition néo-classique de la valeur et de l'équilibre général, alors que dans sa « théorie générale », Keynes (qui, lui aussi, ne l'oublions pas, avait une formation « néo-classique » puisqu'il avait été le disciple d'Alfred Marshall) a mis au point une méthodologie macro-économique qui était « révolutionnaire » pour l'époque et qui a rapidement séduit les cercles économiques et politiques dans le contexte de la grande dépression des années 30, où les mécanismes de marché étaient apparemment battus en brèche et où il y avait une forte demande pour une analyse rénovée des phénomènes économiques, notamment du chômage.

Keynes et Rueff se sont bien connus. Ils s'appréciaient, débattaient entre eux et si, dans le match qui les a opposés, Keynes est finalement sorti vainqueur, en tout cas au vu de l'influence que son modèle a exercée et continue d'exercer aujourd'hui, il n'empêche que, comme on va le voir, si l'on pousse la logique des mécanismes économiques jusqu'au bout, Rueff avait souvent raison. Mais ce dernier a souffert probablement d'abord d'avoir trop longtemps épousé la thèse d'un retour à l'étalon-or qui n'était pas réaliste et ensuite d'avoir défendu, contrairement à Keynes, la thèse selon laquelle le jeu spontané des mécanismes de marché permettait de revenir à l'équilibre, y compris sur le marché de l'emploi. Il rendait ainsi l'intervention politique sur la conjoncture illusoire voire dangereuse alors que le modèle keynésien fondé sur l'équilibre macro-économique global fournissait un cadre théorique commode à une politique contracyclique ainsi qu'une justification pour agir sur le niveau de l'activité économique et, par là même, sur celui de l'emploi.

Quarante ans après la disparition de Jacques Rueff, alors que le monde a beaucoup changé, tout comme les défis auxquels nous avons à faire face, on peut se

demander si l'intérêt porté à cet économiste au demeurant exceptionnel ne relève plus que de l'histoire économique.

Il est vrai que Jacques Rueff a contribué à écrire certaines des pages les plus brillantes de notre histoire économique du XX<sup>e</sup> siècle. Tout le monde se souvient du plan Rueff de 1958 qui a jeté les bases de la prospérité de notre économie pendant les 10 ans qui ont suivi. Moins connu en revanche est le caractère prémonitoire de sa réflexion sur la construction européenne. En 1929 déjà, Jacques Rueff, alors en poste au secrétariat de la Société des Nations<sup>3</sup>, rédige une note pour Aristide Briand qui préfigure ce que sera trente ans plus tard la Communauté économique européenne.

Pour autant, ne sous-estimons pas l'intérêt des analyses de Jacques Rueff pour mieux comprendre certains problèmes qui sont aujourd'hui au cœur de nos préoccupations actuelles. J'en citerai trois : le fonctionnement de la zone euro, la question de la solidarité financière entre les pays qui en sont membres et enfin le lancinant problème du chômage, particulièrement préoccupant dans notre pays.

Il est facile de brocarder le retour à l'étalon-or dont Rueff était friand car il imposait une discipline de fer et notamment un retour automatique aux équilibres de balance des paiements. Aujourd'hui un plaidoyer en faveur de l'étalon-or ne ferait pas recette, il est intéressant cependant d'appliquer l'analyse de ses mécanismes au fonctionnement de la zone euro. Car, pour chaque pays membre, l'euro joue le rôle dans ses relations extérieures avec le reste de la zone euro, d'une monnaie avec un taux de change nominal évidemment totalement fixe puisqu'égal à l'unité : pour payer leurs importations venant du reste de la zone euro, les résidents versent des euros : le solde de la balance des paiements vis-à-vis du reste de la zone euro est réduit d'autant, la quantité de monnaie en circulation dans le pays aussi ; par suite le solde de la balance des paiements, qu'il ait pour origine des paiements courants ou des mouvements de capitaux avec le reste de la zone euro, s'accompagne d'un changement en sens inverse d'un montant équivalent, des euros en circulation dans le pays<sup>4</sup>. Appliquons les mécanismes de l'étalon-or, tels que nous les a enseignés Jacques Rueff, à la zone euro ; voyons comment s'analyse la crise de la zone euro, et situons dans ce contexte le débat entre Keynes et Rueff, à la fois sur l'équilibre monétaire et sur la balance des paiements.

Dans un modèle simplifié, quantitativiste pur, où les prix sont parfaitement flexibles à la baisse comme à la hausse, la théorie quantitative de la monnaie

3. G. Minart, *Jacques Rueff un libéral français*, *Op. cit.*, p. 76 et ss.

4. L'analogie apparaîtrait encore plus clairement si au lieu de monnaie en circulation convertible en or, ce sont dans le système d'étalon-or des pièces de monnaie en or qui circulent (même si du fait de la convertibilité or des billets, la situation est équivalente). Si la balance des paiements est déficitaire, l'or sort du pays, la circulation monétaire est réduite d'autant.

nous enseigne que le niveau des prix varie en proportion de l'évolution de la quantité de monnaie en circulation. Lorsque les entrées d'or sont supérieures aux sorties, c'est-à-dire lorsque la balance des paiements du pays est excédentaire, alors la quantité de monnaie augmente d'autant, ainsi que le niveau général des prix. Mais cette position est un équilibre instable car les prix des biens du pays étant plus élevés, celui-ci exporte moins et importe plus, le surplus de la balance des paiements va progressivement se réduire jusqu'à disparaître lorsqu'on est revenu à l'équilibre de la balance des paiements et que le stock d'or retrouve son niveau initial. Dans une zone euro (simplifiée à une économie fermée au reste du monde) qui fonctionnerait selon ce modèle quantitativiste simple, la balance des paiements des pays membres retournerait toujours à l'équilibre par le mouvement des prix et des salaires.

Les choses ne se déroulent pas ainsi pour deux raisons qui ont parfaitement été identifiées par Keynes : la première porte sur la rigidité des prix et des salaires, la seconde concerne l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt et son corollaire, les mouvements de capitaux. En d'autres termes, lorsqu'un pays membre voit sa balance des paiements devenir déficitaire comme ce fut le cas des pays périphériques de la zone euro avant la crise, la baisse de la quantité de monnaie en circulation dans ce pays s'accompagne d'un afflux de capitaux qui rétablit l'équilibre monétaire et qui permet aux pays en question de vivre avec une balance des paiements déficitaire pendant une certaine période qui dure tout le temps où les créanciers extérieurs des pays ont confiance en la capacité du pays à les rembourser. Du fait des mouvements de capitaux, un système de taux de change fixe comme celui que nous connaissons à l'intérieur de la zone euro peut ainsi s'accompagner de déséquilibres durables de balance des paiements entre les pays membres. Cependant, lorsque la confiance vis-à-vis du pays en déficit disparaît, les capitaux refluent, les taux d'intérêt montent, les prix et les salaires peuvent baisser (comme cela a été le cas en Grèce) et l'équilibre entre l'épargne et l'investissement se rétablit progressivement ainsi que son corollaire, celui de la balance des paiements courants<sup>5</sup>. Il y a donc une interaction entre le marché des biens et des services, le marché de la monnaie et celui des capitaux, par le biais de l'évolution de la balance des paiements. Dès lors que l'on sort d'une présentation quantitativiste simpliste, le fonctionnement d'un système de change fixe explique clairement les mécanismes qui ont joué tant avant la crise que lors de son déclenchement et de sa sortie<sup>6</sup>.

---

5. La France a connu elle aussi un déficit de sa balance des paiements courants pour avoir vécu au-dessus de ses moyens mais elle n'a pas subi de perte de confiance et donc ce mécanisme n'a pas joué.

6. Cette analyse est une présentation simplifiée d'un modèle que j'ai présenté à l'Université de Stanford en l'honneur de Ron McKinnon en janvier 2015 ; v. E. Alphanhéry, *Theoretical Underpinnings of the Euro Crisis*, Stanford, janv. 2015.

Mais Rueff n'a pas tort pour autant, comme cela apparaît pour la zone euro. Il a écrit de façon prémonitoire que « *l'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas* »<sup>7</sup>. En effet, lorsqu'on regarde comment fonctionne une zone monétaire comme celle des États-Unis, on constate que les États ont entre eux des balances des paiements parfois excédentaires, parfois déficitaires. Ces « déséquilibres » n'intéressent personne, tout simplement parce qu'ils sont automatiquement rééquilibrés par des mouvements de capitaux en sens inverse que permet l'existence d'un marché des capitaux unifié sur le territoire américain et si nécessaire, à plus long terme, par des transferts de facteurs de production d'un État à l'autre. Ce qui pose problème en Europe, c'est le risque de perte de confiance des investisseurs envers un pays vivant durablement au-dessus de ses moyens, qui conduit au bout d'un certain temps les investisseurs à retirer leurs capitaux du pays. La zone euro a donc besoin, pour fonctionner correctement, d'un environnement dans lequel la confiance s'instaure et se maintient dans le temps, de façon à ce que, lorsque la demande domestique est supérieure à la production, le pays ne soit pas brutalement ramené à l'équilibre de sa balance des paiements par des mécanismes économiques qui sont douloureux économiquement et socialement. Les décisions de meilleur contrôle de la politique économique des États Membres qui ont été adoptées à l'occasion de la crise (ainsi, il faut bien l'admettre, que la mise en place de la politique de *quantitative easing* de la Banque centrale européenne), ont facilité ces retours à l'équilibre. Il n'empêche que l'on ne sera parvenu à construire une *zone monétaire à part entière* (de type US) que lorsque, grâce à une suffisante centralisation de la politique économique, les balances des paiements des pays membres entre eux ne poseront plus problème car, la confiance des investisseurs étant assurée, les « risques pays » spécifiques auront disparu.

Des deux autres domaines dans lesquels le débat entre Rueff et Keynes résonne encore aujourd'hui, il y a d'abord celui des transferts.

En effet, la question de la remise de la partie de la dette publique grecque détenue par les instances communautaires fait débat entre les pays membres de la zone euro. Les autres pays membres doivent-ils ou non la prendre en charge par un geste de solidarité censé aider l'économie grecque à se redresser plus facilement ? Un tel débat a déjà eu lieu après la Première Guerre mondiale, à l'occasion des réparations imposées à l'Allemagne par les Alliés dans le Traité de Versailles. À l'époque, on se souvient que Keynes s'était fait remarquer par des prises de position radicales dans son livre « Les conséquences économiques de la paix ». Il y développait la thèse selon laquelle les réparations étaient une erreur car, pour y faire face, les Allemands devaient accumuler des excédents de balance des

7. Qu'on pourrait d'ailleurs paraphraser, au vu des événements récents, par : « l'Europe se défera par la monnaie ou elle ne se défera pas ».

paiements qui ne pouvaient que conduire à une chute de l'activité économique (d'ailleurs source de chômage), qui réduisait par suite leur capacité à faire face au règlement de ces réparations. Toute autre était la position de Jacques Rueff. Celui-ci considérait que l'amputation du pouvoir d'achat des Allemands consécutive au prélèvement nécessaire au versement des réparations devait s'accompagner d'une baisse des prix en Allemagne venant de ce que la demande domestique y devenait inférieure à la production. Cette baisse des prix devait logiquement stimuler les exportations allemandes, permettant ainsi le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements, donc le financement des réparations dont la seule limite était la capacité fiscale de l'Allemagne à faire face à ce prélèvement.

On voit bien la différence d'analyse entre Keynes et Rueff. Rueff considère que, les prix étant flexibles, l'équilibre économique se rétablit grâce à la flexibilité du niveau général des prix. Keynes en revanche, raisonne dans un contexte de rigidité des prix à la baisse : l'ajustement de l'équilibre macro-économique dans le modèle keynésien se fait en termes réels par une réduction de la production qui s'accompagne d'une augmentation du chômage. La position de Jacques Rueff, dans un modèle d'équilibre général, est théoriquement plus forte que celle de Keynes, même si politiquement Keynes l'emporte<sup>8</sup>. C'est d'ailleurs ce que l'on a constaté en Grèce où la déflation a eu un coût économique et social élevé. Les partenaires européens de la Grèce, Allemagne en tête, ont fini par en convenir : il va bien falloir accepter de prendre en charge un allègement supplémentaire significatif de la dette publique grecque.

Un débat reposant sur des fondamentaux théoriques identiques a également eu lieu entre les deux économistes sur la question du chômage. Là encore, ce qui les a opposés, c'est leur appréciation de la flexibilité des salaires et de la capacité du corps social à supporter une politique de déflation salariale. Car Jacques Rueff considérait, dans la pure tradition néo-classique, qu'il était nécessaire de laisser le marché du travail fonctionner librement et que l'évolution du taux de salaire permettait spontanément de supprimer un déséquilibre qui avait pu apparaître sur le marché du travail. Son analyse était fondée sur le jeu sans entraves des mécanismes de marché alors que, dans sa théorie générale Keynes, on le sait, prend le taux de salaire comme une donnée. Il considère que, pour réduire le chômage, il faut agir sur le niveau de la production, notamment par une baisse des taux d'intérêt conduite par les autorités monétaires à même de stimuler les investissements.

Ce débat est toujours d'actualité. Même si aujourd'hui, dans la plupart des pays,

---

8. Dans une lettre de Keynes adressée à Rueff en date de mai 1932, celui-ci lui écrit : « *Je pense que nous devons accepter comme un fait que les élasticités sur lesquelles vous comptez sont chimériques et que nous devons construire une machine qui puisse fonctionner sans s'appuyer sur elles* ». Cité par G. Minart, *Op. cit.*

on estime que la flexibilité est indispensable pour rétablir l'équilibre sur le marché du travail, il existe encore, notamment en France, des partisans du soutien de la demande, y compris par les dépenses publiques, politique que nous avons beaucoup pratiquée dans notre pays mais qui n'a pas empêché le chômage d'atteindre des niveaux beaucoup plus élevés que dans les pays dont le marché du travail est plus flexible (Allemagne, Royaume-Uni).

Quarante ans après sa disparition, il est bon de voir revenir Jacques Rueff dans notre débat public. Non seulement parce que les principes qu'il professait ont inspiré des plans dont les succès justifient que l'on s'y réfère encore aujourd'hui. Mais aussi pour une raison qui a motivé les promoteurs de cette édition de *L'Année des Professions Financières* lorsqu'ils ont choisi de mettre à l'honneur l'École Française de la Finance. Jacques Rueff nous a enseigné les vertus du retour de la confiance, de la stabilité de la monnaie et donc de la nécessité de lutter contre l'inflation, de l'importance de l'équilibre des comptes publics et des comptes extérieurs, de l'utilité pour assurer le bien-être collectif du développement des échanges, notamment avec nos partenaires extérieurs, qu'ils soient d'ailleurs commerciaux ou financiers, du respect de la propriété privée, facteur de création de valeur, de la primauté des mécanismes de prix. Tous ses préceptes constituent les fondamentaux de l'École Française de la Finance, et à ce titre, Jacques Rueff peut en être considéré comme l'un des précurseurs.



À André de Lattre

« Quand un système a fait son temps,  
de bonnes raisons ne peuvent pas plus que des sophismes  
lui rendre la vie qu'il a perdue. » Augustin Cournot

## Une vision française du système monétaire international (1922-1965)

**Daniel Deguen**

Président d'honneur du CPF  
et

**Attila Balaton**

**S**'il est vrai que Poincaré et de Gaulle ont affirmé avec force leur attachement à l'étalon-or<sup>1</sup>, ce serait caricaturer les thèses avancées avec constance par la France depuis la Conférence de Gênes que les réduire à un combat d'arrière-garde pour rétablir le culte d'une « relique barbare ».

Un demi-siècle après la conférence de presse au cours de laquelle le Général de Gaulle n'hésitait pas à glorifier l'étalon-or pour mieux dramatiser sa dénonciation sans nuances de la suprématie du dollar<sup>2</sup>, il est rafraîchissant de retrouver dans *The Economist* du 3 octobre 2015<sup>3</sup> une critique assez comparable des dangers que la domination monétaire des États-Unis fait toujours courir à l'économie mondiale.

S'inscrivant dans une ligne de pensée libérale mais pragmatique, les négociateurs français ont poursuivi avec continuité, de 1922 à 1965, en dépit des avatars de la

- 
1. Le plaidoyer le plus radical en faveur de l'étalon-or se trouve cependant sous la plume d'Alan Greenspan qui écrivait en 1966 : « En dehors de l'étalon-or, il n'existe aucun moyen de protéger l'épargne contre une confiscation par l'inflation » (*In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation... The financial policy of the welfare state requires that there is no way for the owners of wealth to protect themselves*) in « Gold and economic freedom », Ayn Rand's « Objectivist » newsletter, 1966.
  2. Conférence de presse du 4 février 1965, v. <http://www.youtube.com/watch?v=If-kRexoOVU>.
  3. « Dominant and Dangerous. As America's economic supremacy fades, the primacy of the dollar looks unsustainable », *The Economist*, Oct. 3, 2015.

situation économique et politique, des objectifs précis ; chaque fois qu'ils ont été en mesure d'exercer une influence, ils ont fait preuve d'initiative et d'imagination pour les atteindre.

Conscients que l'ordre monétaire international est, dans une large mesure, la traduction d'un rapport de forces et non le fruit d'une construction rationnelle, ils se sont en effet efforcés de faire prévaloir les avantages pour l'économie mondiale de la stabilité des taux de changes, d'une discipline collective dans la conduite des politiques économiques et d'une gestion négociée des liquidités internationales. Ces principes continuent, dans une large mesure, à inspirer l'action de la France depuis l'abandon de la convertibilité en or du dollar et l'instauration d'un régime de changes flottants. C'est pourquoi il n'est pas illégitime de parler d'une vision française du système monétaire international.

Cette vision s'explique naturellement en grande partie par l'histoire et, en particulier, par les conséquences pour notre pays des deux guerres mondiales ; elle tient aussi à la personnalité même des hommes qui ont eu à définir les positions françaises, à leurs traditions, à la formation qu'ils ont reçue et à l'influence qu'ils ont exercée.

La France, économiquement exsangue à la fin des deux guerres mondiales, ne peut prétendre à imposer ses vues sur l'ordre monétaire international ni à remettre sa monnaie sur pied d'égalité avec la livre et le dollar. Elle doit avant tout reconstruire son économie et rétablir ses finances publiques.

Elle subit avec retard mais douloureusement la crise de 1929 et la dévaluation de la livre dans l'entre-deux-guerres. Elle se résigne au Gold exchange standard et tente, à son détriment, de rétablir la convertibilité en or du franc, avant d'être emportée à son tour dans la tourmente des années 1930 et la mise en sommeil du libre-échange.

Après la deuxième guerre, elle ne peut envisager de revenir vers une économie de marché qu'après le succès du plan RUEFF en 1958. Elle redoute les conséquences pour l'économie mondiale et la liberté des échanges d'une crise du dollar comparable à celle de la livre avant-guerre. D'où son attachement aux taux de changes « fixes mais ajustables », à un ordre monétaire susceptible de remplacer les contraintes qu'exerçait, malgré tous ses défauts, l'étalon-or sur l'équilibre budgétaire et sur la balance des paiements courants.

## **1. De Gênes à Bretton Woods**

Les résolutions de la Conférence de Gênes de 1922, à laquelle ne participent pas les États-Unis, traduisent un consensus de bonnes intentions auquel la France adhère entièrement. Elle reconnaît, avec ses partenaires, que l'or constitue le seul

étalon de valeur auquel les pays participants peuvent se rallier. Les circonstances et l'inflation provoquée par l'effort de guerre ne permettent cependant pas de rétablir dans l'immédiat la pleine convertibilité et la France ne se résigne qu'avec réticence au Gold exchange standard<sup>4</sup>. Mais elle se préoccupe davantage du problème des réparations allemandes et des dettes russes que d'une grande négociation sur le système monétaire international, grande négociation qui ne sera d'ailleurs pas ouverte avant 1944. Les résolutions de Gênes en avaient cependant déjà dessiné, au-delà du Gold exchange standard, les contours possibles : création d'un « consortium », lointain ancêtre du Fonds monétaire international, mécanismes de compensation multilatérale et concertation entre banques centrales.

### Tradition libérale, expérience dirigiste

Les « grands commis » de l'État ont joué un rôle de premier plan dans l'élaboration et la défense des positions française de 1922 à 1965, en raison à la fois de la technicité du sujet et de l'instabilité gouvernementale de la troisième comme de la quatrième République. Les deux filières majeures de formation dont ils sont issus, littéraire ou scientifique, font une place modeste à l'économie, à l'instar de l'enseignement délivré à Sciences Po, axé sur les conférences dirigées par des praticiens, où les manuels de politique économique ou de science financière (Jeze, Laufenburger) éclipsent l'économie politique. À l'X, Clément Colson et son successeur, François Divisia, rénovent l'enseignement de l'économie<sup>5</sup> dans un esprit plutôt libéral, mais poursuivant la tradition de Frédéric Leplay et des ingénieurs économistes soucieux de résoudre des problèmes concrets<sup>6</sup>. Cette préoccupation est à l'origine du mouvement X-crise des années 1930 qui fournira de nombreux cadres au dirigisme du Front Populaire mais aussi au régime de Vichy. D'autres disciples de Colson, Jacques Rueff et René Roy, introduisent les mêmes approches économétriques à l'université. Cependant, les universitaires purs apparaissent en retrait durant toute la période, à de rares et brillantes exceptions près<sup>7</sup>.

Le corps de l'inspection des finances a ainsi favorisé la transmission d'un catéchisme financier d'inspiration libérale quoique teinté de relents colbertistes. Tant à la Banque de France qu'au Mouvement général des fonds puis au Trésor, les préoccupations majeures sont la lutte contre l'inflation, l'équilibre budgétaire et celui des paiements courants. La période d'économie dirigée qui s'étend de 1936 à 1960, imposée par les circonstances, si elle heurte en général ces convictions libérales, a pour effet cependant d'accroître les pouvoirs des technocrates, ce dont ceux-ci s'accommodent finalement fort bien, jusqu'au démantèlement du système<sup>8</sup> au retour du Général.

4. Qui prévoit que seuls le dollar et la livre sont convertibles en or.

5. Qui ne pèse cependant que peu dans le classement de sortie.

6. Dont l'origine remonte à l'École des Ponts, qui introduit le calcul économique dans les choix publics, la figure tutélaire étant J. Dupuit (« *De la mesure de l'utilité des travaux publics* », 1844). Il faut rappeler aussi le magistère exercé à l'École des Mines par M. Allais, qui y enseigne l'économie de 1944 à 1980.

7. Notamment A. Aftalion et Fr. Simiand.

8. Qui préside aux « Trente glorieuses ».

Après la guerre, des experts français participent activement, avec la Grande-Bretagne, à la stabilisation des cours de changes des pays de l'Est<sup>9</sup>. Le gouvernement Poincaré fait une tentative héroïque mais désastreuse pour rétablir le rôle du franc (plan de stabilisation, franc Poincaré, puis constitution d'un « bloc or »<sup>10</sup>), mais la crise de 1929 et la dévaluation de la livre sterling en 1931 rendent illusoire toute tentative de restauration d'un ordre monétaire ; en 1936, la Conférence tripartite, dont la France a pris l'initiative au moment où elle se trouve, à son tour, contrainte de dévaluer, se solde par un échec.

Deux personnalités françaises, à la tête d'institutions internationales entre 1930 et 1937, auront toutefois pris des initiatives qui, à défaut d'être adoptées, contiennent les germes d'une refondation : Paul Elbel, qui préside durant cette période la Commission économique de la SDN, sera jusqu'à sa mort l'avocat d'une monnaie de compte internationale ; Pierre Quesnay, travaillant lui aussi à la SDN de 1922 à 1926 avant de rejoindre Charles Rist comme directeur des études à la Banque de France, soutiendra le plan de coopération entre banques centrales de Montagu Norman, (« International Central Banking ») ; premier directeur général de la Banque des règlements internationaux<sup>11</sup> (BRI), il tentera en vain, et au risque d'être taxé de « romantisme financier », d'élargir sa mission pour faire de la BRI la banque centrale des banques d'émission.

## 2. De Bretton Woods au Groupe de Dix

La délégation française à Bretton Woods a un poids limité et se préoccupe davantage d'être là que de contrecarrer le compromis déjà en grande partie négocié entre le Plan WHITE et le Plan KEYNES. Elle avance toutefois un projet qui reprend dans ses grandes lignes, en l'élargissant à l'ensemble de la communauté financière, et avec le souci d'une stricte égalité entre tous les États, les idées déjà développées à la Conférence tripartite et les propositions qu'elle soumet marquent sa méfiance à l'égard des monnaies de réserve. Pierre Mendès France, Hervé Alphand<sup>12</sup>, André Istel et Robert Mosse ne peuvent toutefois manquer d'être influencés par Keynes et son projet d'une nouvelle monnaie internationale, le BANCOR. Jean de Largentaye, traducteur de la Théorie Générale puis administrateur du FMI de 1946 à 1964, sera par la suite un gardien têtu des statuts originels du Fonds ; il s'opposera en particulier longtemps à l'utilisation des ressources du FMI pour combattre les déficits de balance des paiements provoqués par des fuites de capitaux, dans la

9. À l'exemple de Charles Rist, professeur d'économie politique, expert auprès de la Société des Nations et sous-gouverneur de la Banque de France.

10. Comprenant la Belgique, la France et ses colonies, l'Italie, les Pays-Bas, la Pologne et la Suisse.

11. La BRI a été établie en 1930 dans le cadre du Plan Young réglant les modalités de paiement des indemnités de guerre imposées à l'Allemagne par le traité de Versailles (1919).

12. Le père d'H. Alphand, C. Alphand, représentait la France à la Conférence de Gênes.

droite ligne d'un attachement durable de la France au contrôle des mouvements de capitaux.

Les difficultés de la reconstruction et le Plan Marschall font toutefois passer au second plan le FMI et le dollar s'affirme comme la monnaie dominante : le Fonds ne sera pas le grand chef d'orchestre du système monétaire international mais il acquiert une autorité croissante et parvient à faire régner une relative stabilité des changes. Il apporte des concours conditionnels aux pays déficitaires et assiste le Club de Paris, dont la présidence est confiée à la France, pour rééchelonner les dettes excessives. Après Pierre-Paul Schweitzer, directeur général de 1963 à 1973, quatre autres Français seront appelés à la tête du Fonds.

---

### **Une longue marche vers la convertibilité**

La France ne s'est pas désengagée facilement du dirigisme. Ce sont les responsables restés au contact des places financières étrangères (Jean Monnet, Robert Marjolin, Bernard Clappier, Pierre-Paul Schweitzer, Jean Sadrin, Claude Pierre-Brossolette...) qui joueront un rôle déterminant dans le démantèlement d'un système bien rodé. Jusqu'au retour du Général, ils œuvrent discrètement, surmontant des désaccords parfois vifs, pour orienter leurs ministres vers la libération des échanges et la convertibilité monétaire. Le quai d'Orsay (Olivier Wormser, Jean-Pierre Brunet, Christian d'Aumale...), où officient aussi quelques inspecteurs (Hervé Alphand, Maurice Couve de Murville...), y ajoute, dans la tradition d'Aristide Briand, cette touche d'« universalisme » qui permet à la France de concilier son souci de retrouver un statut de grande puissance et son attachement à l'égalité des droits des nations. Lorsque de Gaulle revient au pouvoir, il choisit la plupart de ses conseillers économiques, officiels ou officieux, parmi ceux qui ont une expérience des finances extérieures (Jacques Rueff, Guillaume Guindey, Jean-Maxime Lévêque, André de Lattre) ou des affaires monétaires européennes (Alain Prate).

---

C'est cependant à la mise en œuvre de l'Union européenne des paiements, où Pierre Calvet représente la France et y joue un rôle majeur, que notre pays attache la plus grande importance dans les premières années de l'après-guerre. Cette institution, qui va permettre le retour au multilatéralisme et contribuera à la libération des échanges commerciaux en Europe, répond à la conception française d'un système monétaire international régulé ; elle constituera non seulement une étape décisive vers le rétablissement de la convertibilité externe des monnaies européennes mais servira de laboratoire pour la construction ultérieure du Système monétaire européen (SME) puis de l'Union monétaire<sup>13</sup>. Le retour de la livre, du deutsche mark et du franc à la convertibilité en 1957 entraînera la liquidation de l'UEP, devenue inutile.

---

13. R. Triffin notera, dès 1953, qu'il aurait suffi de peu de chose, sur le plan technique, pour que l'Union devienne la banque centrale européenne et l'unité de compte de l'UEP la monnaie unique européenne.

La BRI trouve en son rôle d'agent technique de l'UEP une raison de se perpétuer alors que les accords de Bretton Woods en avaient prévu la disparition. Constamment dirigée par un Français<sup>14</sup>, elle devient un centre de concertation entre banques centrales dont l'influence ne fera que croître au fil du temps.

La France participe ainsi de près à la gestion des institutions internationales où s'organise la coopération monétaire ; elle n'est pas pour autant en mesure de faire évoluer le système lui-même avant les années 1960. Le rétablissement de sa situation financière lui permet dès lors de jouer un rôle actif dans les négociations monétaires que la détérioration continue de la balance des paiements des États-Unis et l'irréalisme de la parité-or du dollar rendent nécessaires. C'est sans grand enthousiasme que la France participe au *pool* de l'or en 1961. Elle est en revanche très active lors de la négociation des accords généraux d'emprunt en 1964, qui auraient pu permettre aux États-Unis, s'ils l'avaient accepté, de recourir au Fonds monétaire pour financer leurs déficits dans des conditions plus saines que par l'accumulation de réserves en dollars chez leurs partenaires. À l'occasion de la réunion à Paris des suppléants du Groupe des Dix en 1964, André de Lattre croit pouvoir rallier ses collègues à trois thèses fondamentales :

- pays débiteurs et pays créditeurs se soumettront à une « discipline collective » pour corriger leurs déséquilibres de balances des paiements ;
- le dollar a « atteint ses limites naturelles » en tant que monnaie de réserve ;
- il convient en conséquence de créer un nouvel instrument de réserve<sup>15</sup> pour satisfaire les besoins futurs de liquidités supplémentaires.

L'essai ne pourra malheureusement être transformé en raison notamment du raidissement de la position américaine à la suite de l'assassinat du Président Kennedy mais aussi du scepticisme, probablement justifié, des responsables français quant à la volonté réelle des États-Unis d'accepter une quelconque discipline imposée de l'extérieur. C'est ainsi que le rapport final ne mentionne plus qu'une « surveillance multilatérale » et que la possibilité d'une « création délibérée de réserves », renvoyée à de nouvelles études, aboutit finalement à un instrument très différent des « Collective Reserve Units » : les Droits de tirage spéciaux, mi-monnaie de réserve mi-facilité de crédit.

Après 1965, la possibilité d'une réforme négociée s'estompe. La crise du sterling, la suspension de la convertibilité en or du dollar et l'instauration d'un régime de changes flottants conduisent la France et ses partenaires à s'engager sur la voie d'une construction monétaire européenne destinée à les protéger des risques

---

14. Entre 1930 et 1981.

15. La délégation française préconise une « unité de réserve collective », CRU en anglais, inspirée des travaux d'E. Bernstein et du Pr S. Posthuma, dont l'émission serait en cas de besoin décidée à l'unanimité par les Dix et répartie en fonction du montant des réserves en or de chaque pays.

d'instabilité du nouveau contexte. Les règles du SME puis de l'euro seront celles-là mêmes<sup>16</sup> que nous aurions souhaité voir inspirer une réforme du système monétaire international.

Ce rapide survol met en évidence la continuité de l'action de la France dans la recherche d'un ordre monétaire international négocié, permettant d'éliminer ou d'atténuer les risques d'instabilité de l'usage de monnaies nationales comme instruments de réserve, de ne pas abandonner aux seuls marchés la régulation des mouvements de capitaux et de faciliter la convergence des politiques économiques nationales. Plus pragmatique que théorique, cette approche s'explique dans une large mesure par l'expérience et la formation des responsables français qui les a conduits, dans ce domaine comme dans bien d'autres, à rester à distance aussi bien d'un libéralisme débridé que d'un dirigisme dogmatique. En quête d'un système monétaire idéal qui, à l'instar de l'étalon or, imposerait au corps politique le respect des grands équilibres, les hauts fonctionnaires français n'ont pas obtenu, sans doute, la réforme d'ensemble qu'ils appelaient de leurs vœux ; ils ont en revanche joué un rôle majeur dans la vie des institutions internationales pour gérer au mieux un monde imparfait, gardant toujours « pour Dieu sait quand, le roseau vert entre les dents »<sup>17</sup>.

---

16. Les « critères de Maastricht » ne diffèrent guère de ceux qui ont assuré la solidité de la Zone franc depuis 1945.

17. É. Verhaeren, *Le passeur d'eau*.



# D'hier à demain, vers un nouvel ordre monétaire international pour une contribution française

**Michel Camdessus**

Ancien Directeur général  
Fonds monétaire international (FMI)

La France a constamment porté un profond intérêt au système monétaire international. Elle a été un acteur essentiel des débats de l'entre-deux-guerres. Elle était présente, à travers une délégation présidée par Pierre Mendès France, à la conférence de Bretton Woods. On se souvient enfin des débats déclenchés dans les années 1960 par la remise en cause de « l'exorbitant privilège du dollar » par le Général de Gaulle. La France avait alors proposé d'ajouter un système de crédits basés sur l'or pour répondre aux besoins objectifs de liquidités de l'économie mondiale sans avoir à compter sur le déficit extérieur américain pour y pourvoir. Il s'agissait du CRU (*Collective Reserve Unit*), créé de façon multilatéral<sup>1</sup>.

Finalement, l'idée d'un droit de tirage spécial (DTS) a été retenue et cet instrument a été confié au Fonds monétaire international, sans qu'il puisse connaître jusqu'à ce jour le statut de principal actif de réserve mondiale auquel il était destiné.

Aujourd'hui, le monde s'approche du dixième anniversaire du déclenchement de la crise mondiale la plus grave qu'il ait connue depuis celle de 1929. Ses ravages ont amené la communauté internationale à entreprendre dans le cadre du G20 d'importantes réformes pour tenter de rétablir la stabilité du système monétaire international. Ce travail demeure loin d'être achevé alors même que de nouveaux

---

1. M. V. Giscard d'Estaing a évoqué pour la *Revue d'Économie Financière*, à l'occasion du cinquantième des accords de Bretton Woods, une suggestion embarrassante du Général de Gaulle à son ministre des Finances : « Il me suggéra d'envoyer le croiseur Colbert à New York charger notre or en le réclamant aux Américains. Vous imaginez l'effet produit par l'arrivée de ce navire de guerre... Heureusement, nous avons pu ne pas donner suite. »

soubresauts des marchés peuvent faire craindre pire : non plus des répliques lointaines des événements de 2007-2008 mais une nouvelle crise qui, une fois de plus, trouverait ses origines dans une situation difficilement maîtrisable d'hyperliquidité de l'économie mondiale.

Une relance des travaux du G20 s'impose donc d'autant plus que, simultanément et inexorablement, l'émergence spectaculaire de nouvelles économies nous annonce pour la décennie qui vient une nouvelle configuration de l'économie monétaire internationale. Il est donc urgent de s'interroger sur quelles bases solides établir le système radicalement nouveau qui devrait être mis en place. La France, fidèle à ses traditions, voudra prendre toute sa part aux débats qui devront s'ouvrir bientôt. Il y va de la sauvegarde durable de ce bien public qu'est la stabilité du système monétaire et financier mondial. Compte tenu des travaux déjà accomplis et des changements tectoniques en cours à l'échelle du monde, on peut imaginer que nous sommes à la veille d'un processus de négociations s'étageant sur trois étapes. Il portera probablement, en un premier temps, sur quelques mesures déjà bien identifiées permettant au Fonds monétaire international (FMI) de mieux répondre aux nécessités actuelles. La seconde étape, aussi contemporaine que possible de la première, devrait être consacrée à la recherche d'un dispositif fiable de régulation de la liquidité mondiale, une fois de plus au cœur des débats. La troisième – peut-être à l'occasion d'un nouveau Bretton Woods – devrait parachever la réforme du système en s'acheminant, à partir de la transformation du FMI, vers une véritable institution monétaire globale.

## 1. Le FMI face à ses responsabilités d'aujourd'hui

La première étape est évidente : elle devrait consister à mieux adapter le FMI aux responsabilités que le monde, au fil des crises des dernières décennies, lui a déjà assignées, sans toujours lui donner les moyens nécessaires à leur exercice.

Un ensemble assez complet de suggestions a été formulé à cet égard, en 2010-2011, par l'Initiative du Palais-Royal<sup>2</sup>. Leur prise en considération par le G20 coïncidant malheureusement avec le déclenchement de la crise de la dette souveraine en Europe, ces suggestions n'ont été que très partiellement mises en œuvre. Pour l'essentiel, trois grands chantiers restent ouverts :

- l'adaptation des méthodes traditionnelles de surveillance du Fonds et de ses instruments aux problèmes d'aujourd'hui, y compris la volatilité des taux de change ;

2. On se souvient que fin 2010, à l'initiative de T. Padoa-Schioppa (†), d'A. Lamfalussy (†) et de l'auteur de ces lignes, un groupe des principaux acteurs des grands débats monétaires antérieurs s'est réuni à Paris, à titre informel, pour présenter au G20 une « approche coopérative » de la réforme du système monétaire international pour le XXI<sup>e</sup> siècle. On peut consulter son rapport sur [http://global-currencies.org/smi/fr/telechar/articles/pdf/Rapport\\_Camdessus-integral.pdf](http://global-currencies.org/smi/fr/telechar/articles/pdf/Rapport_Camdessus-integral.pdf).

- le renforcement de sa légitimité et de sa gouvernance ;
- la prise en compte des nouvelles dimensions du problème de la liquidité mondiale et la rénovation du DTS.

Derrière chacune de ces têtes de chapitres, un problème majeur reste sans solution.

La surveillance – on l’ignore trop souvent – est, avant même la réponse aux crises, la tâche première du FMI. Elle s’exerce avec efficacité sur les pays – en général en développement ou émergents – qui dépendent ou risquent de dépendre du FMI pour leur financement. Si ses conclusions sont loin d’être ignorées par les autres, elles ne sont que très inégalement prises en compte par les pays qui, trouvant facilement leur financement sur les marchés, ignorent les remarques formulées par le FMI au nom de ses responsabilités globales. On en vient ainsi à une situation déplorable : ce sont les pays dont l’influence est la plus grande sur l’environnement global qui se déroberont souvent à l’influence de l’institution chargée de veiller aux équilibres fondamentaux de l’économie mondiale. L’Initiative du Palais-Royal a appelé à un changement copernicien en ce domaine. Il n’est pour l’instant que très partiellement amorcé. Il a recommandé aussi d’utiliser des indicateurs fondés sur les données macroéconomiques pour identifier les degrés d’instabilité et de désajustement sur les marchés des changes et inviter les pays en cause à adapter leurs politiques en conséquence.

On le sait parfaitement aussi depuis la crise mexicaine de 1994-1995 : les mouvements de capitaux sont, désormais – au moins autant que les variables monétaires – des déterminants essentiels de la stabilité du système mondial. Comme la communauté mondiale l’avait unanimement reconnu lors des assemblées du FMI et de la Banque mondiale à Hong Kong en 1997, il convient donc de donner au FMI un pouvoir de surveillance des mouvements des balances des capitaux analogue à celui qu’il exerce sur les balances courantes. Pour l’instant cependant, aucune majorité suffisante n’a pu se former sur ce point. Quelles que soient les tentatives de pourvoir à cette surveillance par la concertation des principaux acteurs à travers le *Financial Stability Board* ou le G20 lui-même, le monde reste en ce domaine gravement vulnérable. La même situation se retrouve en matière de dette souveraine, faute d’accord concernant un mécanisme de résolution parfaitement fiable.

Sur ces divers points, beaucoup reste donc à faire.

## **2. Le renforcement de la légitimité et de la gouvernance du FMI**

Alors que le G8 et le G20 n’ont cessé de confier au FMI de nouvelles responsabilités, ils n’ont que très timidement répondu aux critiques sans cesse répétées des pays en développement ou de la société civile devant la prétendue insuffisance

de la légitimité démocratique de cette institution. La réponse statutaire à ce problème se trouve dans la révision périodique des quotes-parts. Elle devrait permettre d'ajuster, selon des méthodes complexes et toujours discutables, les quotas des pays, leur représentation au Conseil d'administration et leur pouvoir de vote à l'évolution changeante de leur poids respectif dans l'économie mondiale. Le processus est cependant sujet à d'inacceptables retards. Ainsi, une révision partielle des quotes-parts a été adoptée en 2010 lors du Sommet du G20 à Séoul. Sa ratification par le Congrès des États-Unis a été constamment reportée et ce n'est qu'en décembre 2015 qu'elle l'a finalement été. La Chine, par exemple, avec un poids économique dépassant 10 % du PIB mondial, n'a disposé jusqu'ici que de 3,8 % de pouvoir de vote et l'évolution de l'économie mondiale entre-temps a déjà rendu insuffisante sa nouvelle quote-part. Même si la plupart des décisions du FMI sont adoptées par voie de consensus, cette situation nuit gravement à la légitimité et à l'image de l'institution. Les procédures en usage en la matière devraient donc être rendues plus expéditives.

Dans un monde où les transactions monétaires et financières prennent une importance centrale et où la dimension politique des questions économiques est essentielle, il est grand temps aussi de mettre en vigueur une réforme décidée en son principe lors des Accords de la Jamaïque, mais jusqu'ici renvoyée aux calendes, consistant à confier le pouvoir de décision ultime au FMI non plus à son Conseil d'administration, instance technique composée de hauts fonctionnaires, mais à un Collège où siègeraient ministres et gouverneurs de banques centrales. Cette réforme aurait le mérite de placer officiellement les responsabilités entre les mains des décideurs ultimes et de mieux reconnaître le rôle que les gouverneurs de banques centrales doivent jouer dans l'institution.

Un autre problème d'une importance majeure demeure enfin dans l'univers des non-dits : c'est celui de la légitimité du G20 lui-même qui s'est établi comme l'instance mondiale ultime d'orientation de l'économie globale. Il a joué pendant la crise un rôle fort utile, mais sa légitimité demeure elle aussi insuffisante. En effet, seuls quelque 40 pays, en tenant compte de la présence de l'Union européenne, y sont, vaille que vaille, représentés, alors que 205 pays sont membres des Nations unies. Pour que le G20 puisse adopter des recommandations ou des règles applicables partout, il est donc nécessaire de réformer sa composition sur le modèle par exemple des institutions de Bretton Woods et de leurs circonscriptions régionales ; ceci permettrait à tous les pays du monde qui y seraient représentés par rotation d'avoir leur mot à dire sur des décisions qui les concernent au premier chef.

### **3. La recherche d'un dispositif fiable de régulation de la liquidité mondiale**

Il faut le dire carrément : en raison peut-être de la difficulté des questions sous-jacentes auxquelles nul ne semble prêt à répondre, les problèmes soulevés par les liquidités mondiales sont restés sans réponse depuis les grands débats que Robert Triffin puis le Général de Gaulle avaient su déclencher dans les années 1960. Ces discussions avaient trouvé leur point de départ dans la mise en évidence par Triffin du dilemme de l'émetteur de la monnaie dominant le système mondial. À l'heure où elle détermine le volume d'émission de sa monnaie, cette banque centrale – aujourd'hui la FED évidemment – aura tendance à ne prendre en compte que les besoins de son économie nationale, quels que soient les besoins de l'économie mondiale. Comme il n'existe aucune harmonie préétablie entre les besoins de l'économie nationale intéressée – au cas particulier, les États-Unis – et ceux de l'économie mondiale, on se trouvera toujours, sauf dans quelques circonstances privilégiées, dans une situation mondiale d'excès ou d'insuffisance de liquidités. Un actif complémentaire créé ou épongé par une institution mondiale est donc apparu nécessaire. Au terme de longs débats, les négociations ont été conclues par la création du DTS destiné à pallier les insuffisances d'un système trop étroitement dépendant des fluctuations de la balance des paiements des États-Unis. La communauté mondiale avait même inscrit à l'Article 8 des statuts du FMI l'engagement de chacun de ses membres de « faire du DTS le principal instrument de réserve du système monétaire international ». Un changement radical de conjoncture au début des années 1970 et une succession d'événements tels que le développement du marché de l'euro-dollar, le choc pétrolier, la dévaluation du dollar et les accords de la Jamaïque, ont fait quasiment du DTS un actif mort-né, à l'exception de la spectaculaire allocation de 250 milliards de dollars à laquelle la crise a donné lieu en 2009. Entre-temps, différentes tentatives de relancer les discussions autour de la réforme du système monétaire (projet de création d'un compte de substitution, accords du Plaza et du Louvre, etc.) avaient fait long feu.

À la demande cependant du groupe du Palais-Royal, la question des liquidités a fait l'objet d'une nouvelle tentative d'analyse par un groupe d'experts présidé à la Banque des règlements internationaux par M. Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France. Les remarquables travaux de ce groupe ont éclairé cette question d'une lumière nouvelle qui a rendu plus évidente la nécessité de rouvrir ces discussions au niveau le plus élevé. Depuis les années 1970 en effet, le problème a changé de nature. Pendant les premières décennies (1960-1980), le volume de la liquidité mondiale a continué d'être déterminé par les fluctuations de la balance des paiements des États-Unis. Progressivement cependant, les flux de capitaux privés sur les marchés internationaux ont pris le relais du solde des

paiements américains. Ils sont devenus les acteurs majeurs, hors de toute régulation, de la création de liquidités mondiales. Le monde se trouve ainsi soumis aujourd'hui à des fluctuations doublement capricieuses de ces liquidités :

- celles de la balance des paiements américaine, même si la FED manifeste sa volonté maintenant de prendre en compte, à l'intérieur de ses contraintes statutaires, la situation conjoncturelle internationale<sup>3</sup> dans la définition de sa politique monétaire ;
- beaucoup plus importantes, celles des mouvements internationaux de capitaux dont le rôle, à l'origine de la dernière crise, a été essentiel.

Une telle situation crée pour la communauté mondiale l'obligation d'adopter les dispositions nécessaires pour parvenir à maîtriser ces mouvements. En l'absence d'un tel dispositif, le monde continuerait de vivre sous l'épée de Damoclès d'un assèchement soudain des flux de capitaux ou de leur accélération désordonnée, sans qu'aucune instance de régulation ne soit investie de la responsabilité d'en assurer la régulation. Nous sommes ainsi conduits au seuil d'une réflexion fondamentale : quelles initiatives envisager pour que les mêmes causes ne créent plus les mêmes effets et pour que ce risque majeur d'instabilité ne vienne pas s'ajouter à tant de préoccupations de nos contemporains devant l'avenir ? Deux types de dispositions semblent s'imposer.

La première devrait aller de soi. Elle pourrait consister à créer un groupe de très haut niveau de surveillance des liquidités globales. Il faudrait pour cela inviter un groupe de gouverneurs de banques centrales à faire rapport périodiquement – tous les six mois par exemple – au Comité ministériel monétaire et financier du FMI. Ce comité qui est l'ancien Comité Intérimaire, devrait devenir le Collège évoqué ci-dessus et l'instance ministérielle du G20 et porter la responsabilité ultime de ce réglage de la liquidité mondiale. Le groupe des gouverneurs chargés de ce suivi pourrait être utilement composé par les gouverneurs de banques centrales des pays dont les monnaies figurent dans le paquet des monnaies du DTS, y compris, désormais, le renminbi et ultérieurement, probablement, la roupie indienne.

Changeant ainsi de dimension, le DTS devrait aussi être profondément rénové et – c'est la deuxième disposition – jouer le rôle d'instrument de régulation auquel il était appelé à l'origine. Il est urgent aujourd'hui de rendre sa validité à cet engagement et d'utiliser pleinement le potentiel de cet instrument en donnant aux gestionnaires du système le pouvoir d'y recourir dans le cadre d'un dispositif beaucoup plus souple que celui prévu par les textes actuels. D'excellentes suggestions existent à ce propos. Elles ont été formulées récemment par les experts réunis par la Fondation Triffin. Il est proposé, en particulier, que toutes les mesures

---

3. . La portée effective de cette disponibilité reste à déterminer.

nécessaires soient prises pour que de nouveaux DTS puissent être rapidement émis si nécessaire et tout aussi rapidement épongés en cas de menace de surliquidités. Il conviendrait surtout d'abandonner sa définition bancaire actuelle pour lui donner un statut monétaire de plein exercice et de modifier le système irrationnel d'allocations qui consiste à allouer les DTS supplémentaires aux pays qui en ont le moins besoin. Au passage, il pourrait être décidé de changer son nom qui reflète si mal le rôle qu'il peut être appelé à jouer.

Avec l'adoption de ces mesures, un grand pas en avant aura été opéré dans la modernisation du système actuel. Il sera grand temps alors d'entreprendre le troisième stade de sa réforme. En effet, à la suite d'une évolution du système déjà évidente aujourd'hui, nous serons en présence dès la prochaine décennie d'un nouvel univers monétaire multipolaire, très différent évidemment de celui qu'avait tenté d'organiser la conférence de Bretton Woods. Ceci rendra très probablement nécessaire une nouvelle négociation aussi ambitieuse que celle que les « Pères fondateurs » des institutions de Bretton Woods avaient eu le courage d'entreprendre dès la fin de la Seconde Guerre mondiale.

#### **4. Vers un nouveau Bretton Woods ?**

En concluant leurs travaux, au cœur de la dernière grande crise, les membres de l'Initiative du Palais-Royal nous avaient clairement prévenus, je le cite :

« La crise a ouvert, et même accéléré, une transition vers un monde nouveau où les économies émergentes jouent un rôle important pour la croissance mondiale, au même rang que les économies avancées ; il s'agit d'un monde fondamentalement multipolaire et dans lequel les problèmes monétaires devront être traités en coopération. Le système monétaire international issu de la réforme à laquelle nous aspirons doit préserver les gains des soixante-cinq dernières années, sans se laisser entraîner à la même instabilité. Il s'agit d'un système qui préserve la liberté des échanges commerciaux et des paiements courants et qui permette un meilleur partage des bénéfices liés à une mondialisation financière convenablement régulée. Il s'agit d'un système dans lequel tous les pays reconnaissent leur part de responsabilités pour la stabilité mondiale et acceptent que les objectifs nationaux à court terme puissent, le cas échéant, être subordonnés à l'intérêt commun. La coopération internationale est, dans le long terme, un élément indispensable de la recherche de la prospérité au niveau national. Pour cette raison, chaque pays devrait faire preuve d'un sens renouvelé de responsabilité et de discipline envers le système dans son ensemble. Les chances de l'instauration d'un véritable ordre monétaire international se trouvent ici en jeu. »

Cette invitation pour pressantes qu'en soient les raisons, se heurte cependant à beaucoup d'indifférence, d'hésitations ou de réticences de la part de bien des acteurs. Ils y voient des risques d'échecs ou de susciter une instabilité supplémentaire. Ils ont peine à percevoir les chances qui s'y attachent.

Or, il s'agit bien de chances et en particulier de celle de disposer, au plan multilatéral, d'un prêteur de dernier ressort moins sujet aux caprices de telle ou telle autorité nationale qu'un dispositif de *swaps* entre banques centrales. La mission de conduire ce changement appartiendra à des responsables conscients du fait que, dans un monde qui se resserre chaque jour davantage sur lui-même, la stabilité du système monétaire international est un bien public global plus important que jamais, un bien toujours menacé et qui ne peut être préservé que par une coopération multilatérale sensiblement plus étroite des membres du système. À un moment où une monnaie – longtemps considérée comme d'importance secondaire, le renminbi – pourrait remettre en cause l'hégémonie du dollar, il leur reviendra d'organiser la transition vers un système de gestion monétaire du monde authentiquement coopératif. Non seulement ce nouveau dispositif pourrait éviter au monde les aléas d'un conflit pour l'hégémonie entre les principales monnaies, mais il serait à même d'assurer une régulation satisfaisante des liquidités mondiales. Celle-ci a été abandonnée depuis longtemps aux caprices des fluctuations de la production des mines d'or, puis de la balance des paiements de l'économie dominante, enfin des flux internationaux de capitaux. Il est temps qu'elle soit effectivement assurée par une institution mandatée à cet effet par la communauté mondiale tout entière. On est ainsi amené à envisager la réunion d'une conférence mondiale s'apparentant à un nouveau Bretton Woods, chargée de mettre en place cette institution et de la doter de l'instrument monétaire nécessaire à cette fin. Elle devra pour cela modifier quelques articles essentiels des statuts du FMI. Elle devra être préparée avec le plus grand soin. Quelques mesures préliminaires pourraient manifester l'intention des principales puissances monétaires de la mener à bien. La tâche sera longue sans aucun doute. Même si la nouvelle institution est construite, comme il serait raisonnable de le faire, sur les bases d'un FMI rénové selon les recommandations de l'Initiative du Palais-Royal, les négociations supplémentaires nécessaires devraient être lancées à temps pour que le nouveau dispositif puisse être opérationnel dans le courant des années 2020. Il importerait donc d'arrêter sans tarder l'agenda de cette négociation. Il pourrait consister à :

- 1) Mener à leur terme les négociations encore en cours sur la rénovation du FMI.
- 2) Conclure les travaux conduits parallèlement en ce qui concerne les autres organisations participant à la gouvernance monétaire, financière et économique mondiale (Banque mondiale, Organisation mondiale du commerce (OMC), etc.).
- 3) Organiser la nouvelle fonction de régulation monétaire, confiée à un FMI évoluant vers un statut de banque centrale globale.

Le monde vers lequel nous allons sera dominé non plus par une grande puissance hégémonique, mais par plusieurs pôles monétaires de nature continentale. Pour que dans un tel contexte les relations monétaires internationales se développent le plus harmonieusement possible, il est évidemment indispensable que ses structures centrales soient légitimes et dotées des instruments juridiques et financiers nécessaires. Ainsi adapté à son temps, le système monétaire international pourrait mieux remplir son rôle et contribuer à créer de meilleures conditions pour que la communauté mondiale puisse parvenir, malgré tous les obstacles qu'elle rencontre (conflits, inégalités, changement climatique, etc.), à un développement assis sur des bases plus stables, et donc véritablement durable.



PARTIE 2

---

UNE TRADITION  
DE RESPONSABILITÉ  
ET D'ÉTHIQUE



# Les spécificités françaises de l'éthique en finance

**Arthur Cohen<sup>1</sup>**

Agrégé de philosophie,  
Président directeur général des Éditions Hermann  
Partner de l'Agence Activ'Com

À l'heure où la notion de globalisation s'impose et où la finance, encore incriminée pour la crise de 2008, est dite apatride ou mondialisée, la volonté de définir une « École française de la finance » étonne. Les places de marché ne sont-elles pas interconnectées ? La plupart des instances de réglementation ou de régulation ne sont-elles pas devenues supranationales (la Commission européenne) ou internationales (le *Basel Committee of Banking Supervision*) ? Les grands groupes financiers ne sont-ils pas le plus souvent multinationaux ? Les professionnels du secteur ne sont-ils pas eux-mêmes nomades, se formant ici ou là, dans nos grandes écoles ou dans les prestigieuses universités de l'Ivy League, et exerçant ensuite leur profession pour le compte des mieux offrants, quel que soit le pays où ils se voient affectés ? Notre étonnement serait, à n'en pas douter, partagé par le précédent maire de Londres qui répétait à l'envi, compte tenu du grand nombre de salariés français à la City, qu'il était à la tête de « la 6<sup>e</sup> ville de France ». La finance semble à ce point déracinée que le candidat Hollande l'assimilait, lors de son célèbre discours du Bourget, à un « monde » parallèle, « sans nom ni visage, sans foi ni loi », « capable de menacer des États » et de « déplacer des sommes d'argent vertigineuses » en « une fraction de seconde ».

Dans ce contexte, quel sens cela fait-il d'évoquer une « École française de la finance » ? N'est-on pas en droit de s'interroger sur le caractère quelque peu anachronique de cette formulation inattendue et de refuser cette suggestion, plus ou moins explicite, d'étendre le poncif de l'« exception française » aux pratiques financières ? Après la gastronomie, le cinéma, les livres, les arts vivants, la haute couture... est-ce maintenant le tour de la finance ?

---

1. Il est aussi chroniqueur (Ecoréseau Business) et auteur du rapport *Éthique et Finance* (déposé aux Nations Unies en juin 2014).

Revendiquer une exception me semble un trait très français : peu d'autres cultures tiennent à ce point à leur singularité, à leur unicité, à leur particularité et les chérissent autant. Si en France, la question de l'identité est problématique<sup>2</sup>, celle de l'originalité ne souffre aucune polémique ; et tout y fait exception : le marché du livre n'est pas un marché comme un autre ; chaque terroir est unique et n'est semblable à aucun ; chaque création est originale et affranchie de l'influence des modes... Pour nos compatriotes, le rejet du conformisme est si violent, que lorsqu'il s'agit de vérifier une quelconque conformité (y compris à des textes réglementaires), nous préférons utiliser un anglicisme (*compliance*) pour préserver la sensibilité des salariés qui s'y appliquent.

Inutile de souligner plus avant ma forte suspicion initiale avant de réfléchir à la question des spécificités éthiques de la finance française : de quel droit la France pourrait-elle se prétendre une exception éthique dans ce « monde » financier ?

Toutefois, s'il ne m'a pas paru légitime de réserver le monopole de l'éthique à la finance française, il ne m'a pas semblé pour autant impossible de rechercher quelles seraient les spécificités françaises des comportements et des conceptions éthiques dans les activités financières. Cette visée semble d'ailleurs se justifier conceptuellement en adoptant une perspective de recherche inspirée de la théorie de la régulation : si les évolutions des formes ou des modèles de capitalisme peuvent s'interpréter à partir de configurations institutionnelles, pourquoi la compréhension de l'éthique dans l'industrie financière y ferait-elle exception ? Y a-t-il donc une configuration spécifiquement française et, si tel est le cas, comment la définir ?

Tout d'abord, il convient de distinguer l'éthique de la morale, même si, dans le langage ordinaire, ces mots sont souvent perçus comme interchangeables et synonymes :

« Faut-il faire une distinction entre morale et éthique ? À vrai dire, rien dans l'étymologie ou dans l'histoire de l'emploi des mots ne l'impose : l'un vient du latin, l'autre du grec ancien, et les deux renvoient à l'idée de *mœurs* (*ethos, mores*). On peut toutefois discerner une nuance, selon que l'on met l'accent sur ce qui est estimé bon ou sur ce qui s'impose comme obligatoire. C'est par convention que je réserverai le terme d'« éthique » pour la visée d'une vie accomplie sous le signe des actions estimées bonnes, et celui de « morale » pour le côté obligatoire, marqué par des normes, des obligations, des interdictions caractérisées à la fois par une exigence d'universalité et par un effet de contrainte. On reconnaîtra aisément

---

2. C'est, pourrait-on penser, un marronnier politique, qui revient régulièrement sous une forme ou sous une autre. Sa modalité la plus actuelle est à l'œuvre dans le débat sur la question de la déchéance de nationalité pour les citoyens bi-nationaux. Si les Français peinent à penser leur identité, ils n'ont aucun mal à clamer leur originalité.

dans la distinction entre visée de la vie bonne et obéissance aux normes l'opposition entre deux héritages : l'héritage aristotélicien, où l'éthique est caractérisée par sa perspective téléologique (de *telos*, signifiant " fin " ) ; et un héritage kantien, où la morale est définie par le caractère d'obligation de la norme, donc par un point de vue déontologique (déontologique signifiant précisément " devoir "). »

P. Ricœur, *Soi-même comme un autre* (Le Seuil, 1990, p. 256).

La morale est un système de normes idéologiques socialement reconnues et valorisées par une communauté donnée, répondant souvent à un code binaire (juste/injuste, bien/mal) ; l'éthique est, quant à elle, une modalité rationnelle du questionnement philosophique sur les usages, les normes et les valeurs en vigueur dans les diverses activités humaines et qui se reflètent dans les comportements individuels ou collectifs<sup>3</sup>. L'éthique examine ainsi rationnellement les principes qui guident les activités humaines et les procédures ou modes opératoires que les différents acteurs conçoivent et mettent en place pour s'y conformer. La morale a de fait une part d'arbitraire et de contingent, et ses prescriptions ou proscriptions fluctuent d'une société à l'autre : même lorsqu'elle prétend à l'universel, la morale préserve en elle une part de relatif. En revanche, du fait de sa nature rationnelle et réflexive, l'éthique a une vocation universelle et s'intéresse aux processus opératoires des activités humaines, comme le souligne John Hendry :

« By "ethics" I shall generally refer to the philosophical question as to how people should live, including how they should behave to themselves and others, what rules or principles they should apply, etc. By "morality" I shall generally refer [...] to a system of norms that actually prevails in any given society, together with the socially accepted justifications of these and the attendant structures of blame, etc. So to say that an action is *moral* or *immoral* is to judge it according to the prevailing norms of a society. To say that it is *ethical* or *unethical* is to judge it – and, at the same time, to judge those norms – on the basis of critical philosophical reasoning. This distinction reflects the ways in which everyday language does in fact distinguish morality from ethics. If we want to describe a person, an institution or a society as one whose behavior we approve of, perhaps because it differs from that prevailing elsewhere, we might call them *moral* but will generally use the word "*ethical*." However, if we want to describe a society as one in which the actual norms (whatever they are) are particularly strong or strongly enforced, we call it *moralistic*, and we describe someone who gives frequent or insistent voice to those social norms as *moralizing* or a *moralizer*. »

J. Hendry, *Ethics and Finance, an Introduction* (Cambridge University Press, 2013, pp. 52-53).

3. V. E. Morin, *L'éthique* (6<sup>e</sup> T. de *La Méthode*, coffret en deux vol., Le Seuil, 2008).

Autrement dit, pour reprendre la terminologie d'Herbert Simon<sup>4</sup>, tandis que la morale est par essence « substantive », c'est-à-dire qu'elle impose un contenu positif (pour les prescriptions) ou négatif (pour les proscriptions) toujours clairement défini au préalable, l'éthique est, quant à elle, de nature « procédurale » : elle s'intéresse d'abord et avant tout à la méthode et au processus mis en place pour aborder un problème, de son identification jusqu'à sa résolution.

Cette distinction conceptuelle, à propos de laquelle la plupart des penseurs occidentaux semblent d'accord, permet de différencier la compréhension française de l'éthique de celles qui, tout en se prétendant « éthiques », reposent sur un fondement normatif préalablement institué et non remis en question ; comme c'est le cas par exemple des éthiques d'inspiration religieuse ou idéologique. Si, trop souvent, l'expression « finance éthique » est utilisée pour qualifier la finance islamique, ce n'est que par un abus de langage. Certes l'interdiction de la *riba*, du prêt à intérêt, a des implications éthiques, mais son essence est morale au sens où la finance musulmane, comme toutes les autres finances religieuses, ne questionne pas les normes qui la fondent. Signalons au passage qu'il en est de même pour les finances dites solidaires, citoyennes, vertes, durables, socialement responsables... Si le raisonnement éthique en finance peut aboutir à valider certaines considérations ou certains partis pris, la démarche n'est pas la même : dans un cas, le prisme en faveur, par exemple, de l'environnement est posé comme un axiome ; dans le second, il n'est au mieux qu'une conséquence logique déduite des comportements éthiques.

Ce caractère amoral de l'éthique (reconnu par la plupart des penseurs et des praticiens occidentaux) me semble être une composante essentielle de la compréhension française de l'éthique. Pour un Français, l'éthique est areligieuse : elle ne repose pas sur une foi préalable, un dogme ; elle excède les croyances particulières et réunit tous les acteurs devant leurs obligations. Républicaine par construction, elle s'impose à tous, sans considération aucune pour leurs croyances particulières. Elle est aveugle aux spécificités (fidéistes, ethniques, communautaires). Telle que les Français la comprennent, l'éthique est laïque. En ce sens, la distinction wébérienne<sup>5</sup> des éthiques de conviction et de responsabilité ne fait aucun sens pour

4. « From Substantive to Procedural Rationality », in *Method and Appraisal in Economics*, Latsis Editor, 1976.

5. « [...] toute activité orientée selon l'éthique peut être subordonnée à deux maximes totalement différentes et irréductiblement opposées. Elle peut s'orienter selon l'éthique de la responsabilité ou selon l'éthique de la conviction. Cela ne veut pas dire que l'éthique de conviction est identique à l'absence de responsabilité et l'éthique de responsabilité à l'absence de conviction. Il n'en est évidemment pas question. Toutefois il y a une opposition abyssale entre l'attitude de celui qui agit selon les maximes de l'éthique de conviction – dans un langage religieux nous dirions : “ Le Chrétien fait son devoir et en ce qui concerne le résultat de l'action il s'en remet à Dieu ” – et l'attitude de celui qui agit selon l'éthique de responsabilité qui dit : “ Nous devons répondre des conséquences prévisibles de nos actes ”. », M. Weber, *Le Savant et le politique*, UGE, 1963, p. 142.

un Français : la démarche même de l'éthique n'admet pas de convictions en son fondement. Ou plutôt, elle se doit de les transcender, de les assujettir toutes : les convictions religieuses et idéologiques passent après et ne sont tolérées (ou valorisées) que dans la mesure où elles lui sont compatibles.

Cette tendance laïciste est en France poussée à l'extrême. Dans d'autres pays occidentaux, où la laïcité n'occupe pas la même place dans l'échelle des valeurs, les principes moraux, religieux ou idéologiques sont moins décriés, moins dévalorisés. L'agence de notation américaine Standard & Poor's a ainsi créé en juillet 2015 un indice consacré aux seules entreprises qui respectent les valeurs édictées par la conférence des évêques américains (le S&P 500 *Catholic Values Index*). En France, même s'il existe des fonds catholiques d'investissement (comme Proclero), le poids de la finance chrétienne est minime de nos jours et très peu de Français affirmeraient que les valeurs catholiques sont plus éthiques que d'autres qui, athées, respecteraient des critères éthiques objectifs semblables (privilegiant l'investissement dans des entreprises dont les produits ou services contribuent à l'épanouissement de la personne humaine ou qui se distinguent par une gouvernance et des principes managériaux éthiques).

Cette radicalité du laïcisme français s'explique peut-être par le fait qu'en France, les travaux en éthique appliquée sont relativement cloisonnés des recherches en méta-éthique. Contrairement au Canada, par exemple, où l'éthique appliquée est enseignée depuis une trentaine d'années dans les meilleures universités, la France ne dispose que de peu de chaires d'éthique des affaires et celles-ci fonctionnent le plus souvent sans lien direct avec les départements de philosophie des universités où les recherches en méta-éthique sont menées. Dans les milieux universitaires français, l'éthique appliquée est souvent jugée de haut, comme une éthique au rabais, injustement assimilée à des travaux menés par des enseignants qui n'ont pas trouvé de poste ou qui se seraient vendus au grand capital. L'éthique appliquée est pourtant un champ disciplinaire fécond : apparue dans les années cinquante aux États-Unis, elle renouvelle certaines questions fondamentales par une méthodologie pragmatique qui confrontent des modèles théoriques abstraits à l'étude de certains cas concrets.

Il me semble que, de cette spécificité institutionnelle française, se déduit une seconde caractéristique de l'éthique, comprise ici comme un domaine de recherches appliquées en finance ou dans le monde des affaires en général. Hormis quelques penseurs (comme Ruwen Ogien, Alain Anquetil ou Malik Bozzo-Rey), les chercheurs en éthique des affaires adoptent en France, très majoritairement, une approche déontologiste. C'est d'ailleurs le cas de la plupart des chercheurs d'Europe continentale<sup>6</sup>. Leur démarche consiste à partir de principes pouvant

6. On pense par exemple aux travaux de P. Koslowski : *Principles of Ethical Economy*, Springer, 2001 ou *The Ethics of Banking*, Springer, 2011.

guider l'action pour les éprouver dans des situations concrètes. Cette pratique aboutit à une certaine hiérarchisation des principes.

La méthodologie privilégiée outre-Atlantique est radicalement opposée : inspirée des philosophies pragmatistes (James, Dewey, Rorty), elle se dit davantage conséquentialiste et se propose d'examiner les conséquences des actions concrètes pour les qualifier d'éthiques. Pour cette approche benthamienne, il n'existe pas de principe absolu à respecter universellement, quelle que soit la situation.

Autre différence entre les études éthiques en France et aux États-Unis : l'importance des courants utilitaristes dans les pays anglo-saxons a attiré l'attention des universitaires sur les conflits d'intérêts entre les acteurs individuels et la société civile. Les débats philosophiques entre les positions utilitaristes et libertariennes ont, aux États-Unis, intensément nourri la réflexion éthique appliquée aux affaires, mais n'ont que peu pénétré les recherches dans l'hexagone. Un individu doit-il renoncer à maximiser son intérêt au profit de l'intérêt général ? Dans quelle mesure est-il éthique et juste de limiter les libertés et le bonheur individuels ? Il est à noter que ces débats, très fructueux, ont parfois débouché sur des confusions, notamment celle du droit (du respect des réglementations) et de l'éthique. Ainsi, de nombreux enseignants américains d'éthique de la finance se contentent d'examiner les problèmes juridiques que peuvent soulever certaines pratiques.

Mais laissons là le domaine des travaux universitaires sur l'éthique appliquée pour nous concentrer sur la manière dont les praticiens de la finance conçoivent et vivent l'éthique au quotidien, et sur les différences notables entre la France et les pays anglo-saxons. Car il me semble que c'est à ce niveau que se situe la plus grande différence, et que s'appréhende au mieux ce qui fait exception dans la compréhension française de l'éthique. Peut-être est-ce dû à l'intérêt que les programmes éducatifs anglo-saxons apportent aux pensées utilitaristes, mais quoi qu'il en soit, il est frappant de constater que les professionnels n'ont (en grande majorité) pas la même compréhension de l'éthique selon qu'ils sont français ou anglo-saxons. Les Américains, les Britanniques et les Australiens, par exemple, considèrent essentiellement l'éthique au niveau individuel : elle est une vertu<sup>7</sup>, un trait de caractère, une qualité psychologique ou une force morale qui pousse l'individu à agir selon ses devoirs. Cette conception de l'éthique est la base fondamentale pour exiger des acteurs financiers qu'ils prêtent serment, comme c'est devenu la norme aux Pays-Bas où, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, 85 000 banquiers néerlandais s'engagent devant Dieu à « accomplir leurs devoirs avec intégrité et soin ». La Civilised Bank britannique exige de même de son personnel qu'il proclame cérémonieusement : « Moi, banquier, je jure d'avoir un comportement

---

7. V. Robert C. Solomon, "Corporate rules, personal virtues: An Aristotelean research to business ethics", *Business Ethics Quarterly*, 1992.

éthique... ». Et en Australie, c'est sur la base du volontariat que les financiers prononcent leur *Banking and Finance Oath* :

«Trust is the foundation of my profession. I will serve all interests in good faith. I will compete with honour. I will pursue my ends with ethical restraint. I will create a sustainable future. I will help create a more just society. I will speak out against wrongdoing and support others who do the same. I will accept responsibility for my actions. My word is my bond .»

Pour les défenseurs de l'éthique de la vertu, les bonnes pratiques induisent et permettent l'autorégulation : il est clair qu'un acteur qui se comporterait avec une telle intégrité, une telle honnêteté, rendrait inutile toute intervention d'un régulateur. Telle est d'ailleurs la position du libéralisme qui considère que la justice d'une société s'évalue à l'aune du degré de liberté qui est la sienne. Pour un Français (et je parle ici essentiellement des professionnels de la finance), cette position n'est pas recevable. Ainsi Jean Peyrelevade pouvait-il déclarer en mars 2014<sup>8</sup> qu'il « ne croyait pas en l'éthique car il ne croyait pas en l'autorégulation [...] : toute institution non financière non régulée fait faillite ». Pour les Français, il est décisif de ne pas confondre l'éthique et l'autorégulation : l'éthique doit être le complément intelligent et raisonné de la réglementation au sens où elle tend à consolider, par des procédures opératoires régulières, les obligations et les recommandations légales. Elle ne se substitue pas à la réglementation, mais apporte des solutions permettant de garantir le juste traitement des problèmes et des personnes dans les activités financières.

L'idéal de vertu, d'inspiration aristotélicienne, magnifié par les auteurs latins, ne sied guère à l'esprit français, empreint d'un goût prononcé pour la mesure et d'une méfiance culturelle à l'égard des Tartuffe, comme l'exprime si bien la célèbre tirade de Philinte dans le *Misanthrope* :

« La parfaite raison fuit toute extrémité  
Et veut que l'on soit sage avec sobriété ».

Pour les Français, l'intransigeance et la rigueur morales sont perçues comme des principes rigides et stricts qui s'avèrent contre-productifs : « L'équilibre est prisé par-dessus tout [...]. Être français, c'est promouvoir, consciemment ou non, un équilibre improbable entre des courants multiples. Ce n'est pas aimer la moyenne, mais la générer par penchant culturel, à partir d'une croyance en la mesure<sup>9</sup> ».

Face à la prédominance d'une conception individuelle de l'éthique, reposant sur la

8. Dans le cadre d'un entretien préalable à la rédaction du rapport *Éthique et Finance*, déposé aux Nations Unies en juin 2014 par A. Cohen et E. Rocque.

9. F. Rachline, « Ouverture », *Qu'est-ce qu'être français ?* Hermann, 2009, p. 12.

vertu, le modèle français met davantage l'accent sur une dimension collective de l'éthique. L'éthique n'est plus une question qui relève de la psychologie des professionnels, mais un système de règles et de principes qui régissent les relations de management et de gouvernance au sein des sociétés. Michel Pébereau<sup>10</sup> le pense par exemple à partir de trois critères, que sont ceux de « non-professionnalisme », de « non-conformité » et de « non-honnêteté ». La question centrale de l'éthique des affaires n'est plus alors de savoir si les individus se comportent avec intégrité, s'ils s'épanouissent dans leur travail ou trouvent du sens à leur activité professionnelle, mais de comprendre comment une personne morale (un établissement à but lucratif, une association, une agence étatique), c'est-à-dire un acteur dépourvu par essence de conscience morale, peut agir de façon professionnelle, conforme aux règles de droit, respectueuse de son environnement économique et social, et responsable. En ce sens, l'éthique excède les exigences contenues dans les fameux *Rules of Conduct* que l'on peut trouver aux États-Unis ou au Japon<sup>11</sup> : aux yeux d'un Français, l'éthique n'est pas limitée à la déontologie professionnelle. Du fait de sa complexité inhérente, l'éthique ne peut pas être réduite à quelques consignes précisées dans des codes de bonne conduite et autres règlements professionnels ; elle peut par exemple admettre une pluralité de réponses possibles à un même problème pour le résoudre adéquatement. Autrement dit, cette approche de l'éthique attire l'attention sur les signaux envoyés par les différents acteurs et les incitations (réglementaires, fiscales, managériales, salariales...) à impulser pour maintenir une harmonie, voire une équation ou une complémentarité entre l'éthique et la quête de performance économique et de rentabilité<sup>12</sup>. Dès lors que les impératifs éthiques ne sont plus vécus comme une limite posée à soi-même, comme un frein (voulu ou accepté) au développement de ses propres activités<sup>13</sup>, elle peut devenir un instrument de pérennisation et de renforcement du modèle économique adopté<sup>14</sup>.

Au terme de ce bref exposé, certainement trop schématique, il me semble possible d'affirmer que l'éthique ne constitue nullement la différence spécifique de la supposée « École française de la finance ». Il n'en demeure pas moins que son concept revêt en France une signification précise, qui peut se traduire par des différences avec les autres conceptions, générant autant de pratiques professionnelles et théoriques distinctes.

10. Réponse à J. Tirole faite dans le cadre d'une conférence donnée le 11/01/2016 à l'Institut de France (bientôt accessible sur [www.asmp.fr](http://www.asmp.fr)).

11. V. F. Burguière, *Institutions et pratiques financières au Japon*, Hermann, 2014.

12. J. Tirole, « La moralité et le marché » (Conférence donnée à l'Institut de France le 11/01/2016).

13. V. G.S. Becker, « The Economic Way of looking at Life », 1992, ou M. Sandel, *What money can't buy: the moral limits of markets*, Strauss & Giroux, 2012.

14. V. J. Tirole & J.-J. Laffont, *A theory of incentives in Regulation and Procurement*, MIT Press, 1993.

# Finance, éthique et société : vers une dimension plus sociale de la finance

**Catherine Karyotis**

Professeur de finance  
Neoma Business School  
Responsable

Mastère Analyse Financière Internationale, Reims

**L**a Banque des règlements internationaux évoque la crise financière dans son rapport de 2009 en précisant que « le système financier est à l'économie ce que l'alimentation en eau est au logement : indispensable, mais ignorée jusqu'à ce que survienne une défaillance ».

Un système financier repose sur un ensemble de marchés et d'institutions, en interrelations mutuelles au sens de Bertalanffy (1948) qui fut l'un des premiers à évoquer cette notion de système. Dans notre cas présent, le système est composé de marchés (bancaire, financier, monétaire, dérivés...), d'agents économiques (offreurs et demandeurs de financement, de produits et autres contrats financiers) et d'intermédiaires (les banques notamment) qui les relient les uns aux autres.

Mais ce système financier a cessé de fonctionner en 2008 ; la défiance généralisée a conduit au blocage des marchés, ce qui a généré un risque devenu multidimensionnel, multiforme et inédit ; ledit risque a fait lui-même système « car ses composants et la chaîne d'événements qui le provoquent sont devenus imprévisibles », pour reprendre les mots d'Ellul (1990). Alors quand un système dévie trop et « trop souvent de sa situation de stabilité, il ne parvient plus à retrouver l'équilibre, et l'on assiste alors à une bifurcation » (Prigogine, Stengers 1979). Nous en sommes là aujourd'hui ; nous devons en conséquence reconsidérer notre modèle, voire notre mode de pensée, dit autrement, notre paradigme.

Afin que la finance reprenne son rôle, il convient de réviser la gouvernance, d'une part, et le comportement des agents financiers, d'autre part, afin de la remettre au service de l'économie et des peuples.

Si l'on évoque la notion de gouvernance mondiale, les autorités supranationales apparaissent telles les instances actives de celle-ci : ONU, FMI, OMC, OMS, etc.

Le Fonds monétaire international a revu ses fonctions et son périmètre d'action au fil des changements économiques, financiers ou encore politiques. En atteste le tout dernier exemple de l'entrée du Yuan dans le panier de valeurs composant les DTS – Droits de tirages spéciaux. Néanmoins, force est de constater que ses objectifs ne sont pas toujours atteints : l'article 1 de ses statuts stipule qu'il doit « promouvoir la coopération monétaire internationale [...], faciliter l'expansion et l'accroissement harmonieux du commerce international [...], promouvoir la stabilité des changes [...], aider à établir un système multilatéral de règlement des transactions courantes entre les États membres [...], donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates ».

Aujourd'hui, alors que la crise née en 2007 est devenue protéiforme et que la volatilité des marchés tend à repartir, en même temps que l'on parle de créances douteuses au sujet des crédits à la consommation ou des prêts étudiants américains, on peut s'interroger sur le rôle que tient le FMI dans la recherche de la stabilité financière mondiale.

Cette stabilité financière, bien public au sens de Stiglitz, doit être assurée par des autorités de tutelle supranationales car la réflexion sur la gouvernance mondiale part de cette notion de bien public mondial ; la stabilité financière mondiale est en effet un bien public au même titre que la stabilité politique ou l'assistance humanitaire (Stiglitz 2006a). Dans une autre contribution, Stiglitz (2006b) définit les instances de gouvernance comme celles qui répondent aux questions : « Qui sert-on ? À quoi sert-on ? ».

À quoi sert la finance ? La finance doit servir l'économie pour servir la société. Elle doit financer l'économie réelle afin de favoriser la croissance et donc la richesse des peuples et non des financiers exclusivement.

Déjà, en 1974, un économiste de l'université de Californie UCLA, écrivait dans le fameux *Journal of Finance* qu'il était difficile de justifier le temps passé par les chercheurs sur le coefficient  $\beta$  plutôt que de réfléchir à un système financier optimal qui engendrerait une croissance économique et d'autres objectifs sociaux !

Depuis la crise et les questions qu'elle a soulevées – et qu'elle soulève encore – pour changer de paradigme, certains parlent de finance positive, plurielle ou encore à buts multiples.

Avant cela, on parle de régulation, tant micro que macro-prudentielle. Dès lors, il s'agit en effet de réguler le système financier ; mais plus que réguler davantage, il

faut mieux réguler. Dans cet esprit, il convient de réguler tous les acteurs, banques et non banques, sur toutes les zones géographiques et monétaires – en Europe mais également aux États-Unis<sup>1</sup> ou en Chine par exemple – et pour tous les produits, afin de réduire, à défaut de pouvoir le supprimer totalement, le « shadow banking ». Car en ne régulant qu'une partie du monde, on déplace les activités sur d'autres places<sup>2</sup> ; en ne régulant qu'une partie des produits et des marchés, on incite au développement de la finance dérégulée, on invite donc au « shadow banking », aux marchés OTC. Gardons à l'esprit que l'abréviation « OTC » signifie « Over the Counter » ; en finance, les produits OTC sont négociés de gré à gré ; dans le domaine pharmaceutique, le terme OTC désigne les médicaments vendus sans ordonnance, donc libres de tout contrôle émanant d'un médecin...

Mais, au-delà de cette régulation multi-institution, multizone, multi-produit, il convient de modifier le comportement des individus.

Alors éthique et finance sont-ils des oxymores ou entretiennent-ils des liaisons tout simplement difficiles ?

En se référant au dictionnaire du CNRTL (portail linguistique créé par le CNRS), le mot éthique se définit comme étant, en philosophie, la science qui traite des principes régulateurs de l'action et de la conduite morale.

Dans la littérature académique, le terme éthique amène différentes définitions, démontrant, *de facto*, la difficulté de son approche. Nous retiendrons ici les notions d'éthique de conviction et de responsabilité de Weber (1906) ; la première notion se rapporte à des valeurs auxquelles l'individu va tenter de répondre en se fixant un but conforme auxdites valeurs ; la seconde notion renvoie au comportement *stricto sensu* de l'individu qui va répondre des conséquences de ses actes.

Les financiers doivent donc répondre de leurs actes, en ce sens qu'ils doivent obligatoirement être responsables car, sur le plan étymologique, responsable signifie rendre des comptes.

Dès lors, rendre compte à qui ? Au client de la banque, à la société ?

Avant de rendre des comptes *ex post*, il s'agit d'agir de façon responsable et donc de penser *ex ante* aux conséquences des actes. Pour Guiraud (2013), « l'éthique n'est pas un « juger » ou un « justifier » mais un « faire ». C'est à la fois une vision, une visée et un acte responsable ».

Lorsque les banquiers et autres courtiers américains ont vendu des crédits aux ménages à solvabilité réduite, ou lorsque les arrangeurs, cautionnés par les agences

1. On notera que l'Europe a mis au point 41 lois de régulation financière et qu'aux États-Unis, le Dodd Frank Act est un document de 2 300 pages !
2. C'est là le risque de la taxe sur les transactions financières qui sera mise au point dans 11 pays seulement de la zone euro.

de *rating*, ont créé les *asset-backed securities* (ABS) et autres produits de titrisation synthétiques, ont-ils pensé à la propagation du risque né de ce qu'on allait appeler ensuite les « subprimes », puis les actifs toxiques ? Lorsque Kerviel prend une position égale à 1,8 fois les fonds propres de sa banque, pense-t-il – et avec lui sa hiérarchie – aux conséquences pour les déposants de la Société générale, ou encore au risque systémique potentiellement induit ? Lorsque les banques procèdent à de fausses déclarations pour le calcul du Libor ou de l'Euribor, pensent-elles aux conséquences sociales de leurs actes, alors que ces mêmes taux servent de référence pour l'indexation de nombreux produits financiers ou prêts bancaires ?

Le rôle de la finance, c'est-à-dire du système financier et de ses composantes et acteurs, est d'allouer l'épargne au financement de l'économie pour le bien-être des populations. Il n'est pas présentement question d'écarter la notion d'optimisation du profit, mais il convient d'en prendre en compte la dimension collective davantage que la dimension individuelle. C'est alors là que le bât blesse ! L'intérêt privé prévaut sur l'intérêt collectif, ce n'est rien d'autre que ce que Stiglitz dénonçait en 2010 dans son ouvrage « Le triomphe de la cupidité, à l'instar d'Aristote qui dénonçait déjà la « mauvaise finance » qu'il nommait alors la chrématistique.

La finance est devenue, au fil de l'hyper-financiarisation des économies impulsée dans les années 1980, une fin en soi et non plus un moyen. Il convient désormais de remettre cette finance à sa place, à savoir un moyen d'accroître la richesse des entreprises et des ménages en les finançant, plutôt que d'être un agent de spéculation sur les marchés dérivés.

D'aucuns préconisent la création d'un ordre des professions financières, à l'image du Conseil national de l'Ordre des médecins ; il est vrai que le serment d'Hippocrate précise : « Au moment d'être admis à exercer la médecine, je promets et je jure d'être fidèle aux lois de l'honneur et de la probité. Mon premier souci sera de préserver ou de promouvoir la santé dans tous ses éléments [...] individuels et sociaux. [...] Même sous la contrainte, je ne ferai pas usage de mes connaissances contre les lois de l'humanité. [...] Je ne me laisserai pas influencer par la soif du gain ou la recherche de la gloire ».

Cette instance suffirait-elle à rendre éthiques certains financiers happés par le gain ? Rien n'est moins sûr ! Il existe en effet des comités d'éthique dans d'autres sphères, telle celle du sport dans laquelle les scandales continuent de faire l'actualité.

Cupidité, court-termisme, RoE (« Return on Equity ») de 15 % minimum, bonus démesurés... font oublier le sens du bien commun.

Pour développer une finance éthique, Roux (2005) évoque une règle qu'il appelle

des trois « C » : le cheminement afin de rétablir le financement dans la durée, la concertation pour développer les projets partagés et le comportement pour s'assurer que les projets soient pertinents, cohérents et responsables.

Aristote, dans *Éthique à Nicomaque*, nous dit que « la vie de l'homme d'affaires c'est une vie de contrainte, et la richesse n'est évidemment pas le bien que nous cherchons : c'est seulement une chose utile, un moyen en vue d'une autre chose ».

« Alors cessons de considérer l'argent comme une fin en soi. Les financiers doivent continuer de concevoir des produits financiers innovants, à condition qu'ils soient bordés et régulés. Afin que la finance soit à nouveau au service de la société et des économies, au service du bien commun, chacun doit être capable “ de repérer les dilemmes éthiques ” » (Dupré et *al.* 2014), chacun doit progressivement dépasser son intérêt individuel pour penser intérêt collectif.

Que la crise vécue depuis 2007, qu'on a appelée au départ crise financière, mais qui n'est autre qu'une crise de modèle assis notamment sur l'endettement, aidé de l'effet de levier et des excès de certains (Karyotis et *al.*, 2009 et 2013), soit une opportunité pour redonner une dimension sociale à la finance ; que celle-ci soit ré-encadrée dans l'économie et la société au sens de Polanyi (1944) qui dénonçait déjà la marchandisation du monde. À nous d'insuffler un changement de comportement dans la formation des futurs collaborateurs du monde financier. Et toute la finance regagnera son rôle social.

---

## Bibliographie

- Bertalanffy (von) L. (1948), 1968, *General System theory: Foundations, Development, Applications*, George Braziller.
- Dupré D., Karyotis C., Raufflet E. (2014), « Éthique de l'action en finance : responsable mais pas coupable », *Revue Banque*.
- Ellul J. (1990), *Le bluff technologique*, Hachette.
- Guiraud F. (François) in Lenoir F. (2013), *Le temps de la responsabilité – Entretien sur l'éthique*, A. Fayard.
- Karyotis C. et *al.* (2009), *La Crise financière en 40 concepts-clés*, RB Édition.
- Karyotis C. (2013), sous la direction de, *La Crise en 40 concepts-clés*, RB Édition.
- Polanyi K. (1944, éd. 1986), *La grande transformation*, Poche.
- Prigogine I., Stengers I. (1979, 1986), *La nouvelle alliance – Métamorphose de la science*, Gallimard.
- Roux M. (2005), *Finance éthique*, RB Édition.
- Stiglitz J. (2006a), « Global Public Goods and Global Finance: Does Global Governance Ensure that the Global Public Interest is Served? » in *Advancing Public Goods*, Touffut J.P. (ed.) Edward Elgar Publishing, traduit par Laurent E., OFCE 2012.

Stiglitz J. (2006b), *Un autre monde*, Fayard, Paris.

Stiglitz J. (2010), *Le triomphe de la cupidité*, Éditions Les Liens qui Libèrent, Paris.

Weber M. (1906, éd. 2010), *L'Éthique protestante et l'esprit du Capitalisme*, Plon.

Weston J.F. (1974), « New Themes in Finance », *Journal of Finance*, vol. 29, issue 1 pp. 237-243.

---

# La finance française peut-elle donner une référence internationale en matière d'éthique ?

**Pierre de Lauzun**

Délégué général  
Association Française des Marchés Financiers (AMAFI)  
Essayiste

**D**'autres articles évoquent dans différents domaines les spécificités de la contribution de la finance française à la réflexion et l'action collectives en matière d'éthique financière. Je me concentrerai ici sur les éléments de contribution collective à la réflexion en la matière, sans traiter les initiatives prises par tel ou tel établissement ou spécifiques à tel ou tel secteur. La question a pris de l'importance à la suite de la grande crise de 2008 ; en outre, elle a été relancée récemment, notamment au Royaume-Uni, et au niveau international au Conseil de stabilité financière (CSF).

## 1. Atouts

Être une référence internationale en matière d'éthique peut se comprendre de deux façons différentes. Cela peut prendre la forme d'une réflexion éthique consciente, se traduisant par une doctrine explicitée, centrée sur le comportement des acteurs : c'est ce à quoi on pense le plus spontanément. Mais cela peut être aussi le fait d'une pratique, si possible confirmée, pouvant se traduire ou non dans des codes de bonne conduite, voire des textes normatifs ou une jurisprudence. En effet une pratique peut être objectivement plus éthique qu'une autre, sans que cela suppose un raisonnement explicite ou une attitude spécifiquement éthique. De même, un état du droit peut être plus ou moins inspiré par une préoccupation éthique ou y conduire plus ou moins aisément. Les deux approches sont bien entendu compatibles.

À ce stade, la première voie n'a pas joué un rôle majeur, en France pas plus qu'ailleurs, bien que des efforts déployés récemment ici ou là aillent dans ce sens. Nous

verrons plus loin de quoi il peut s'agir. Relevons simplement ici les initiatives britanniques récentes, centrées sur la mise au point de principes appuyés sur des comités à haut niveau (*Banking Standards Board*, en charge des *conduct standards*). De même le récent rapport du Groupe des 30, établi à la demande du CSF, s'attache à examiner en détail les voies et moyens de l'instauration et du développement d'une culture éthique dans les établissements financiers.

Les atouts de la finance française ne relèvent pas de ce domaine, ce en quoi elle ne diffère pas des autres communautés financières. Ils sont principalement à rechercher du côté de la deuxième voie, de la pratique, elle-même bien sûr reflet d'une culture latente, ainsi que de règles et priorités d'entreprise, ou même de jurisprudences ou de textes. Deux qualités de la finance française sont fréquemment soulignées : c'est d'abord le souci de relations à long terme, basées sur des échanges multiples et une gamme large de services offerts et échangés – ce qui implique fréquemment un modèle d'entreprise multicapacitaire, assez fortement intégré ; mais la concurrence n'en subsiste pas moins. C'est ensuite une prudence et une retenue dans l'exploitation d'opportunités et notamment dans la prise de risque. Dans le cas français, l'exemple le plus frappant d'un tel comportement objectivement vertueux est la pratique du crédit à l'habitat, qui donne une place prépondérante à l'évaluation de la capacité de l'emprunteur personne physique à rembourser son crédit, notamment par comparaison entre les mensualités et le revenu, et non à la seule valeur du sous-jacent comme dans la pratique américaine et bien d'autres. Naturellement elle est largement le fait de la loi et de la jurisprudence. Mais il en résulte précisément un comportement d'ensemble objectivement plus vertueux.

Plus généralement, la bonne tenue des établissements français pendant la crise a mis en évidence une politique de prise de risque plus prudente que ce que l'on a observé dans le contexte culturel anglo-saxon (et même allemand, pour les *Landesbanken*) durant la période antérieure. De même, les scandales successifs qui ont affecté la finance internationale de marché ont relativement peu touché les banques françaises (les amendes américaines liées aux embargos relevant d'une autre problématique). D'autres traits positifs sont à noter comme la pratique d'actions communes de place, particulièrement notables dans le champ des moyens de paiement, à commencer par le GIE carte bancaire, même s'il y a un net recul de cette tradition coopérative depuis quelques années. En effet, dans la mesure où ces actions communes laissent à la concurrence son domaine légitime, elles traduisent un souci de la coopération et de l'intérêt commun qui dans un tel cas l'emporte sur l'intérêt particulier de chaque établissement.

Ceci dit, il n'est dans ce contexte pas inutile de souligner que les évolutions de la réglementation internationale tendent à miner ces atouts. Basées sur des négocia-

tions multilatérales, elles tendent à généraliser un modèle unique, principalement américain, et à tenter d'accroître la sécurité de l'ensemble plus qu'à promouvoir les meilleures pratiques. Il s'agit notamment selon les cas de disjoindre les différentes activités (ainsi dans les textes européens sur la séparation des banques), de renforcer le rôle des outils prudentiels non liés à une mesure du risque (ratios levier), de saisir la relation avec le client au moyen de formulaires, voire de remettre en cause le crédit à taux fixe (au motif d'une gestion du risque de taux sur le bilan bancaire). Ce qui tend à remettre en cause certains des traits positifs du modèle français. Il en résulte ce paradoxe bien connu que la finance française, qui n'a pas connu de façon significative les errements de bien d'autres, notamment en regard de sa taille, s'est trouvée dans une position plutôt défensive sur la scène réglementaire et politique.

D'où l'intérêt que peut revêtir un effort plus grand et plus ambitieux d'élaboration et de mise en forme explicite d'un modèle éthique de source française, mais suivant la première approche ci-dessus, plus consciente et plus explicite ; d'autant qu'au niveau international c'est la réflexion en ce sens qui se trouvera mise sur le devant de la scène du fait des initiatives en cours.

## 2. Actions possibles

De telles initiatives peuvent et doivent évidemment intervenir d'abord au niveau de chaque groupe financier concerné. Mais comme je l'ai dit, mon propos ici est centré sur l'action collective. La mise en valeur des qualités de la finance française, ainsi que de son engagement souhaitable dans le sens d'un effort éthique en progrès constant, suppose pour être perçue une forme d'explicitation. Ces diverses actions seront en outre beaucoup plus crédibles si elles sont collectives. Enfin, une telle formulation en fait alors un instrument de proposition dans le dialogue international. Sachant que cette explicitation n'a pas de sens ni de force si elle ne comporte pas d'engagements réels, en tout cas de références suffisamment précises pour qu'on puisse les confronter avec les faits : sinon mieux vaut s'abstenir ; et ce point est essentiel. En outre un des attraits principaux des normes professionnelles ou codes de bonne conduite est de contourner sans recourir à la loi l'obstacle de la concurrence, qui tend dans bien des cas à pénaliser celui qui aurait seul un comportement plus éthique que les autres, du moins, tant que le client ne le valorise suffisamment. L'action collective gomme ce handicap, à condition d'être menée au niveau où s'exerce la concurrence : surtout national pour la banque de détail, surtout européen ou international pour la banque de marché. Mais bien entendu cela ne fonctionne que si la norme en question a un minimum de pouvoir contraignant.

Ceci étant posé, il convient de distinguer, au moins pour clarifier les idées, les deux grands champs de la banque de détail et de la banque de gros, et plus particulièrement, au sein de celle-ci, celui des marchés financiers. La première est en effet dans une mesure considérable nationale, et la concurrence s'exerce encore pour l'essentiel dans ce cadre : produits, services et tarifications de la banque de détail sont différents de pays à pays et doivent être considérés dans le cadre national. Pour la banque de détail, il est dès lors plus aisé en soi et plus plausible d'opérer principalement dans le contexte national, sous réserve de ce qui a été noté sur les contraintes réglementaires extérieures, notamment européennes, qui sont un facteur nouveau ; ce à quoi s'est ajoutée la mise en place de la supervision unique au niveau de la BCE. On peut donc envisager que des actions communes soient menées non seulement au plan des principes, mais aussi concrètement, pour expliciter les bonnes pratiques et les faire progresser. En France, c'est d'autant plus vrai que la profession dispose de l'outil des normes professionnelles, dont le statut juridique a été clarifié par la loi de 2010, avec possibilité d'une vraie reconnaissance juridique. Mais cet outil reste clairement sous-utilisé et d'ailleurs, il faut le dire, peu encouragé par le régulateur bancaire. À cela s'ajoute l'inconvénient que ce qui est formulé au départ comme un code professionnel devient trop souvent par la suite une disposition légale ou réglementaire, pour assurer sa mise en œuvre, mais aussi parce que c'est un moyen facile d'action pour les pouvoirs publics. Mais dans ce cas l'esprit et la logique de la démarche professionnelle ne sont plus respectés. Bien entendu ceci n'empêche pas que dans ce même domaine de la banque de détail une action plus large, européenne ou internationale, puisse être envisagée cas par cas, comme on le reverra plus en détail.

La banque de gros et les marchés financiers en revanche sont une activité pour l'essentiel internationale, dépassant même sous de multiples aspects le cadre européen. Il est bien sûr possible à tout niveau d'adopter des références éthiques mais, comme on l'a vu, dès que leur adoption par une banque seule peut la placer en position concurrentielle nettement désavantageuse, il est en général indispensable qu'elles prennent la forme d'une règle commune, au moins comme code de bonne conduite, et dans la majorité des cas le cadre géographique pertinent dépassera alors le niveau national. Dans ces cas, une prise de position collective française devra donc dans une large mesure être plus un appel à l'adoption à un niveau plus large, au minimum européen, de principes et éventuellement de bonnes pratiques, que l'objet d'une décision unilatérale. Ceci dit, cela n'exclut pas que des initiatives soient prises au niveau national, même dans ce domaine. En témoignent les bonnes pratiques proposées par l'Association française des marchés financiers (AMAFI) comme ce qui a trait au contrat de liquidité.

### 3. Une charte d'ensemble

En pratique il serait donc avisé, dans le contexte actuel, que l'explicitation et le développement de références éthiques soient plus clairement et visiblement reconnus par les professions financières impliquées comme un souci majeur ; et que soit mise en chantier l'élaboration de documents traduisant cette volonté. Il semble notamment qu'un document d'ensemble, posant des principes clairs, pourrait être une réponse forte aux initiatives anglo-saxonnes. Après tout, il est curieux que la finance anglo-saxonne, première coupable de la crise, soit de fait dans la position de donneur de leçons. Un tel document, s'il était ambitieux, pourrait expliciter notamment ce qui est entendu par divers termes :

- Respect du client au sens large (appréciation de l'utilité réelle des prestations et produits fournis, conseil, tarification équitable, etc.).
- Éthique du crédit (octroi responsable, recherche de relations longues, gestion des difficultés, etc.).
- Éthique des marchés (compris comme outil collectif participant au bien commun, et incluant la recherche de relations durables).
- Responsabilité sociale (contribution au bien commun des communautés où on opère).
- Politique juste et responsable de rémunération. Ce dernier point est délicat mais nécessaire. Il doit éclairer la mise en regard de deux dimensions : d'un côté la juste rémunération du service et du capital humain, le rôle dans la création de valeur, etc. Et de l'autre des principes de proportionnalité et surtout de responsabilité avec une perspective à long terme, comportant la possibilité de revenir sur des avantages passés.

Le tout en précisant en tant que de besoin la spécificité de clientèles comme les particuliers ou les PME. Ce qui peut cas par cas justifier des formes de péréquations dans le respect de la transparence.

Une telle initiative pourrait par ailleurs trouver un déploiement naturel dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux.

### 4. Des actions spécifiques

À côté d'une telle contribution à l'élaboration d'une charte commune d'ensemble, par nature à horizon plutôt européen ou même international, des réflexions plus spécifiques pourraient mettre en lumière des dimensions particulières ou des questions posées par des activités spécifiques. Un candidat naturel est évidem-

ment le crédit immobilier. Car même s'il relève de la banque de détail, la finance française a sur ce plan une expérience longue et des pratiques d'une qualité et d'une robustesse particulières, qui lui donnent l'autorité nécessaire pour proposer ce qui pourrait être la charte du crédit responsable en la matière. Il n'est pas inutile de rappeler ici que les plus grandes crises du crédit depuis 40 ans ont été soit des crises sur emprunteurs souverains, soit des crises du crédit immobilier. S'y ajoute en outre maintenant le développement souhaité de la titrisation, qui doit se faire dans des conditions saines, donc encadrées, et au niveau européen. Elle aussi comporte une dimension éthique importante, liée à la précédente, car c'est fondamentalement la qualité des crédits sous-jacents qui fait celle de la titrisation, et donc l'attention portée par celui qui le classe comme actif de qualité, ce qui recouvre entre autres une dimension éthique, bien absente pendant la course à la crise.

À un niveau plus national, comme on l'a vu, un autre domaine en friche mais source de frictions régulières avec une partie de la clientèle et la classe politique ou médiatique est celui des tarifications dans la banque de détail. La recherche de principes orientant celle-ci dans un sens plus en rapport avec le coût ou le service réels, même à coût global de la relation inchangé, contribuerait fortement à améliorer la perception d'un comportement éthique dans les décisions commerciales des banques.

Un domaine qui mériterait également une réflexion spécifique est celui de l'éthique des marchés. Outre la définition de principes généraux comme il a été évoqué plus haut, une réflexion plus ciblée sur ce qu'on appelle bon produit, bonne structure de marché, bon comportement des différentes catégories d'opérateurs, etc. serait sans doute bien accueillie dans un contexte où les marchés souffrent, sûrement dans leur image mais aussi dans la réalité, d'un déficit éthique. Ne s'étant pas construite sur l'absolutisation de notions comme la maximisation exclusive du résultat pour les actionnaires, ou l'infailibilité des marchés, mais ayant montré sa capacité à réussir sur ce terrain, la finance française a régulièrement pris position pour des marchés finalisés au financement de l'économie, régulés, et dominés par le souci de la relation. Elle est donc bien placée pour prendre l'initiative en la matière.

# La Banque de France, pivot de la régulation financière française

**Robert Ophèle**

Second sous-Gouverneur  
Banque de France

**E**n France, la régulation financière est depuis toujours au cœur des responsabilités de la Banque centrale. En effet, cette dernière a très tôt considéré qu'aucune politique monétaire ne saurait être efficace sans un système financier performant, transmettant dans l'ensemble de l'économie les impulsions données par la Banque centrale, et sans une confiance dans la monnaie et les moyens de paiement en général ; cela justifiait une surveillance spécifique des institutions qui créent et font circuler la monnaie, en fait un rôle éminent dans toutes les dimensions de la régulation financière.

Il convient bien entendu de distinguer le rôle joué par la Banque de France dans la réglementation financière de son rôle dans la supervision des institutions financières. Ceux-ci ont profondément évolué dans un contexte où tant la réglementation que la supervision échappent désormais largement au cadre national.

Supervision et réglementation sont deux responsabilités différentes. La réglementation nourrit la supervision dans le sens où elle confie au superviseur une vaste palette de responsabilités au-delà de la vérification du simple respect de la réglementation ; mais la supervision nourrit aussi la réglementation tant une bonne réglementation ne peut s'appuyer que sur une bonne connaissance de l'activité et des risques que courent les établissements ; pour éviter une « capture réglementaire » par les assujettis, il est prudent de s'appuyer sur l'expertise du superviseur. Très tôt, la Banque de France a investi le champ de la supervision et a joué un rôle clef dans l'établissement de notre réglementation. C'est d'abord vrai dans le domaine bancaire avec la Commission de contrôle des banques (il y a plus de 75 ans), le Conseil national du crédit puis le Comité de la réglementation bancaire. Mais le domaine bancaire a une acception large en France, comme l'illustre par exemple la définition qui en est donnée par la loi bancaire de 1984 : les per-

sonnes morales qui effectuent à titre habituel des opérations de banque sont des établissements de crédit et ces opérations comprennent la réception de fonds du public, les opérations de crédit ainsi que la mise à disposition ou la gestion de moyens de paiement. Il suffisait d'exercer une de ces activités pour être qualifié d'établissement de crédit.

Cette acception large des opérations de banque à réglementer et à superviser est une première caractéristique des positions défendues par la Banque de France ; elle traduit des lignes bien ancrées dans la tradition française : la politique monétaire c'est avant tout la maîtrise du crédit car la qualité des crédits fait la qualité de la monnaie et la confiance dans la monnaie passe par la confiance dans les moyens de paiement et les systèmes qui permettent de les échanger. Cette approche n'était pas partagée par nos homologues étrangers et n'a prospéré dans les réglementations européennes. Les établissements de crédit sont désormais des personnes morales qui à la fois reçoivent des fonds remboursables du public et octroient des crédits. La France demeure toutefois un des rares pays à réglementer la seule activité de crédit (mise en place du statut de société de financement). Mais le « monopole bancaire » s'y réduit régulièrement à la suite d'évolutions réglementaires ; j'ai évoqué cette problématique dans la livraison de l'an passé, je n'y reviens pas. Les moyens et systèmes de paiement ne sont plus réservés aux établissements de crédit et font désormais l'objet d'une réglementation et supervision européennes spécifiques, au demeurant particulièrement limitées (l'Autorité bancaire européenne n'a été que très récemment investie de quelques responsabilités dans ce domaine) ; ce qui encourage les implantations géographiques opportunistes associées à un exercice large de la libre prestation de services.

Quatre autres principes, déclinés par la Banque de France au cours de ces années, me semblent pouvoir être évoqués car ils ont subi, avec une réussite variée, l'épreuve de l'Europe et des normes internationales : une approche résolument consolidée de la réglementation et de la supervision, l'incitation à développer des modèles internes pour déterminer les exigences en capital, la place importante accordée à la gestion du risque de liquidité des établissements, enfin la mise en œuvre d'un contrôle sur place des établissements étoffé, complémentaire et indépendant du contrôle sur pièces.

Les modèles internes. Peut-être faut-il y voir un tropisme bien français pour la modélisation complexe, mais très tôt la Commission bancaire a considéré que l'accord international de 1988 (Bâle 1) ne permettait pas de rendre compte des risques auxquels les banques étaient individuellement exposées : fondé sur des pondérations standards au demeurant très peu granulaires, le ratio Cooke n'était pas un thermomètre pertinent et ne permettait pas de piloter effectivement un

établissement de crédit. Le développement des opérations sur dérivés et de la titrisation a mis en évidence la nécessité d'une évolution lourde de l'approche réglementaire. Nous avons donc favorisé l'émergence des modèles internes, développés par chaque banque et mesurant les risques propres aux expositions de l'établissement en fonction de leurs caractéristiques propres et des historiques de l'établissement et des marchés. Cette approche vise à aligner les intérêts de l'établissement sur ceux du superviseur : disposer d'une mesure des risques la plus adaptée à la situation de l'établissement qui permette effectivement de gérer l'établissement et de déterminer une exigence pertinente de fonds propres. Naturellement une telle approche n'a de sens que si les modèles font l'objet d'une validation extrêmement exigeante et homogène entre les établissements de la part du superviseur. Les moyens tant quantitatifs que qualitatifs que la Commission bancaire a dédiés à cette validation ont été considérables. Le principe même des modèles internes ne fait pas l'unanimité parmi les régulateurs et les superviseurs. Certains, qui y voient une carte blanche donnée aux banques pour minimiser les exigences de fonds propres, mettent en évidence les différences de pondération existant entre établissements pour des expositions *a priori* identiques... Ils préconisent leur abandon au profit d'une supervision fondée sur la combinaison d'un ratio de levier et de *stress tests*. Sans sous-estimer l'utilité d'un ratio de levier et des *stress tests*, la Commission bancaire a considéré que les modèles internes devaient rester le cœur de la démarche de supervision ; le Mécanisme de supervision unique a repris cette politique et a lancé un vaste programme de revue et de mise à niveau des modèles afin de renforcer leur crédibilité et d'assurer une approche homogène au sein de l'Union bancaire.

La liquidité. La France a introduit dès 1988 (en fait après la crise boursière de 1987) un dispositif prudentiel fondé sur des ratios pour réglementer la liquidité à un mois ; les actifs liquides devant couvrir les exigibilités à cette échéance. Dès 2007, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise financière, la Commission bancaire a mis en chantier une évolution profonde de cette approche dans la perspective de mieux maîtriser le risque de liquidité dans un environnement stressé. La démarche a abouti en 2008 à une réglementation rénovée distinguant, d'une part, les établissements dont le profil de liquidité peut être considéré comme simple avec un ratio de liquidité à un mois calculé sur des bases standards revisitées et complétées par des tableaux de trésorerie à sept jours et, d'autre part, les groupes bancaires complexes invités à développer des approches avancées, fondées sur l'établissement d'une cartographie des risques de liquidité, des dispositifs de limites calibrés pour tenir compte des résultats de scénarios de crise, et de plans d'urgence opérationnels. Cette réglementation nationale relativement sophistiquée ne pouvait être reprise dans une première réglementation internationale. Le LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) se différencie sur deux points importants de notre

réglementation précédente : il n'autorise pas d'approche avancée et ne prend pas en compte la liquidité susceptible d'être apportée par la Banque centrale. Ce dernier point reflète en fait le caractère minoritaire, sur la scène internationale, du refinancement bancaire dans les outils de politique monétaire.

Une troisième caractéristique de la supervision bancaire française est le rôle et le poids du contrôle sur place. Alors que dans certains pays, ce contrôle est peu développé, parfois confié à des intervenants extérieurs ou réalisé par les mêmes équipes que celles qui effectuent le contrôle sur pièces, la France a fait un autre choix : ce contrôle est réalisé sous l'autorité d'un chef de mission disposant d'une large autonomie dans la conduite de sa mission, avec des équipes Banque de France largement dédiées (même si elles peuvent ponctuellement être constituées de renforts extérieurs ou d'agents dont la tâche principale est le contrôle sur pièces). Ce chef de mission est indépendant de la ligne hiérarchique du contrôle sur pièces dont le rôle est de décider des suites à donner au contrôle en complétant et éclairant ses résultats par une approche transversale. Le Mécanisme de supervision unique a retenu ce modèle français ; il ne faut pas sous-estimer l'évolution que cela exige dans les pratiques de supervision de certains pays.

Enfin, l'approche consolidée. Certaines autorités concentrent leur attention sur la situation des établissements sur une base individuelle, la Banque de France privilégie leur suivi sur une base consolidée. Cette approche, économe en termes d'effectifs dédiés à la supervision, est adaptée aux mécanismes et traditions de solidarité dans les groupes et réseaux bancaires français ; elle a favorisé l'émergence de groupes bancaires puissants pouvant optimiser leur allocation de fonds propres et de liquidité ; sans être au détriment de l'efficacité de la supervision, il me semble. C'est cette approche qu'il convient de transposer au niveau de l'Union bancaire ; ce n'est pas acquis. Une approche « solo » de la résolution, la fragmentation des dispositifs de garantie de dépôts et la volonté de certains de privilégier des approches essentiellement nationales peuvent retarder une évolution qui est indispensable à la concrétisation effective de l'Union bancaire.

L'implication des banques centrales dans la réglementation et la supervision financière a singulièrement progressé au cours de ces dernières années : constitution de la PRA (*Prudential Regulation Authority*) adossée à la banque d'Angleterre pour superviser l'ensemble des intermédiaires financiers, supervision bancaire confiée à la Banque centrale européenne (BCE), généralisation des fonctions de stabilité financière dans les missions des banques centrales, émergence des politiques macroprudentielles pilotées par les banques centrales.

La France soutient et accompagne naturellement toutes ces évolutions qui s'inscrivent bien dans sa tradition d'implication étroite de la Banque centrale

dans toutes les dimensions de la régulation ; mobiliser son expertise, tirer profit de sa neutralité, assurer une action cohérente dans le domaine financier, ceci a conduit au cours des dernières années à lui confier des responsabilités accrues en matière de service aux particuliers (traitement du surendettement, droit au compte, protection de la clientèle...) et aux entreprises (médiation du crédit), à intégrer la supervision des assurances et des banques dans une ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) adossée à la Banque de France. Les modalités retenues pour le fonctionnement du Haut conseil de stabilité financière (HCSF) sont également emblématiques du rôle de la Banque de France comme pivot de la régulation financière : le HCSF est présidé par le ministre mais prend des décisions sur proposition du Gouverneur de la Banque de France, son secrétariat étant partagé entre la Direction générale du Trésor et la Banque de France.

Alors que le paysage financier subit des bouleversements profonds, il a plus que jamais besoin de repères stables et d'un « pivot » solide ; il faut que la Banque de France se montre à la hauteur de ces nouveaux enjeux.



## Quelle surveillance des marchés à Paris (de la COB<sup>1</sup> à l'ESMA<sup>2</sup>) ?

**Gérard Rameix**

Président

Autorité des Marchés Financiers (AMF)

La surveillance des marchés est au cœur des missions de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Elle s'appuie sur l'analyse des opérations réalisées et constitue une source essentielle des propositions d'enquêtes et contrôles. Elle favorise également une meilleure compréhension des marchés et l'identification de risques émergents.

Les activités de surveillance s'exercent dans un environnement toujours plus complexe, lié à l'évolution de la réglementation, la mutation technologique des marchés avec la multiplication des plates-formes de *trading*, le développement exponentiel du *Trading* haute fréquence (THF), l'internationalisation croissante des acteurs et la sophistication des interventions suspectes.

Elles nécessitent, de fait, une constante adaptation des systèmes avec des investissements techniques et humains conséquents.

L'AMF a toujours veillé à mettre en œuvre des moyens importants et à s'adapter à cet environnement évolutif afin d'assurer une surveillance active des marchés avec le développement d'outils internes modifiés régulièrement pour assurer leur efficacité.

Cette approche, adoptée très tôt, du temps de la Commission des opérations de Bourse (COB), lui confère aujourd'hui un rôle moteur dans la nécessaire construction d'une surveillance européenne en coopération avec ses homologues et l'ESMA.

- 
1. Créée en 1967, la Commission des opérations de Bourse (COB) a été fusionnée en 2003 avec le Conseil des marchés financiers pour former l'Autorité des marchés financiers (AMF).
  2. L'European Securities and Markets Authority (ESMA) est l'Autorité européenne de surveillance des marchés financiers.

## **1. Une surveillance active visant à exploiter efficacement l'ensemble de l'information disponible afin de détecter les abus de marchés et acquérir une bonne compréhension des marchés**

La surveillance des marchés à Paris s'exerce en continu, de manière quotidienne et systématique sur l'ensemble des opérations réalisées sur les instruments financiers admis à la négociation sur le marché réglementé ou sur tout système multilatéral de négociation organisé français (actions et obligations listées sur Euronext, Alternext), quel que soit le lieu d'exécution (marché réglementé, plates-formes alternatives, ou de gré à gré)<sup>3</sup> ou la nationalité des contreparties, ainsi que sur les produits dérivés liés à ces instruments (options, *swaps*, *contract for difference* – CFD...). Depuis juillet 2013<sup>4</sup>, le périmètre des abus de marché susceptibles d'être sanctionnés par l'AMF a été étendu aux produits cotés sur le Marché Libre, aux contrats commerciaux sur les matières premières agricoles (Matif), ainsi qu'aux indices de référence. En 2015, cette surveillance s'est exercée sur près de 1 000 actions cotées, plus de 2 400 titres de créances, plus de 38 000 *warrants* et certificats auxquels s'ajoute l'ensemble des dérivés listés sur indices et matières premières.

Son objectif est de détecter tout événement ou comportement pouvant constituer une opération d'initié, manipulation ou tentative de manipulation de cours, diffusion de fausse information ou tout autre manquement à la réglementation applicable aux intervenants sur les marchés. Elle constitue une source essentielle de propositions d'enquête : en moyenne, 80 % des enquêtes ouvertes à l'initiative de l'AMF le sont sur proposition des équipes de la surveillance des marchés.

La surveillance est réalisée sur la base des informations transmises quotidiennement par les intermédiaires de marchés, les infrastructures des marchés, les fournisseurs de données et les autres régulateurs. Ces informations collectées constituent une masse significative de données qui n'a cessé de croître avec le temps. Ainsi, en 2015, près de 1,6 milliard de déclarations de transactions ont transité par les systèmes de l'AMF.

Afin d'analyser ces données, l'AMF a très tôt cherché à développer un traitement automatisé lui permettant d'exploiter efficacement l'ensemble de l'information qu'elle reçoit. Ainsi, dès 1999, la COB développe son propre système de détection automatisé, constitué de tests statistiques permettant la détection d'anomalies potentielles ou de configurations de marchés anormales au regard de l'évolution du cours, des volumes échangés ou de la part de marché

---

3. Depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, date d'entrée en vigueur de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers (Directive MIF).

4. Loi de séparation et régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013.

des différents intervenants, par exemple, sur les données provenant d'Euronext Paris. Il intègre également l'analyse des données issues des carnets d'ordres et la recherche de manipulations de cours. Outre son amélioration constante afin d'intégrer les évolutions structurantes des marchés, ce traitement est complété dès 2009 par l'analyse automatisée de l'ensemble des données reçues dans le cadre des *reportings* réglementaires liés à l'entrée en vigueur de la Directive MIF. En 2011, il est étendu aux dérivés (cotés et non cotés).

De plus, afin d'être en mesure de repérer et d'analyser très rapidement tout incident de marché, l'AMF a également développé un outil de suivi du marché en temps réel qui génère des alertes sur les variations de cours ainsi que les événements pouvant affecter une séance (suspension ou réservation du cours).

Ces alertes qui sont générées quotidiennement constituent la base de travail principale des analystes de l'AMF. Chaque année, en moyenne, 30 000 alertes sont générées et analysées afin d'orienter les recherches de manquements. Elles sont complétées par des signalements d'anomalies en provenance notamment des opérateurs de marchés, des intermédiaires et du public<sup>5</sup>.

À partir de ces alertes générées et signalements reçus, les analystes sont chargés d'identifier les manquements potentiels en confrontant les données de marché aux informations publiques disponibles.

En complément de la recherche de manquements, ce traitement systématique des données reçues permet à l'AMF d'assurer une veille stratégique des tendances de marché résultant de l'évolution de la réglementation ou des innovations technologiques. Cette veille favorise l'identification des nouveaux comportements ainsi que l'émergence éventuelle de nouvelles poches de risques. Cette connaissance fine des marchés légitime sa participation active à l'évolution de la réglementation. Ainsi, la surveillance de l'AMF a pu largement contribuer à la révision de la directive MIF dans son encadrement du *trading* haute fréquence et de la fragmentation des marchés<sup>6</sup>.

5. Si les systèmes de détection développés par les autorités de marchés restent essentiels, la surveillance doit être l'affaire de tous : entreprises de marchés, gestionnaires, intermédiaires... Elle sera, en effet, d'autant plus efficace qu'elle pourra bénéficier de points de vue et perspectives différents.

6. Cette contribution des autorités de marchés est d'autant plus souhaitable qu'elle peut permettre, par la prise de certaines mesures simples en amont, de faciliter les activités de surveillance. Par exemple, la mise en place d'un ratio ordres sur transactions, tout en encadrant l'activité de THE, allège également l'exploitation des données lors de la recherche de manquements.

## 2. Un environnement évolutif qui nécessite une constante adaptation et des investissements techniques et humains importants

Les marchés d'instruments financiers ont connu au cours de ces dernières années d'importantes mutations. L'entrée en vigueur des nouvelles réglementations ainsi que les rapides évolutions technologiques ont entraîné des changements fondamentaux, tant au niveau de la structure des marchés que dans les stratégies de négociation employées.

En effet, l'entrée en vigueur de la directive MIF a, dès 2007, profondément modifié la structure du marché : la négociation d'un même instrument financier peut intervenir sur plusieurs plates-formes de négociation qui se livrent une concurrence féroce afin d'attirer les flux d'ordres.

De plus, la généralisation des carnets d'ordres électroniques, qui s'est accompagnée d'une automatisation accrue de l'envoi des ordres et de l'exécution des transactions avec le développement des algorithmes de *trading* et l'émergence de nouveaux acteurs, tels que les *Traders* haute fréquence (THF), peut parfois générer des comportements abusifs, portant préjudice au bon fonctionnement des marchés.

Toutes ces mutations obligent les autorités de marché à revoir et à adapter régulièrement leurs outils et moyens mis en œuvre afin de mener à bien leur mission de surveillance. En accroissant sans cesse la masse de données à analyser, elles requièrent des investissements informatiques mais aussi humains conséquents, avec le recrutement de profils plus expérimentés et plus techniques<sup>7</sup>.

La modernisation des outils a toujours constitué une priorité pour l'AMF qui veille à s'assurer régulièrement de l'efficacité de ses tests et fait constamment évoluer ses outils.

Par exemple, dans le cadre de la détection de manipulations de marché réalisées notamment par le biais d'activités de *trading* haute fréquence un nouvel outil a été développé en interne permettant de « rejouer » les carnets d'ordres. De même, l'AMF s'est dotée d'un outil informatique permettant de collecter et stocker de façon systématique les informations diffusées sur les forums Internet et les réseaux sociaux.

Plus récemment, l'AMF a lancé un programme ambitieux de modernisation de sa plate-forme dédiée à la surveillance qui doit lui permettre d'affiner son analyse en assurant une exploitation plus efficace de l'ensemble de l'information qu'elle reçoit et d'améliorer significativement sa détection des potentiels abus de marché.

---

7. La surveillance des marchés à l'AMF est constituée d'une équipe multidisciplinaire d'une vingtaine de personnes, des professionnels des marchés mais également des experts en statistiques et en informatique.

Cette volonté d'avoir une surveillance en phase avec les dernières pratiques de marché confère à l'AMF un rôle précurseur en Europe comme en témoigne la récente sanction de l'opérateur THF Virtu. Elle lui permet également de partager son savoir-faire avec ses homologues et de jouer ainsi un rôle moteur dans la construction d'une surveillance européenne.

### **3. Un avenir qui s'inscrit dans une nécessaire coopération européenne**

Si de nombreuses autorités de marché se sont pendant longtemps reposées quasi exclusivement sur les signalements reçus ou les systèmes de surveillance de leurs entreprises de marché, la plupart ont aujourd'hui pris conscience de la nécessité de disposer de leur propre système de détection et d'y affecter des moyens significatifs. En effet, chaque autorité compétente, en Europe et dans le monde, doit désormais développer une culture de surveillance commune dans un environnement de globalisation des marchés et d'interconnexion croissante.

Dans un contexte de multiplication des échanges *via* des plates-formes ou des participants de marché situés hors des frontières nationales, les échanges entre régulateurs deviennent indispensables afin d'être en mesure d'assurer une surveillance efficace et disposer d'une information exhaustive.

Compte tenu des enjeux liés aux outils de surveillance, notamment en termes de coût, les autorités nationales et l'ESMA se doivent de se doter d'outils de surveillance communs et mutualisés afin de faciliter le traitement et le partage de données. Cette mutualisation devra également se faire afin d'assurer un niveau de qualité des données suffisant.

À ce titre, l'AMF s'est engagée activement auprès de ses homologues européens et internationaux notamment dans le partage de pratiques convergentes autour de la surveillance des marchés et le développement d'outils informatiques liés à sa mission.

Ainsi, en 2015, l'AMF a concrétisé sa coopération avec le régulateur belge par un partenariat autour des outils de la surveillance des marchés.

Par ailleurs, l'AMF joue un rôle moteur dans le développement d'outils mutualisés au niveau de l'ESMA pour répondre à certaines exigences réglementaires liées à la mise en œuvre des nouveaux textes européens (le règlement EMIR – *European Market and Infrastructure Regulation* et la nouvelle Directive sur les Marchés d'instruments financiers).



# Les juridictions financières, gardiennes historiques de l'ordre public financier, alliées de la modernisation du service public

**Didier Migaud**

Premier Président de la Cour des Comptes

**L**a création des juridictions financières et l'évolution de leurs missions sont très étroitement liées à la volonté des souverains successifs de faire maintenir l'ordre public financier, puis à celle d'ancrer la France dans un régime républicain et démocratique, au service des citoyens.

## **1. Les juridictions financières sont le fruit d'une construction historique ancienne**

Sous l'Ancien régime, le contrôle des finances publiques puise ses origines dans l'essence de l'État souverain. Si les plus anciens registres de la chambre des comptes royale remontent à 1223, il faut attendre une ordonnance de Philippe V, dit le Long, datant de 1319 pour voir précisées les missions de la chambre des comptes royale. Sur le même modèle, des institutions comparables sont créées en Bourgogne, en Provence, en Lorraine et à Montpellier.

Les chambres des comptes de l'époque ont trois grandes catégories d'attributions : préserver le domaine royal, les magistrats ayant un devoir de vérification et d'enregistrement de tous les actes qui ont une incidence sur les finances royales ; contrôler les comptes produits par les comptables de deniers royaux, l'équivalent des comptables publics actuels ; conseiller, sous la forme d'une remontrance adressée au roi ou du refus d'enregistrer les actes jugés contraires aux intérêts du Prince. Les gens des comptes lui expriment les motifs de ce refus, qui peut être repoussé par lettre de jussion établie par le roi ou par la tenue d'un lit de justice.

Pendant les années 1780, alors que la situation financière de la France continue

de se dégrader, la Chambre des comptes, toujours respectueuse, s'est toutefois crue autorisée à formuler l'énoncé suivant : « Si le déficit devait s'alimenter encore de la subsistance des peuples, alors les Cours souveraines devraient se réunir pour supplier sa Majesté de rendre à la Nation assemblée [...] le pouvoir de consentir les impôts et d'être consulté[e] sur le choix des sacrifices ». À l'époque, cela faisait plus d'un siècle et demi que le roi n'avait pas réuni les États généraux.

Avant tout, elle voulait rappeler les principes fondamentaux du royaume tels qu'ils découlent des lois. Ces lois s'imposaient au souverain pour préserver la Couronne. C'est dans cet esprit qu'à la veille de la Révolution, le Premier président Nicolaÿ refuse d'être député aux États généraux et choisit de continuer de siéger au sein de la juridiction dans l'espoir, affirme-t-il, de « préserver l'avenir du malheur des temps et d'intéresser l'opinion publique ». Intéresser l'opinion publique, et non se substituer aux pouvoirs publics, tel était déjà l'objectif de la Chambre.

## **2. Juridictions indépendantes, elles suscitent d'abord la méfiance des révolutionnaires**

Les révolutionnaires, d'abord partisans d'une démocratie aussi directe que possible, mais aussi extrêmement méfiants vis-à-vis des corps constitués de l'Ancien Régime, ont écarté les magistrats des comptes comme ils ont interdit aux Parlements de connaître des actes de l'Administration. Le lien indissociable entre la reddition des comptes, au sens large, et la démocratie est consacré par l'article 15 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, qui est aujourd'hui rappelé en la Grand'chambre de la Cour des comptes, enceinte la plus solennelle de la juridiction : « La Société a le droit de demander compte à tout Agent public de son administration ».

Mais le décret des 17 et 29 septembre 1791 a substitué aux chambres des comptes un Bureau de comptabilité. Émanation directe de l'Assemblée, ce bureau est destiné à l'aider à apurer directement et définitivement les comptes de la Nation. Le comte Mollien, ministre du Trésor public du Premier empire à la longévité administrative et politique remarquable – il exerce de nombreuses responsabilités financières de 1778 à 1814 – explique ce mouvement dans ses Mémoires : « Les anciennes Cour des comptes de France, en succombant sous la révolution, avaient subi la peine des fautes qu'elles n'avaient ni empêchées ni prévenues ».

La décision de créer le Bureau de comptabilité a rapidement été contestée. En effet, le risque de collusion entre le pouvoir législatif et le pouvoir exécutif a été mis en avant. Pendant des débats à la Constituante, le baron de Batz affirme : « Il faut que la vérification des comptes soit indépendante à la fois du pouvoir législatif et du pouvoir exécutif ». Soupçonneux vis-à-vis de ses pairs, il déclare :

« Après avoir réglé l'impôt et fixé les dépenses publiques, vous ne réserverez pas à vous seuls et à vos successeurs le droit de juger des agents publics qui auront exécuté vos lois. Vous voudrez qu'il existe entre vous et eux des intermédiaires indépendants des deux pouvoirs et offrir par là même à la Nation une garantie contre toute collusion, contre toute clandestinité, en un mot contre toute mesure que l'autorité des deux pourrait soustraire à la censure publique ».

L'ancien surintendant Malouet critique aussi, plusieurs années plus tard, la suppression des chambres des comptes au nom d'un argument simple : « Un compte n'est pas une affaire qui s'arrange à l'amiable ; la reddition d'un compte est une chose de rigueur... Si vous ne soumettez pas toutes les dépenses à un contrôle général permanent et au jugement d'un tribunal impérial, vos administrations ruineront le royaume... ».

### **3. De la Cour impériale à l'institution républicaine, « imposant auxiliaire de l'ordre public »**

Le comte Mollien émet lui aussi des doutes quant à l'efficacité du Bureau de comptabilité, exprimés à Napoléon I<sup>er</sup> : « Dans ma correspondance avec l'empereur, je lui avais souvent aussi exprimé le désir de voir se rétablir, avec son ancien nom et ses principales attributions, la magistrature spéciale qui, sous le titre de chambre des comptes, jugeait, en dernier ressort, plus promptement et mieux, tous les comptables justiciables autrefois de plusieurs tribunaux ainsi nommés. Une cour des comptes, comme je la concevais, ne me paraissait pas représentée d'une manière assez imposante par la commission qui, depuis quelques années, remplissait la même fonction, quoiqu'il soit juste de dire que cette commission y apportait zèle et intégrité ».

Fidèle et loyal serviteur de l'empereur, il est dans le même temps conscient de la nécessité d'installer une institution forte, propre à éclairer le souverain de manière libre et indépendante, sans laquelle le système financier demeurerait inachevé. Il préfigure, avec précision et avec des propos d'une grande actualité, le modèle juridictionnel actuel, dont le principe d'équidistance vis-à-vis du Gouvernement et du Parlement est aujourd'hui consacré par l'article 47-2 de la Constitution du 4 octobre 1958 : « Dans mon désir de voir s'établir un système complet de finances, j'attachais une grande importance à l'institution d'une magistrature supérieure qui, séparée de l'action administrative, et ayant l'indépendance de l'inamovibilité, serait placée en quelque sorte entre le gouvernement et le pays pour juger dans la limite de ses fonctions, et dans la mesure des égards dus à leur position respective, si ceux qui auraient pris quelque part au maniement et à l'emploi des deniers publics, soient comme agents de recettes et de dépenses, soit

même comme ordonnateurs, n'étaient pas reprochables, soit par des fautes graves, soit seulement même par quelque irrégularité ».

Le lecteur attentif constate que la juridiction de la Cour de discipline budgétaire et financière est également esquissée. Le ministre des Finances de l'époque, Gaudin, hostile au caractère juridictionnel du corps, ne parvient pas à l'écartier de la loi fondatrice du 16 septembre 1807. Mais il obtient, avec le soutien du Conseil d'État, que la nouvelle Cour des comptes ne puisse s'attribuer de juridiction sur les ordonnateurs, qui n'est confiée à la Cour de discipline budgétaire et financière que par la loi du 25 septembre 1948. Le 5 novembre 1807, la juridiction est installée par Lebrun, architrésorier de l'Empire. Elle est au service de l'Empereur, seul destinataire de son rapport annuel et seul susceptible, à partir des constatations faites par la juridiction, d'engager la responsabilité des ordonnateurs qui ont failli à la tâche...

La Cour des comptes a depuis, pour reprendre l'expression de Mollien, pris « place parmi les premiers pouvoirs de l'État, [devenant] un imposant auxiliaire de l'ordre public ».

#### **4. Les juridictions financières au service d'un régime démocratique et républicain**

La Cour est aujourd'hui indépendante de l'exécutif et du législatif et à équidistance des deux. Cela traduit, sous la V<sup>e</sup> République, notre système de parlementarisme rationalisé ou semi-présidentiel. Ce modèle ne s'est constitué que progressivement mais donne suite aussi à ces principes essentiels dégagés par Malouet, le baron de Batz, et le comte Mollien. Depuis la renaissance de la Cour des comptes sous Napoléon, plusieurs traits fondamentaux ont émergé progressivement, qui caractérisent les juridictions financières et qui s'apparentent de plus en plus à des principes inhérents à la démocratie. L'ordre public financier est comme une composante nécessaire à l'exercice de la démocratie.

Le premier trait remarquable est probablement lié à un texte fondateur : la loi du 21 avril 1832. La Monarchie de juillet, qui décide que le rapport annuel de la Cour des comptes sera communiqué au Parlement, consolide son rôle dans le contrôle. C'est le véritable acte de naissance de ce qui deviendra le rapport public annuel de la Cour, qu'il est désormais plus aisé de consulter. L'opinion publique naissante comme la presse peuvent s'appuyer sur les critiques de la Cour pour affûter leurs argumentaires.

De ce fait, les juridictions financières constituent l'un des dispositifs œuvrant en faveur de la probité et de l'intégrité publiques, l'un des instruments de la

confiance que les citoyens sont en droit d'exiger des institutions républicaines, l'un des fers de lance de la transparence de la vie publique. C'est d'ailleurs la III<sup>e</sup> République qui décide, par décret-loi du 2 mai 1938, la publication au *Journal Officiel* du rapport public annuel de la Cour. Cette publication est suspendue pendant la guerre, et ce jusqu'en 1946. Le Premier président de l'époque qui venait d'être nommé par le régime de Vichy, commenta ainsi cette décision : « Si, dans un régime qui se caractérisait par le défaut de responsabilité et l'absence de toute sanction, le rapport public de la Cour pouvait se concevoir comme un appel en désespoir de cause, à une opinion publique d'ailleurs indifférente, dans le nouveau régime il n'a plus sa place ». Ce propos suffirait, à lui seul, à illustrer la filiation si profonde qui unit démocratie et contrôle de l'usage de l'argent public.

## 5. Des alliées de la modernisation de l'action publique

Sous la V<sup>e</sup> République et surtout depuis une trentaine d'années, le positionnement des juridictions financières se manifeste d'une part par des publications qui se sont faites plus nombreuses et sur des sujets plus divers : le rapport public annuel, attendu par les citoyens et la presse, parfois redouté par les décideurs publics ; mais aussi, depuis 1991, des rapports publics thématiques ; des rapports prévus par la loi organique relative aux lois de Finances de 2001 ; des rapports à la demande du Parlement ou du Gouvernement ; depuis 2012, publication de ce que nous appelons des référés, c'est-à-dire des communications plus ponctuelles, autrefois réservées au Premier ministre, aux ministres, puis aux parlementaires ; publication depuis 2014 de rapports dits « *particuliers* » sur des entreprises publiques.

Le positionnement des juridictions financières évolue d'autre part avec une présence accrue des chefs successifs de la Cour dans le débat public, afin de donner de l'écho aux recommandations des juridictions financières. Étant entendu que le dernier mot revient évidemment aux représentants du suffrage universel.

Ce positionnement est en réalité inhérent au rôle que la Constitution a confié à la Cour. En vertu des dispositions de l'article 47-2, « la Cour des comptes assiste le Parlement dans le contrôle de l'action du Gouvernement. Elle assiste le Parlement et le Gouvernement dans le contrôle de l'exécution des lois de finances et de l'application des lois de financement de la Sécurité sociale ainsi que dans l'évaluation des politiques publiques. Par ses rapports publics, elle contribue à l'information des citoyens ». À titre d'illustration, en 2015, la Cour a conduit plusieurs évaluations. À la demande de l'Assemblée nationale, dans le cadre de sa mission d'assistance au Parlement, elle s'est notamment intéressée à l'action de la Douane, aux politiques de lutte contre la pollution de l'air et aux services publics numériques.

De manière plus générale, dans le rôle qui est le leur, les juridictions financières se veulent les alliées de la modernisation de l'action publique. Ses publications donnent lieu à une médiatisation croissante. La Cour et les chambres régionales sont de plus en plus présentes sur les réseaux sociaux. Elles produisent des vidéos et des animations pédagogiques, pour permettre une réappropriation de leurs conclusions par les citoyens. Elles contribuent activement au plan d'action national de la France dans le cadre du Partenariat pour le gouvernement ouvert (« OpenGov Partnership »). La mise en ligne des rapports publics est désormais accompagnée d'une mise à disposition des jeux de données publiques qui ont permis leur élaboration.

Dans toutes leurs activités – contrôle juridictionnel, contrôle de la gestion, certification des comptes de l'État et de la Sécurité sociale, évaluation des politiques publiques –, dans toutes leurs productions, les juridictions financières sont guidées par une préoccupation centrale : à partir de leurs constats et observations, formuler des pistes de réforme, contribuer à la modernisation des services publics, en expliquant ce qui fonctionne bien et ce qui pourrait progresser, et encourager les décideurs à s'intéresser davantage aux résultats de leur action.

## **Conclusion**

Héritières de la tradition rappelée dans ces développements, en application de la volonté du pouvoir constituant, et respectueuses de la séparation des pouvoirs, la Cour et les chambres régionales et territoriales des comptes s'attachent à faire régner « l'ordre public financier » dans toutes ses dimensions. Elles s'efforcent de le faire, contribuant en cela à attirer une plus grande attention sur les résultats de l'action publique, l'amélioration de la situation budgétaire et financière du pays étant aussi essentielle pour préserver la capacité de la France à procéder à des choix souverains.

# L'école française de l'analyse financière

**Jean-Baptiste Bellon**

Président

Société Française d'Analyse Financière (SFAF)

Sur les marchés financiers, les métiers de l'analyse financière se sont structurés et développés après 1945, en phase avec le développement des marchés financiers et de la gestion d'actifs, d'abord aux États-Unis puis en Europe. Les spécificités des structures des marchés dans chacune de ces deux zones expliquent qu'il y ait deux origines dominantes pour ces métiers :

- d'une part, celle des courtiers et les banques d'investissement, qui vendent les titres et inventent un domaine qui a vocation à apporter plus d'information aux acheteurs de titres, comme le note Sandy Weill<sup>1</sup>, c'est le modèle anglo-saxon. Dans ce cadre, la qualité d'une analyse repose sur la capacité d'interpréter les comptes rapidement, de croiser les différentes sources d'information, de challenger les directions des sociétés et d'expliquer l'attrait des titres choisis et placés. Talent de communication, esprit critique et indépendance de vue déterminent la crédibilité des analystes dans un monde dominé par les opérations primaires et notamment par les introductions en Bourse ; et
- d'autre part, celle des banques commerciales qui ont des rôles plus larges à la fois de placeurs de titres mais aussi de gestionnaires d'épargne pour le compte de tiers ; c'est plutôt le modèle qui prévaut à l'origine en Europe continentale. L'analyse financière dans ce cadre s'intègre dans une relation de plus long terme entre banque et entreprise, probablement moins critique mais avec une indépendance de vision sur le modèle d'entreprise et les perspectives de moyen terme. Les banques européennes ne viendront au courtage que dans la décennie 1980 avec les réformes qui suivent celles de Londres (Big Bang de 1982) et les vagues de privatisations.

En effet, les années 1960-1980 ont vu s'affaiblir la séparation entre les métiers bancaires qui s'était imposée après la crise de 1929, entre banques d'affaires et

---

1. "King of Capital: Sandy Weill and the making of Citigroup", A. Stone et M. Brewster, Wiley, 2002.

banques commerciales. Cette tendance s'est confirmée par la suite avec en particulier l'abolition du Glass-Steagall Act en 1999. Dans une période de forte croissance, les limites du pilotage par l'État se font sentir, et apparaissent ainsi des modèles de banques plus intégrées capables de servir les besoins nouveaux des entreprises et de l'économie.

En France, les réformes de 1966 de Michel Debré (pilotées par Jean-Yves Haberer) réduisent les barrières entre les différents statuts des banques. Les deux décennies suivantes verront se réaliser des rapprochements entre banques (avec la création de la BNP née de la fusion entre la BNCI et le CNEP) et l'intégration des banques d'affaires au sein de groupes de banque universelles. C'est dans ce contexte qu'apparaît en France dans les années 1960 le métier d'analyste financier et qu'est fondée la SFAF (Société française des analystes financiers).

Mais dès le départ, le modèle français est particulier car il mélange des influences des marchés financiers avec celles de l'État qui est à la fois un actionnaire significatif et une partie prenante vigilante. Ce n'est pas un hasard si le premier président de la SFAF et un de ses membres fondateurs, Jérôme Seydoux (président entre 1961-1965), était analyste aux États-Unis chez Istel Lepercq à New York. À ses côtés, les autres fondateurs venant du Cercle Pasquier apportaient tant des expériences de banquier d'affaires, de banquier commercial, de hauts fonctionnaires, de gestionnaires privés que d'universitaires. La Place de Paris s'était ainsi rassemblée pour définir les caractéristiques du métier d'analyste financier. Comme le souligne Bruno Roger (membre fondateur de la SFAF, président de 1968 à 1973), ce groupe va créer très rapidement un Centre de formation à l'analyse financière, qui depuis 1967 a formé plus de 4 000 personnes à Paris, ainsi que la *Revue Analyse Financière* en 1969.

Il y a aujourd'hui à Paris plus de 20 000 personnes qui travaillent au sein des sociétés de gestion et des activités de marché des banques d'investissement, dont une partie significative utilise des techniques d'analyse financière. Ce chiffre ne tient pas compte des effectifs des banques commerciales, qui au sein des départements risques ou dans les centres de relation avec la clientèle entreprise ont développé des compétences d'analyse financière. Si l'on essaie de cerner les spécificités de la Place de Paris et de l'École française de l'analyse financière, il nous semble qu'elle peut se caractériser par la place essentielle accordée à :

- **L'analyse des comptes sur le moyen terme.** Celle-ci doit faire face à des conditions difficiles d'accès à l'information. Dans un monde où l'information financière était encore très limitée (publication des bilans mais pas toujours des comptes de résultat dans les années 1960-1970), et qui reposait sur la publication des comptes sociaux (les premiers comptes consolidés sont publiés en 1966 par Saint-Gobain), l'analyse va, d'entrée, s'attacher à faire ressortir les points clés

de la performance de l'entreprise. Cette analyse se fonde ainsi sur la notion de capital employé et sur l'intensité capitalistique mesurée sur le chiffre d'affaires et la valeur ajoutée. Les données sectorielles et la comptabilité nationale permettent de compléter l'information des entreprises et de replacer la performance sur le cycle économique.

- **L'analyse des capitaux engagés** par les entreprises. Très tôt, les analystes se sont interrogés sur les limites des informations comptables. La définition comptable des actifs correspond de moins en moins à la définition économique des actifs des entreprises ; dans une société de la connaissance, la place des actifs immatériels est de plus en plus importante.

- **La modélisation.** Les enseignants des nombreuses formations d'Analyse financière en France ont développé des modélisations des performances passées et futures qui reposent sur une bonne compréhension des modèles d'activité. L'enseignement dispensé à la SFAF comporte depuis sa création l'analyse de la performance des sociétés *via* le TPF (Tableau pluriannuel des flux financiers). C'est un outil d'analyse qui appartient à la « famille » des tableaux de financement issu des plans comptables mais qui organise les différentes informations sur l'utilisation des *cash-flows* en fonction d'une vision déterministe de l'utilisation des *cash-flows*. Le TPF place au cœur de l'analyse la mesure de la rentabilité des capitaux investis et la capacité de l'entreprise à délivrer de la croissance en distinguant entre cycle d'exploitation et cycle d'investissement. Ce modèle créé par Geoffroy de Murard et Marcel Malissen, puis Roger Hannoset combine les expériences de l'analyse des comptes des entreprises vues par les experts publics (notamment ceux du Plan) et par les apporteurs de capitaux. Cette analyse permet d'inscrire les prévisions de résultats d'une entreprise sur son cycle d'investissement, en ayant une proximité culturelle forte avec les méthodologies développées par le Credit Suisse (HOLT) ou Deutsche Bank (CROCI<sup>2</sup>).

- L'analyse des **retraitements comptables** nécessaires à la détermination d'une performance « économique ». Ce qui s'était traduit par la création de standards de place sur les retraitements, notamment pour déterminer un résultat courant. La place organisée autour des banques avait ainsi créé un résultat « normé » (sous l'égide de Pierre Cabon à la DAFSA – Société de documentation et d'analyses financières – pendant une vingtaine d'années. Si ces standards ont disparu avec l'internationalisation de la Place de Paris, il n'en reste pas moins que les formations existantes continuent de mettre l'accent sur une même « ambition » des analyses qui vise à retraiter les données chiffrées pour obtenir une traduction économique des résultats comptables.

---

2. V. par exemple « CROCI, cash return on Cash invested », P. Costantini, Elsevier, 2006.

- **Les bonnes pratiques en matière d'évaluation.** Tant celles qui reposent sur les actifs ou celles fondées sur les flux de trésorerie que les approches intégrant les avancées des théories des options, qui permettent de montrer l'impact des échanges de promesses contenues dans les différents instruments financiers qu'une entreprise peut émettre.

Les différentes associations impliquées dans l'analyse financière sur la Place de Paris poursuivent dans cette voie. Pour notre part à la SFAF, nous nous appuyons sur nos 1600 adhérents représentatifs des professionnels de l'investissement qui sont des gérants (40 %), des analystes (30 %) et des conseillers financiers (15 %) qui partagent idées, réflexions et opinions au sein de Commissions thématiques.

L'analyse économique de la comptabilité et notamment des normes IFRS est réalisée par la Commission comptabilité alors que la Commission Extra Financière porte les sujets des capitaux immatériels et des critères de performance ESG (Environnement-Social-Gouvernance). Ces analyses et observations sont aussi alimentées par les travaux de la Commission Évaluation qui vise à harmoniser les pratiques de place. Cette volonté de partage anime aussi les travaux de la Commission Déontologie qui, dès 1992, avait mis en place une charte de bonnes pratiques et d'engagements (reprise à l'échelle européenne par l'EFFAS (Fédération européenne des analystes financiers)) relatifs aux professionnels de l'analyse qui s'exposent assez souvent à devenir « initiés » et doivent donc disposer de règles claires et simples pour les guider dans des situations complexes. La SFAF pense que l'autorégulation des comportements individuels doit occuper une place importante, notamment pour éviter que la réglementation ne devienne par trop pointilleuse et procédurière pour prévenir des comportements certes défaillants mais très minoritaires. De ce point de vue nos associations bénéficient de la qualité du dialogue noué avec l'autorité de marché (AMF – Autorité des marchés financiers).

En France comme en Europe, l'introduction prochaine de la directive MIF 2 fait repenser les différents modèles économiques qui régissent la production d'analyse financière et notamment le prix et les modalités de son paiement. Dans ce cadre de réflexion, les partenaires impliqués ont proposé des évolutions intéressantes pour mieux contribuer au financement des entreprises. Il s'agit tant des initiatives dirigées par l'Observatoire de l'OFEM en 2010-2012 que de celles du *Livre blanc sur l'innovation dans la gestion d'actifs* de 2014 (Pôle Innovation Financière), qui visait à développer des plates-formes communautaires d'analyse financière et de crédit des ETI-PME européennes pour mutualiser les coûts et favoriser un modèle économique qui soit pérenne à long terme.

Enfin, la SFAF participe en 2015-2016 aux travaux du groupe de travail « Analytika » du pôle Innovation Financière présidé par Alain Leclair. Le financement des entreprises, notamment PME et ETI, principale source d'emplois en Europe, connaît une profonde mutation liée à la désintermédiation et aux évolutions réglementaires majeures, entraînant un appel aux marchés financiers sous diverses formes qui viennent compléter les financements bancaires. Ce mouvement ne peut s'opérer sans un recours accru à l'analyse financière qui a vocation tant à valoriser les entreprises et leur potentiel (pour les actions) qu'à mesurer leur risque de solvabilité (pour les dettes) ainsi que les autres dimensions extra-financières (environnement, sociales, gouvernance...), indispensables à tout investisseur ou créancier. La SFAF a décidé ainsi de créer en 2016 une Commission dédiée aux marchés du crédit pour améliorer les pratiques de place et mieux identifier les besoins des marchés.

## Notes

1. Alors que les marchés financiers organisés remontent en Occident à Venise (XIV<sup>e</sup> siècle) pour les obligations, et Amsterdam (XVII<sup>e</sup> siècle) pour les actions, il faudra cependant attendre cette dernière centaine d'année pour voir apparaître la profession d'analyste financier, qui prend effectivement son essor après la Seconde Guerre mondiale, avec la création à New York en 1947 de la Financial Analyst Federation, qui vise à diffuser auprès de ses membres des « best practices » aboutissant quelques années plus tard (1963) à l'accréditation professionnelle « Chartered Financial Analyst » (CFA). Ainsi se complète l'OPA des « security analysts » sur le titre de « financial analyst », qui aurait pu être au fond revendiqué tant par les « credit analysts » du marché bancaire ou du marché obligataire (Moody's est créée en 1908) que par certains « budget analysts/controllers » dans les grandes entreprises : les premiers comptes consolidés sont publiés par la US Steel Corporation en 1902 (à titre volontaire, ils sont rendus obligatoires pour les sociétés cotées par le Securities Act de 1933) et la systématisation des ratios financiers et de gestion, inventée par Donaldson Brown à la société Dupont en 1912, s'étend progressivement aux autres grandes sociétés américaines dans les années 1920 (General Motors en tête, Pierre S. Dupont en assurant la présidence opérationnelle de 1920 à 1923).

Il faut vraisemblablement rattacher le développement de l'analyse financière à celui de la gestion collective. Le premier *closed-end fund* apparaît aux États-Unis en 1893 (Boston Personal Property Trust) et les premiers *mutual funds* en 1924 (Massachusetts Investors' Trust et State Street Investors' Trust) qui préfigurent le premier *open-ended mutual fund* moderne (Wellington Fund) de 1928. Au moment du krach, il y a environ 700 *closed-end funds*, utilisant un fort effet de levier, et 19 *open-ended mutual funds*. Après 1929, ne survivent pratiquement que les seuls *mutual funds* et ce *trend* ne s'arrêtera désormais plus : en 1954, il y a déjà plus de 100 *mutual funds* et la décennie suivante en ajoute des centaines d'autres (c'est la période des *growth funds*). L'accélération suivante se produit en 1971 avec la création des *index funds* (par Wells Fargo Bank puis Vanguard), aboutissant aujourd'hui à un marché comptant plus de 10 000 *mutual funds*...

Les méthodes d'analyse financière des titres trouvent leurs bases théoriques dans les années 1930 avec essentiellement deux ouvrages : « Security Analysis » de Benjamin Graham et David Dodd (1934, promotion de l'analyse fondamentale et du P/E ratio) et « The Theory of Investment Value » de John Burr Williams (1938, première exposition du *Dividend Discount Model*). Mais le pionnier de l'analyse économique et financière d'une société et de son secteur reste sans doute Henri Poor, retraçant de façon minutieuse les informations financières et opérationnelles attachées aux sociétés de chemin de fer des États-Unis, le secteur « hi-tech » de l'époque (« History of Railroads and Canals in the United States », 1860), et dont le nom reste attaché à la société Standard & Poor's.

2. La présence de hauts fonctionnaires à la SFAF n'est pas si incongrue si l'on veut bien se rappeler que les prédécesseurs des sociétés de Bourse actuelles, les agents de change, sont alors sous la tutelle de la puissance publique. Les agents de change sont en effet des officiers ministériels depuis 1572 jusqu'à 1720, puis de 1774 à 1791. Ce statut leur est à nouveau octroyé en 1801, en même temps que le monopole de la négociation des valeurs mobilières. Ils s'organisent alors en Compagnie des agents de change par ville (Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes, Paris, Toulouse). En 1967, la Compagnie des agents de change de Paris fusionne avec ses homologues de province, sous le nom de Compagnie nationale des agents de change. Qui disparaît en 1988, remplacée par la Société des Bourses françaises (devenant Euronext NV en 2000 après fusion des Bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris).

3. En matière d'analyse de bilan et d'analyse de crédit, la Société française d'assurance-crédit (SFAC) naît en 1927, la Société de documentation et d'analyses financières SA (DAFSA) en 1959, et la Banque de France crée la Centrale des bilans en 1968.

Cette année doit être considérée comme une des grandes années charnières : en effet, 1968 voit naître la Commission des opérations de Bourse (COB), autorité administrative indépendante, par transformation du Comité des bourses de valeurs qui était rattaché au Trésor (la COB devient l'Autorité des marchés financiers (AMF) en 2004). En 1968 également, la Fondation nationale pour l'enseignement de la gestion (FNEGE), une initiative paritaire État-entreprises, est créée, avec comme première mission l'envoi aux États-Unis de dizaines de futurs professeurs de l'enseignement supérieur pour parfaire leur formation, notamment en finance et en marketing. Enfin, toujours en 1968, l'Université de Dauphine est portée sur les fonts baptismaux, pour renouveler les techniques d'enseignement de la gestion en France en s'inspirant du modèle américain. **(ARB)**

---

PARTIE 3

---

DES PRATIQUES  
DISTINCTIVES



# Le modèle français de protection sociale

**François Mercereau<sup>1</sup>**

Ancien Directeur de la Sécurité sociale  
Ministère des Affaires sociales

**N**otre protection sociale a connu de multiples évolutions depuis son origine. Pourtant le discours public continue de se référer à ses principes initiaux, comme s'ils étaient éternels. Il est sain de se demander s'ils sont toujours pertinents ou si notre modèle de protection sociale doit être revu à la lumière de l'économie et de la société actuelles.

## **1. Les objectifs initiaux voulaient concilier social et économique**

La refonte de la protection sociale en 1945 se fixait pour objectif de « libérer les travailleurs de la hantise du lendemain, base de la distinction des classes sociales »<sup>2</sup>. Pour ce faire, il s'agissait de garantir les travailleurs et leur famille « contre les risques de toute nature susceptibles de réduire ou de supprimer leur capacité de gain »<sup>3</sup>.

L'ambition était donc de concilier un objectif social (la sécurité, condition de la liberté) et un objectif économique (la sécurité, condition de la prospérité).

L'organisation mise en place alors pour atteindre ces objectifs alliait deux composantes : un ensemble d'institutions parapubliques à vocation monopolistique, selon les principes affirmés à l'époque (universalité, unité, uniformité), tempéré par le choix de démocratie sociale de « confier aux bénéficiaires eux-mêmes la gestion des institutions »<sup>4</sup>.

---

1. Président de Notre-Dame de Bon Secours, il a effectué une carrière dédiée aux affaires sociales dans les secteurs public et privé (AGF, AXA, Korian).

2. P. Laroque (1907-1997), juriste, fondateur de la Sécurité sociale en France.

3. CSS, art. L. 111.1.

4. P. Laroque.

## 2. Ces objectifs ont-ils été atteints ?

D'un certain côté, cette partie du « modèle social » français a été accomplie. L'assurance maladie, qui couvrait la moitié de la population en 1945, s'étend aujourd'hui à la totalité, de même que les prestations familiales. Le système public de retraite couvre désormais l'ensemble des professions.

Parallèlement à cette généralisation, le niveau des prestations sociales a été sans cesse augmenté par toute une panoplie de moyens, qui vont de l'adjonction de nouvelles prestations (allocations logement, minima sociaux...) à l'accroissement de leur coût unitaire (exonérations du ticket modérateur de l'assurance maladie, allongement des carrières et valorisation de périodes non contributives en assurance vieillesse...).

Cette croissance en largeur et en hauteur a fait grimper le poids des prestations sociales de quelque 10 % du PIB en 1945 à 32 % aujourd'hui.

Grâce à la Sécurité sociale, les Français disposent aujourd'hui d'un accès illimité à l'un des plus larges « panier de soins » au monde ; l'Assurance maladie finance 78 % de la consommation de soins et de biens médicaux. Les familles bénéficient de prestations sans égales grâce aux prestations familiales et à l'Assurance maladie (les cotisations sont indépendantes de la taille de la famille). Enfin, les retraités ont désormais, compte tenu des pensions et de l'épargne, un niveau de vie moyen au moins égal à celui des actifs. Tout cela est du jamais vu dans l'Histoire, voire dans la géographie.

Il faut ajouter que notre modèle de protection sociale s'est enrichi d'apports venus de la négociation collective ou de l'assurance. Les régimes paritaires Agirc puis Arrco ont complété de médiocres pensions de base ; les organismes complémentaires de santé (mutuelles, assurances et institutions paritaires de prévoyance) ont permis un meilleur accès aux soins mal couverts par les régimes de base : l'optique, l'auditif et les prothèses dentaires. Les mêmes sont devenus les principaux opérateurs en matière d'invalidité, de décès, de rentes éducation, d'assistance. Enfin, l'assurance chômage et la formation professionnelle continue se sont ajoutées à la Sécurité sociale. Le développement des couvertures complémentaires ou parallèles a nourri le dialogue social et a ainsi permis aux entreprises d'apporter leur pierre à l'édifice. Ces dernières, lourdement mises à contribution par les cotisations patronales, ont un intérêt majeur à participer à la refonte de notre modèle de protection sociale.

Ces succès ont néanmoins leurs limites. La plus visible est l'incapacité des régimes de base à assurer durablement leur équilibre financier. En n'ayant pas anticipé le « papy-boom », pourtant hautement prévisible, les décideurs de l'assurance vieil-

lesse ont confondu répartition et imprévoyance. En assurance maladie, l'accent mis sur la liberté et l'égalité, plus que sur la responsabilité, a fourni du carburant aux dépenses. Le conventionnement des professionnels de santé, comme des établissements d'hospitalisation, est si peu contraignant qu'il est quasiment général. Ce manque de sélectivité conduit à la préservation des positions acquises et nuit donc à la qualité et à l'innovation. De même, fort peu de contraintes sont imposées aux assurés sociaux, de sorte que « l'excès d'accès »<sup>5</sup> dope la demande et bride de ce fait la prise en charge de techniques ou produits nouveaux. La branche famille a également rejoint le club des déficitaires depuis une dizaine d'années, témoignant ici aussi de la répugnance des décideurs à trancher dans le vif. L'accumulation des déficits a généré une dette sociale (158 Mrds EUR, fin 2014) qui transfère une lourde facture aux jeunes. Ce triste record du monde entache durablement le « modèle » français de protection sociale.

Une autre limite tient aux déséquilibres entre générations. C'est le cas pour l'assurance vieillesse. Les générations les plus anciennes bénéficient de retraites nettement plus élevées, au regard des cotisations qu'elles ont versées, que les plus jeunes. C'est aussi le cas pour l'Assurance maladie. Les prestations en nature sont financées par des prélèvements sur les salaires (cotisations employeurs et salariés, part de la CSG) dont le total est de 20 % environ ; tandis que les prélèvements sur les retraites (cotisations et part de la CSG) sont de 7 % environ. En doublant le transfert (justifié) entre les bien-portants et les malades, par un autre (contestable) entre les actifs et les retraités, les décideurs ont préféré la rente. Au total, les fortes inégalités entre générations ont transformé la sécurité sociale en mécanisme à décourager les actifs, surtout les jeunes dont les soins sont les moins bien remboursés (peu d'exonérations du ticket modérateur) et les retraites plus chèrement acquises.

### **3. Comment préserver le modèle français ?**

La poursuite de la protection sociale française suppose une série d'infléchissements.

Tout d'abord, il nous faut renoncer à la préférence française pour les déficits. Leur accumulation est non seulement une exception, mais encore une menace pour l'avenir. Les transferts sociaux ne sont pas un investissement, plutôt une redistribution du revenu ; ils ne sont pas davantage un amortisseur conjoncturel puisqu'ils n'ont jamais baissé. Certes, le retour à l'équilibre pèse sur la croissance, quelles qu'en soient les modalités, mais quel sera l'état de l'économie lorsqu'il faudra rembourser la dette ? Il est vrai que la majorité du corps électoral est désormais inactive, mais le produit à redistribuer est celui des actifs !

5. Cl. Le Pen, économiste, il dirige le master d'économie de la santé à l'Université Paris-Dauphine.

Ensuite, il faut alléger les dépenses sociales obligatoires. En période de croissance faible, et compte tenu du niveau des prélèvements obligatoires, les ajustements doivent porter sur les dépenses.

S'agissant des pensions de retraite, l'enjeu est de dégonfler le volume des droits en cours d'acquisition, afin de réduire le rendement de la retraite à ce que permettent la démographie des retraités et les cotisations prévisibles. Les leviers utilisables sont nombreux. Outre l'allongement de la durée d'assurance ouvrant droit à la retraite au taux plein ou le recul de l'âge de la retraite, on peut citer la valorisation des périodes non cotisées sur une base forfaitaire (le Smic par exemple) ou, dans le régime général, le relèvement des cotisations exigées pour valider un trimestre (aujourd'hui 200 heures de Smic suffisent). La transformation du régime général en « régime en points », à l'instar des régimes complémentaires, permettrait une revue complète des droits peu ou pas cotisés et renforcerait son caractère contributif, conformément aux principes de la répartition.

Pour l'Assurance maladie, les deux leviers principaux sont les restructurations hospitalières et un rôle accru des organismes complémentaires. Les techniques de soins (la chirurgie ambulatoire par exemple) permettent de réduire la durée des séjours, ce qui allège les dépenses à condition que l'effectif des personnels le soit aussi. L'offre hospitalière est suffisante, mais les blocs techniques peuvent être concentrés et les services moins émiettés. L'heure est donc à une restructuration de type industriel, dont les conséquences sociales peuvent être fortement limitées par les départs massifs en retraite des personnels recrutés dans les années 70. Il reste à en préciser la méthode. Le plus efficient serait de définir par territoire de santé l'offre souhaitable par groupe homogène de pathologies, et de procéder à des appels à projets pour susciter les opérateurs capables de mettre en œuvre la transformation.

Accroître le rôle des organismes complémentaires serait un approfondissement de notre modèle social. Non seulement ils ne peuvent pas se permettre de faire des déficits, mais leurs cotisations équilibrent davantage la charge entre les actifs et les retraités. Ils pourraient être appelés à jouer le premier rôle dans des domaines où ils sont déjà fortement présents et où leur plus grande facilité à conventionner sélectivement leurs prestataires leur confère un avantage majeur. On peut penser aux transports sanitaires, aux soins dentaires, aux dispositifs médicaux (dont l'optique et l'auditif), aux analyses médicales ou à la partie hôtelière de l'hospitalisation : il s'agirait de permettre aux établissements d'hospitalisation de fixer eux-mêmes leur tarif d'hébergement et aux organismes complémentaires d'en définir leurs conditions de prise en charge. Pour les indemnités journalières de maladie, les allègements principaux sont de mieux proportionner la durée de l'indemnisation à celle de cotisation (à l'instar de l'assurance chômage ou des

retraites) et de réduire la durée maximale d'indemnisation pour la caler sur celle des traitements médicaux actuels. Il est aussi permis de penser que les accidents de trajet seraient mieux gérés par les assureurs automobiles.

Enfin, il serait souhaitable d'introduire plus de concurrence dans la gestion des prestations sociales. La vision monopolistique de 1945 a conduit à une grande rigidité du système, les institutions publiques ayant tendance à préserver les situations acquises. Confier une plus grande place aux organismes complémentaires serait un pas dans cette direction, à condition de ne pas les encadrer de règles qui brideraient leur capacité à innover et à s'équilibrer. En outre, s'agissant de l'Assurance maladie, cela permettrait de rééquilibrer la charge des cotisations au profit des actifs. Au-delà, il est permis de penser qu'une mise en concurrence des régimes de base pourrait utilement les stimuler.

Rien de ceci n'est plaisant ni facile. Mais le remboursement de la dette sociale par nos enfants et petits-enfants ne le sera pas non plus. Si nous n'y prenons garde, le fardeau de la dette peut conduire à un rejet de notre modèle qui a su apporter à tous un filet de sécurité, indispensable à la cohésion de la société ; la préservation de ce modèle passe par une revue périodique des prestations sociales, dans le but d'en adapter le volume aux recettes et les objectifs aux moyens. Faute de gagner en agilité, le modèle français de protection sociale serait un lourd héritage pour les générations à venir.



# Le financement des retraites françaises

**Arnauld d'Yvoire**

Secrétaire général  
Observatoire des retraites

Le financement des retraites s'est d'abord inspiré de l'épargne avec des régimes plus ou moins gérés en capitalisation. L'inflation, consécutive à la Première Guerre mondiale, a entraîné le passage à la répartition tant pour les régimes de base que pour les régimes complémentaires. Mais la gestion par l'État de l'équilibre financier des premiers diffère profondément du pilotage des seconds par les partenaires sociaux.

## 1. De la capitalisation dominante...

### Des caisses de retraite soutenues financièrement par l'État

Le régime créé en 1673 pour les marins du commerce relève du ministère de la Marine qui en confie la gestion au Trésor public et c'est l'État qui comble les déficits. Le passage en 1885 à la répartition ne changera pas fondamentalement la situation. De même pour les serviteurs de l'État. La loi du 22 août 1790 pose le principe de leur droit à pension. En pratique, ce sont les intéressés qui s'organisent en créant sous forme de tontine une vingtaine de caisses de retraite. Mais, lorsqu'elles sont remplacées en 1853 par un régime unique financé sur le budget de l'État, les subventions de l'État couvraient depuis longtemps leurs déficits et représentaient les 2/3 des fonds nécessaires<sup>1</sup>.

### Une capitalisation gérée par des institutions publiques et investie dans le secteur public

La création, en 1850, de la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse (CNRV) offre à ceux qui le souhaitent, et en ont les moyens, la possibilité de se constituer une rente viagère sans risque. La gestion en est confiée à la Caisse des dépôts et

---

1. Exposé des motifs de la loi du 9 juin 1853.

consignations. Elle accueille également les fonds constitués par les sociétés de secours mutuels et les grandes entreprises pour leurs adhérents et salariés.

Ces dernières peuvent également créer leurs propres régimes de retraite en toute liberté. Souvent sous-provisionnés, ils n'offrent guère de garantie en cas de faillite de l'entreprise. C'est le cas de la Compagnie des fonderies et forges de Terrenoire, la Voulte et Bessèges, en 1887. Le scandale qui s'ensuit amène le Parlement à adopter en 1895 la loi dite des « garanties » qui oblige à la constitution de provisions soit auprès de la CNRV, soit dans des caisses patronales ou syndicales agréées, contrôlées par l'État et tenues de placer leurs fonds uniquement en rentes sur l'État, bons du Trésor ou auprès d'établissements publics ou reconnus d'utilité publique.

Après de longs débats entre incitation et obligation, assistance et assurance, la création en 1910 des rentes ouvrières et paysannes (ROP) fait le choix de l'épargne obligatoire et de la rente viagère. Celle-ci supposant la constitution d'une épargne préalable ne peut remédier immédiatement à la misère des ouvriers âgés. C'est pourquoi, les cotisations salariales et patronales sont complétées par une contribution de l'État, pour permettre aux salariés proches de la retraite de percevoir un minimum de pension. Les assurés ont le choix de leur caisse de retraite, mutualiste, patronale, syndicale, départementale, ou la CNRV. Mais la gestion des fonds est confiée à la Caisse des dépôts et consignations et la loi précise les placements qu'elle peut effectuer. Comme pour les régimes d'entreprise, l'argent des cotisations est dirigé essentiellement vers le secteur public, élargi aux protectorats et colonies et, accessoirement, vers des activités d'utilité sociale (habitations à bon marché, jardins ouvriers...) et le reboisement.

Ces dispositions sont reprises presque à l'identique par les assurances sociales de 1930 qui héritent des ROP. En 1934, 75 % du fonds des assurances sociales sera affecté au financement des grands travaux lancés pour lutter contre le chômage. Cette mesure de circonstance demeure dans la ligne des deux objectifs poursuivis par le législateur, la sécurité apportée par la garantie publique et l'utilité sociale. Le rendement ne constitue par un objectif en soi. L'investissement dans le secteur privé est exclu. En revanche, la loi garantit une pension minimale qui deviendra la pension du régime général en 1945.

## **2. ...à la répartition presque exclusive**

Une étape est franchie avec la création en 1941 de l'allocation aux vieux travailleurs salariés (AVTS). Sorte de minimum vieillesse avant la lettre, cette prestation a pour but de lutter contre la misère et de réduire le chômage. Étendue à un nombre croissant de bénéficiaires, elle va utiliser l'essentiel des réserves des assurances sociales. En 1945, lorsque les assurances sociales deviennent le régime

général, l'abandon officiel de la capitalisation pour la répartition prend acte d'un état de fait plus qu'il ne modifie le cours de l'histoire.

Les régimes des grandes entreprises telles que les mines, les chemins de fer, les industries électriques et gazières sont déjà ou deviennent des régimes spéciaux. La Caisse nationale de retraite des agents des collectivités locales (CNRACL), gérée par la Caisse des dépôts, prend le relais des très nombreux régimes créés par les collectivités locales pour leurs salariés. Les caisses de retraite mutualistes, patronales et syndicales disparaissent dans le régime général. Demeurent essentiellement les régimes créés par les employeurs ou par accords collectifs pour leurs salariés « exclus des assurances sociales ». Il s'agit des ingénieurs et cadres dont les salaires dépassent le plafond d'exclusion des assurances sociales. Ces régimes de retraite et de prévoyance, « reconnus d'équivalence aux assurances sociales », sont récents et certains ont été d'emblée créés en répartition. Les cadres souhaitent les conserver comme leurs « camarades mineurs, ceux des chemins de fer, du gaz et de l'électricité, de la Banque de France, etc., ne lèsent quiconque en conservant leurs régimes spéciaux »<sup>2</sup>. Mais ils sont obligés de rejoindre le régime général et n'obtiennent que le droit de créer leur propre régime de retraite et de prévoyance complémentaire, l'Agirc.

### 3. L'État garant en dernier ressort de l'équilibre financier des régimes de base<sup>3</sup>

#### L'adaptation des ressources aux charges prévaut d'abord

Les « Trente Glorieuses » se révèlent économiquement et démographiquement favorables pour certaines catégories professionnelles dont la plus nombreuse (les salariés du privé), mais rapidement défavorables pour beaucoup d'autres catégories (salariés relevant du régime agricole et de la plupart des régimes spéciaux, indépendants à l'exception des professions libérales). Le financement de cet ensemble disparate de régimes de base est assuré par des moyens très divers : relèvement des cotisations des intéressés, financement par l'employeur, taxes affectées, intégration financière des salariés agricoles dans le régime général, création d'une compensation démographique généralisée (doublée d'une surcompensation entre régimes spéciaux), relèvement du plafond.

2. Appel à l'action du Comité de défense des intérêts du personnel de cadre, de maîtrise et des techniciens bénéficiant d'un régime particulier, 18 oct. 1946.

3. Pour une étude d'ensemble, v. *Contribution à l'histoire financière de la Sécurité sociale*, sous la direction de M. Laroque, Association pour l'étude de l'histoire de la Sécurité sociale, La Documentation française, 1999.

## L'adaptation des charges aux ressources s'impose de plus en plus

Le choc pétrolier de 1974 marque la fin du plein-emploi et le déclin de la croissance. L'équilibre démographique et financier des régimes s'en ressent. Le recours à l'augmentation des ressources se poursuit. Mais les premières mesures d'économie apparaissent avec l'indexation des pensions sur les prix, et non plus sur les salaires. En 1993, une première réforme durcit progressivement les conditions pour partir à la retraite à soixante ans sans abattement, et rend moins favorable le calcul des pensions dans le secteur privé. En 2003, un nouveau train de réformes englobe pour la première fois les deux plus importants régimes spéciaux : la fonction publique et les agents des collectivités locales. Les principaux régimes spéciaux restants sont à leur tour réformés en 2008. Enfin, en 2010, les âges de retraite sont relevés de deux années.

## L'échec du fonds de réserve

Entre-temps, en 1999, les pouvoirs publics créent un fonds de réserve en faveur des régimes de base. Il doit accumuler cent cinquante milliards d'euros pour lisser la charge démographique à partir de 2020. Son financement repose en bonne partie sur des ressources exceptionnelles qui s'avéreront illusoire. Il ne dépasse pas les quarante milliards et l'objectif initial est abandonné en 2011. Ses ressources sont affectées à la Caisse de remboursement de la dette sociale (CADES) et ses réserves sont reversées à cette caisse, selon un échéancier qui court jusqu'en 2024. Il doit également servir à régler à la Cnav la dette de la Caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIÉG)<sup>4</sup>.

## 4. Les partenaires sociaux, pilotes des régimes complémentaires

### Les partenaires sociaux inventent la technique par points et le pilotage par le rendement avec l'Agirc

Tout commence avec le régime des cadres Agirc créé par l'accord national interprofessionnel du 14 mars 1947. Il va servir de modèle aux régimes complémentaires qui vont, peu à peu, couvrir la plupart des secteurs professionnels.

Son financement est conçu d'emblée en répartition. Les partenaires sociaux en tirent toutes les conséquences en reconstituant les droits comme si le régime avait toujours existé. L'objectif immédiat est de tirer de la misère les anciens ruinés par l'inflation. Dès 1947, des cadres retraités et des veuves perçoivent ainsi une

---

4. Cette dette, ou « soulte », correspond à la reprise par la Cnav d'une partie des droits acquis par les salariés des industries électriques et gazières lors de l'adossement de ce régime spécial au régime général, en 2005.

pension d'un régime auquel ils n'ont jamais cotisé, ce qui n'est pas le cas pour l'assurance vieillesse du régime général. D'un point de vue actuariel, ceci signifie que le régime est immédiatement mature et que l'Agirc connaît d'emblée son équilibre de croisière, ou plutôt l'aurait connu sans la très forte expansion qui allait suivre.

L'âge de la retraite est aligné sur celui du régime général : soixante-cinq ans. Des coefficients actuariels s'appliquent pour départ anticipé.

Les partenaires sociaux inventent la technique par points de retraite. Elle ne constitue pas seulement un mode nouveau de calcul de la retraite, à une époque où l'on ne connaissait que la rente viagère et le calcul en annuités, mais aussi un mode particulier de pilotage de l'équilibre financier. Le prix d'acquisition du point de retraite, dit « salaire de référence », évolue en principe comme l'ensemble des salaires des cotisants. La valeur de service de ce point, c'est-à-dire le montant de retraite qu'il représente, est déterminée en fonction du rapport entre la masse des cotisations et la masse des allocations. Le rapport entre valeur d'acquisition et valeur de service du point indique le rendement instantané du régime. Dans une situation de stabilité complète de l'emploi et de l'espérance de vie, les pensions évolueraient comme les salaires. Les gestionnaires du régime peuvent maintenir l'équilibre entre ressources et prestations en baissant ou relevant le taux de cotisation, ce qu'ils feront en distinguant le taux d'appel réellement payé du taux contractuel servant au calcul du nombre de points acquis. Ils peuvent également augmenter la valeur d'acquisition plus vite que les salaires, pour attribuer moins de points et réduire ainsi la masse de prestations à servir à terme. Ils peuvent enfin jouer sur la revalorisation de la valeur du point.

Le régime dispose de réserves destinées à faire face aux imprévus et à lisser les évolutions.

Enfin, l'Agirc adopte une formule d'équilibre décennale. La valeur du point doit être fixée de façon que les pensions à servir, pendant les dix prochaines années, soient égales aux cotisations attendues sur la même période, augmentées des réserves. Cette formule fut appliquée jusqu'en 1977, date à laquelle elle conduisait à une baisse des pensions<sup>5</sup>, ce à quoi les partenaires sociaux ne voulurent pas se résoudre.

### **Les partenaires sociaux utilisent la mutualisation pour développer, pérenniser et unifier les régimes non-cadres avec l'Arrco**

La période favorable des Trente Glorieuses et le caractère misérable de la pension de base incitent entreprises et branches professionnelles à créer des institutions

5. « La technique de retraite par points », *Lettre de l'Observatoire des retraites*, n° 14, mars 2005. [www.observatoire-retraites.org](http://www.observatoire-retraites.org)

de retraite complémentaires pour les non-cadres. Les partenaires sociaux au niveau national sont conscients « des difficultés croissantes que le développement désordonné des retraites complémentaires de salariés entraîne du point de vue technique, économique et social [...] la solution des problèmes nouveaux ainsi posés doit être recherchée dans la mise en œuvre d'un système de nature à assurer, par une compensation et une coordination étendue et par des règles financières adéquates, une sécurité plus grande dans la gestion des régimes de retraite et une garantie meilleure de la pérennité des prestations »<sup>6</sup>. Ils créent en 1961 une Association des régimes de retraite complémentaire (Arrco) qui s'impose à tous les régimes des non-cadres<sup>7</sup> « en vue d'assurer la pérennité des régimes et de promouvoir entre eux une coordination et une compensation appropriée ». L'Arrco conserve la diversité des régimes. « Toutefois, la réalisation de la compensation au sein de l'Arrco conduit à l'instauration et au resserrement progressif de mécanismes d'homogénéisation des rendements, pratiqués de façon à exclure du calcul de compensation tout avantage excédant les limites d'un régime pivot défini par l'Arrco. De la sorte, les flux de compensation au sein de l'ensemble Arrco ne concernent que les opérations s'inscrivant dans les limites fixées par les partenaires sociaux. Les régimes membres ont toutefois la possibilité de maintenir le bénéfice d'avantages supplémentaires qui doivent être financés sur les fonds propres du régime. »<sup>8</sup> Avec les évolutions démographiques et économiques, ces avantages supplémentaires se réduisent. La mobilité professionnelle accrue des salariés affaiblit leur attachement au régime de leur entreprise ou de leur branche. Soucieux de simplifier la gestion et de réduire les frais, les partenaires sociaux peuvent alors imposer la création d'un régime unique Arrco au 1<sup>er</sup> janvier 1999.

### Quel niveau de réserve, pour quel rôle ?

Autant la nécessité de disposer de réserves dans un régime en répartition dès lors qu'il n'est pas garanti par un tiers tombe sous le sens, autant le niveau et le rôle de ces réserves prêtent à discussion et les réponses diffèrent selon les circonstances.

La question du montant optimal de réserves se pose très vite à l'Agirc du fait de la croissance rapide du nombre de cadres, et donc de cotisants. La loi impose qu'elles soient placées, au moins pour moitié, dans des emprunts d'État ou garantis par l'État, dans un souci de prudence rendu contre-productif par l'inflation<sup>9</sup>. Faut-

6. Préambule de l'accord du 15 mai 1957 créant l'Unirs, régime qui couvrira 40 % environ des non-cadres.

7. Juridiquement, l'accord impose aux entreprises membres du CNPF d'affilier leurs personnels à une institution membre de l'Arrco.

8. P. Chaperon *in Contribution à l'histoire financière de la Sécurité sociale*, La Documentation française, 1999, p. 469.

9. Le rendement des emprunts d'État demeurera négatif jusqu'à la fin des années 1970.

il accumuler des réserves qui fondent au fur et à mesure ? L'Agirc décide de diminuer le taux d'appel des cotisations et de ne conserver que l'équivalent d'une année de prestations.

### Revenir à la capitalisation ?

Fallait-il saisir l'opportunité d'une période démographiquement et économiquement favorable, pour redonner davantage de place au financement en capitalisation ? En 1965, dans leur rapport intitulé, *Les régimes de retraite complémentaire et l'épargne nationale*, François Chaumet et Jacques Wahl estiment que, « dans le long terme, le bon fonctionnement de la répartition suppose une croissance économique soutenue alors que la sécurité engendrée par l'institution d'un régime satisfaisant de retraite tend à diminuer la propension à épargner tant chez les actifs que chez les retraités ». Et ils soulignent la faible part prise par les régimes de retraite français dans l'investissement, comparée à celle observée dans les pays où les régimes complémentaires fonctionnent principalement en capitalisation. Leur rapport soulève de vives objections de la part des gestionnaires des régimes complémentaires tant sur le fond : la capitalisation ne crée davantage d'épargne que dans sa phase de constitution ; que dans les faits : la répartition s'est imposée du fait de l'inflation.

La question fut à nouveau posée pour des raisons pratiques dans les années 1980. Les régimes Agirc et Arrco offraient la possibilité de cotiser à un taux supérieur au taux minimal obligatoire. Les taux allaient ainsi de 8 à 16 % à l'Agirc et de 4 à 8 % à l'Arrco. S'il était difficile pour les entreprises ayant choisi les taux facultatifs plus élevés de revenir en arrière, leur renouvellement n'était pas assuré. Une question semblable se posa avec les régimes construits sur la « tranche C »<sup>10</sup> des salaires pour les cadres supérieurs. Facultatifs et financés en répartition, ils devenaient de moins en moins viables avec l'augmentation rapide du plafond de la Sécurité sociale, et donc du plafond de l'Agirc. Dans les deux cas, la logique de la répartition l'emporta. Provisionner les droits acquis était trop onéreux. Restait à « bétonner » la répartition. Les taux de cotisation obligatoires furent portés à 16 % à l'Agirc ; 6 % à l'Arrco ; la tranche C fut intégrée dans l'Agirc.

### Le pilotage par le rendement

Le choc pétrolier change la donne. Les études techniques montrent que l'application de la formule d'équilibre technique conduira à une baisse de moitié de la valeur du point Agirc, dans les dix à quinze ans à venir. Les partenaires sociaux

10. La « tranche A » des salaires va du premier euro au plafond de la Sécurité sociale, l'assiette des cotisations Agirc ; la « tranche B » allait à l'origine du plafond de la Sécurité sociale à 4 fois ce plafond ; la « tranche C » va de 4 plafonds à 8 plafonds.

préfèrent atténuer très sensiblement cette baisse et augmenter les ressources en relevant le taux d'appel des cotisations. L'abaissement de l'âge de la retraite à soixante ans, dans les régimes de base, constitue un autre choc exogène qui appelle, lui aussi, des financements supplémentaires cantonnés dans une « Association pour la structure financière » (ASF), devenue l'AGFF en 2001. Habitué au « toujours plus<sup>11</sup> » par les Trente Glorieuses, les partenaires sociaux prendront pleinement conscience du changement d'époque en 1993 lorsque, pour la première fois depuis la guerre, la masse salariale diminue. Les accords qui suivent remettent en cause certains droits acquis (Agirc, 1994) et fixent un objectif de baisse du rendement (Agirc-Arrco, 1996). Proche de 9 % en 1996, il atteint 7 % en 2001<sup>12</sup>.

### Les réserves permettent un pilotage en douceur

Pour l'essentiel, l'équilibre a été maintenu en jouant sur les paramètres que sont les cotisations et les prestations. Mais c'est grâce aux réserves existantes que l'Agirc a pu continuer à fonctionner avec des cotisations inférieures aux prestations, de 1992 à 1999. Il en est allé de même pour l'Arrco, de 1993 à 1996.

Les réserves ont donc permis aux partenaires sociaux de ne pas baisser les retraites en cours de service et d'adopter, en 1996, des mesures de rééquilibrage progressif qui ont amené le retour d'excédents sur les périodes 2000-2008 à l'Agirc et 1997-2009 à l'Arrco. Ces excédents ont permis de reconstituer les réserves, principalement à l'Arrco. Augmentées de résultats conséquents, elles ont à nouveau permis de continuer à servir les retraites depuis 2009-2010, sans adopter de mesures draconiennes. L'accord du 30 octobre dernier ne rétablit pas l'équilibre cotisations / prestations, mais repousse l'épuisement des réserves d'une dizaine d'années, vers 2030 ; il prévoit toutefois l'adoption d'un mode de pilotage devant notamment maintenir un niveau minimal de réserve, équivalent à au moins six mois de prestations, sachant qu'elles représentent actuellement près de dix mois. La situation de l'Agirc a montré que descendre en dessous d'une certaine masse de réserve ne permet plus à la gestion financière de jouer le moindre rôle. À l'inverse, la masse des réserves de l'Arrco a permis de dégager des rendements qui ont jusqu'à présent presque compensé les prélèvements opérés pour servir les prestations.

---

11. Titre du bestseller de Fr. de Closets, Grasset, 1982.

12. Le rendement instantané représente le rapport entre le prix d'acquisition d'un point de retraite, calculé compte tenu du taux d'appel des cotisations, et la valeur de service du point la même année. Un rendement de 7 % signifie que 100 € de cotisation donnent 7 € de retraite annuelle.

## Un retour à des règles de pilotage contraignantes incluant le maintien de réserves

En décidant la mise en place d'un pilotage pluriannuel comportant un plancher de réserve, le dernier accord Agirc-Arrco renoue avec les principes d'origine et rejoint une évolution récente des régimes complémentaires. Deux rapports de l'Inspection générale des affaires sociales (IGAS), rendus en avril et juin 2013, intitulés, pour le premier « Évaluation du pilotage financier des régimes de retraite complémentaire professionnels » et « Contrôle des placements de régimes de retraite complémentaire obligatoires » pour le second, montrent le regain d'intérêt, ou d'inquiétude, des pouvoirs publics pour cette question<sup>13</sup> et l'adoption de normes contraignantes pour maintenir l'équilibre financiers des régimes complémentaires.

Les vingt-neuf régimes de retraite complémentaire obligatoire illustrent des situations variées impliquant des rôles très divers, pour les réserves et leur gestion. Le régime additionnel de la fonction publique, en capitalisation, et deux sections des professions libérales comportant une partie en capitalisation mise à part, tous ces régimes fonctionnent en répartition avec des réserves plus ou moins importantes. Dans tous les cas, les réserves s'intègrent dans un pilotage principalement paramétrique. Le tableau page suivante indique pour chaque régime le rapport cotisants/retraités, le montant des réserves et leur niveau apprécié en nombre d'années de prestation.

Les réserves de l'ensemble des régimes représentaient 85 milliards d'euros en 2011. Une grosse moitié appartenait à l'ensemble Agirc-Arrco qui couvre les salariés du secteur privé. Cette base interprofessionnelle très large limite les aléas économiques et autorise des réserves faibles en termes de couverture. Le rapport de l'IGAS consacré au pilotage remarque que « l'obligation de détenir un niveau minimal de réserves [...] n'est pas économiquement justifiée pour les régimes à base professionnelle large, l'Agirc et l'Arrco notamment ». En revanche il propose « d'étendre la règle d'un délai minimal d'épuisement des réserves aux régimes dont la base professionnelle est étroite ou soumise à des incertitudes fortes ». Les régimes qui ont adopté de telles règles ont retenu soit un niveau minimal de réserves, calculé en années de prestations, soit un délai d'épuisement des réserves. Ainsi, la complémentaire des artisans maintient un délai d'épuisement des réserves au moins égal à l'espérance de vie de la génération atteignant l'âge légal de départ à la retraite. La réforme, appliquée par les pouvoirs publics à l'Ircantec, en 2008, comporte deux critères de solvabilité : les cotisations futures et les réserves doivent être égales aux pensions futures sur trente ans ; la réserve de précaution ne doit pas descendre en dessous d'une année et demie de prestations à horizon de vingt ans.

13. Ces rapports sont disponibles sur Internet et fournissent un panorama complet du pilotage et de la gestion financière des régimes complémentaires français de retraite. Les données qui suivent en proviennent.

## Réserves des régimes complémentaires obligatoires en répartition

(au 31/12/2011)

Régime / Institution	Nombre de cotisants pour un retraité de droit direct	Niveau des réserves	
		En M€	En années et mois de prestations-2011
Exploitants agricoles	1,09	29	0,7 mois
Médecins ASV (CARMF)	3	361	7 mois
AGIRC-ARRCO	1,77	50 749	10 mois
IRCANTEC (contractuels du secteur public)	1,7	5 089	2 ans-3 mois
Agents d'assurance (CAVAMAC)			
Régime additionnel des enseignants du privé (RAEP)	-	217	4 ans-4 mois
Commerçants (RSI-NRCO)	2,81	3 000	4 ans-5 mois
Vétérinaires (CARPV)	3,2	275	4 ans-6 mois
Avocats (CNBF)	6,9	906	6 ans
Médecins (CARMF)	3	4 273	6 ans-1 mois
Personnels navigants de l'aéronautique civile (CRPNAC)	2	3 175	6 ans-4 mois
Pharmaciens (CAVP)	1,91	885	6 ans-5 mois
Artisans (RSI-RCO)	1,24	7 400	6 ans-6 mois
Artistes lyriques (IRCEC-RACL)	3,5	41	6 ans-11 mois
Experts-comptables (CAVEC) au 1.01	2,9	988	8 ans
Interprofessions libérales (CIPAV)	4,55	1 858	8 ans-4 mois
Notaires (CRN) section C (obligatoire)	1,99	777	8 ans-6 mois
Chirurgiens-dentistes et sages-femmes (CARDSF)	2,7	2 007	9 ans
Auxiliaires médicaux (CARPIMKO)	4,2	1 610	10 ans-5 mois
Notaires (CRN) section B (optionnelle)	-	698	10 ans-8 mois
Officiers ministériels (CAVOM)	2,4	579	14 ans
Artistes auteurs (IRCEC-RAAP)	5,8	170	15 ans-10 mois
Artistes auteurs dramatiques (IRCEC-RACD)	8,6	119	22 ans-10 mois

Source : Rapport IGAS, Évaluation du pilotage financier des régimes de retraite complémentaire professionnels, avr. 2013, pp. 24 et 65.

Le système français de retraite présente des traits spécifiques issus de l'histoire nationale. Le nombre élevé de régimes de base s'explique par le fait que les régimes spéciaux jouent le double rôle de régimes de base et de régimes complémentaires. Le caractère le plus exceptionnel réside toutefois dans l'existence d'un deuxième étage de régimes complémentaires obligatoires en répartition, deux caractéristiques habituellement associées aux régimes de base.

La place très réduite des régimes en capitalisation en découle. Mais le deuxième étage comporte des éléments de capitalisation avec ses réserves. Une gestion associant les deux techniques, répartition et capitalisation, ne pourrait-elle pas s'avérer plus sûre et plus performante que la coexistence de régimes de Sécurité sociale en répartition et de fonds de pension en capitalisation ?



# Les spécificités du modèle français de financement des ménages

**Françoise Palle-Guillabert**

Délégué général

Association Française des Sociétés Financières (ASF)

La fréquentation assidue des arcanes bruxelloises démontre que le financement des ménages français se caractérise par des spécificités nationales fortes, certaines dues au régulateur, d'autres non : monopole bancaire, crédit immobilier à taux fixe cautionné, régime des prêts à la consommation étroitement encadré, pressions sur les prix avec l'usure...

Avec la multiplication des règles et de leur contrôle, il en résulte un marché des plus sécurisés, assez peu rentable, avec d'ailleurs une faible présence étrangère, dans un environnement socio-culturel au fond peu favorable au crédit.

## **1. Le marché du crédit aux particuliers est encadré, en France, par une réglementation exigeante et des contrôles multiples**

### **1.1 Il est étroitement réglementé sur le plan juridique et prudentiel**

- a) Le cadre juridique des métiers de financement spécialisés de l'ASF a été profondément bouleversé par le paquet CRR / CRD4 européen relatif à l'adéquation des fonds propres

Il a fallu en effet adapter la définition française des établissements de crédit au nouveau cadre juridique européen créé par le règlement CRR4 qui transpose les règles internationales de Bâle III. La définition européenne des établissements de crédit est inchangée depuis la directive de coordination bancaire de 1977, mais elle est transférée dans un règlement d'application directe dans le droit des États membres. Elle s'impose donc au législateur français qui avait sur ce point surtransposé la directive.

En effet le droit européen a toujours défini les établissements de crédit comme devant collecter des dépôts ou posséder des fonds remboursables du public et octroyer des crédits. Or au sens du code monétaire et financier, un établissement de crédit devait effectuer à titre de profession habituelle des opérations de banque, c'est-à-dire soit recevoir des fonds du public, soit effectuer des opérations de crédit, soit offrir des services bancaires de paiement. Le monopole bancaire français était donc très large.

La définition européenne, avec deux critères – collecter des dépôts bancaires et octroyer des crédits – étant plus restrictive que ne l'était la définition française qui ne retenait qu'un seul des critères, il a donc fallu mettre en conformité cette dernière avec le droit européen.

C'est l'objet de l'ordonnance du 27 juin 2013, qui réforme le statut des établissements de crédit, et emporte la création de deux nouveaux statuts purement français, celui de sociétés de financement qui effectuent des opérations de crédit sans collecter de dépôts, et celui d'établissements de crédit spécialisés.

En l'absence de précision européenne, le décret du 12 décembre 2013 sur la définition des fonds remboursables du public fixe la ligne de partage entre établissement de crédit et société de financement, avec une définition certes très souple mais, une fois encore, la France ayant légiféré sans concertation avec ses partenaires cette définition n'est pas harmonisée en Europe.

Il est intéressant de noter qu'il n'a pas été envisagé de sortir du champ de contrôle du régulateur français les sociétés financières adhérant à l'ASF, et qui ne sont pas des établissements de crédit en droit européen. Ces sociétés octroient une fraction significative des crédits à l'économie, et il a donc fallu créer de toutes pièces un régime juridique et prudentiel nouveau, strictement national, sans peser sur le financement de l'économie, en période de réduction de la taille des bilans bancaires.

- b) Sur le plan prudentiel, les nouvelles sociétés de financement bénéficient d'un cadre adapté, mais qui reste très exigeant, en raison de l'effet de contagion des règles européennes et de l'application encore très timide du principe de proportionnalité

En matière de solvabilité, les exigences en fonds propres à mettre en face des risques sont celles de la CRD4, donc les mêmes que celles des banques, avec un renforcement quantitatif et qualitatif très significatif. Au dénominateur du ratio, les grands risques sont traités comme ceux des établissements de crédit.

En revanche, le ratio de liquidité des sociétés de financement est le ratio français. En effet, les règles de liquidité européennes et bâloises, concernent des établisse-

ments collecteurs de dépôts, et donc faisant courir un risque de *bank run*.

Le même raisonnement a conduit les autorités à exonérer les sociétés de financement du ratio de levier, qui rapporte les fonds propres au total du bilan.

Les autorités françaises appliquent ainsi aux sociétés de financement une supervision proche de celle des banques, qui n'a pas été reprise par les autres pays, ou pas dans la même mesure. Cette situation génère une distorsion de concurrence en Europe où la règle « same business same rule » ne s'applique toujours pas. Cette distorsion est atténuée par la surveillance des groupes bancaires sur base consolidée, qui inclut les filiales non bancaires dans le périmètre de la maison-mère. Mais elle ne disparaît pas pour les sociétés qui n'appartiennent pas à un groupe bancaire, et qui n'ont donc pas de charge en fonds propres, ni de coût de liquidité, ni de règles de gouvernance ou de supervision des risques. C'est toute la problématique du *shadow banking*.

Une application judicieuse du principe de proportionnalité devrait conduire à une réglementation adaptée aux risques encourus. C'est en effet la seule façon de transposer – sans pénaliser le financement de l'économie en Europe – les règles conçues à Bâle pour des grandes banques internationales (une douzaine serait concernée aux États-Unis), mais que la Commission a choisi d'appliquer en 2006 pour Bâle II à l'ensemble des établissements de crédit européens (plus de 1 000). Ce choix de la Commission pouvait se comprendre quand les règles bâloises portaient sur la seule solvabilité. À partir du moment où elles s'étendent à la liquidité, au levier, à la gestion des risques... elles pèsent sur le financement des investissements, des entreprises et des ménages, seul à même de soutenir la croissance et l'emploi en Europe.

## 1.2 Les acteurs du crédit français sont l'objet de contrôles multiples

Agréés, réglementés et supervisés sur les plans juridique et prudentiel par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), les acteurs français le sont également en matière de contrôle de commercialisation.

Là, l'ACPR, dans ses nouvelles missions, effectue ses contrôles sur pièces et sur place en parallèle avec la Direction générale de la concurrence de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF) dont les investigations n'ont pas été diminuées pour autant, selon une pratique d'empilement bien française. Elles prennent la forme d'un questionnaire annuel récemment remanié (une cinquantaine de pages), d'enquêtes thématiques, d'inspections sur place, de clients mystères...

Le respect des nombreuses dispositions qui figurent tant dans le code monétaire

et financier que dans le code de la consommation conduit à la multiplication des équipes en matière de conformité. L'architecture de ces textes est en outre complexe, pas toujours très lisible, et il y a sans doute matière à simplifier. Chaque dysfonctionnement ou dérapage constaté chez l'un des acteurs conduit à de nouvelles règles pour tous. Le consommateur français est donc sans doute l'un des mieux protégés au monde, mais cette protection a un coût, et on peut s'interroger sur son efficacité, au vu de la multiplication des informations données aux clients et qui ne sont sans doute pas ou peu lues. En matière de crédit à la consommation par exemple, la succession des interventions du législateur a conduit à une inflation du volume des contrats qui a doublé pour atteindre aujourd'hui cinquante pages.

Enfin le consommateur français est protégé par une réglementation sur l'usure, particulièrement mordante en période de faiblesse des taux et qui interdit, sous peine de sanction pénale, de prêter au-delà du taux moyen constaté sur le marché augmenté d'un tiers. Cette réglementation, conçue pour protéger de taux d'intérêt considérés comme excessifs, peut aussi exclure certains segments de clientèle lorsque le delta laissé pour l'appréciation du risque n'est pas suffisant. Le taux d'intérêt d'un crédit rémunère en effet le coût de la réglementation (accès à la liquidité, fonds propres, gouvernance, contrôle des risques...), des frais de dossier, mais aussi le coût du risque. Lorsque le taux d'usure plafonne fin 2015 à 3,9 % en crédit immobilier et à 7,8 % en crédit à la consommation, il est difficile de trouver l'espace nécessaire à la couverture du risque des clientèles les plus tendues, ou de celles présentant un risque aggravé de santé qui bénéficient de la convention AERAS<sup>1</sup> mais doivent payer une surprime d'assurance. Dans les pays dépourvus d'une telle règle, notamment anglo-saxons, c'est le juge qui détermine, selon les circonstances de l'espèce, le caractère excessif des taux.

## **2. Le marché du crédit aux ménages français est impacté par des références éthiques et comportementales assez originales en Europe et qui s'imposent à tous**

### **2.1 La prévention et le traitement du surendettement**

L'analyse de solvabilité des ménages accédant à la propriété repose en France sur la capacité de remboursement du crédit contracté, et non sur la valeur du bien financé. Il en résulte une très forte proportion de financements longs et à taux fixes, ce qui permet une stabilité dans le temps des mensualités. Le risque de taux est alors porté par le prêteur, dont c'est le métier, mais cette situation pourrait

---

1. S'Assurer et Emprunter avec un Risque Aggravé de Santé.

bientôt se détériorer au détriment des consommateurs (taux variable, moindre durée...), si les travaux de Bâle conduisent, au nom de l'harmonisation prudentielle, à la sortie du risque de taux du bilan des banques. Le marché du crédit immobilier français, qui s'est montré particulièrement résilient pendant la crise, s'en trouverait durablement affecté.

En matière de crédit à la consommation, les diligences spécifiques qui s'additionnent pour sécuriser les parcours d'emprunt, et la réforme des taux d'usure, conduisent à un crédit plus sélectif, avec des taux de refus significatifs qui pénalisent les emprunteurs les plus modestes.

Chaque mois, la Banque de France publie des statistiques sur les dépôts de dossiers de surendettement. Ces chiffres sont largement repris et commentés dans la presse. C'est une situation unique en Europe. Par ailleurs la Banque centrale gère depuis 1989 une procédure de traitement des situations de surendettement avérées, avec construction d'un plan amiable entre le créancier et ses débiteurs, ou effacement pur et simple des dettes.

Il y a lieu de noter que le surendettement des ménages français – qui sera bien sûr toujours trop élevé — est comparativement inférieur de moitié à celui constaté en moyenne en Europe<sup>2</sup>, et qu'il baisse significativement depuis deux ans.

## 2.2 Les efforts de pédagogie et d'éducation financière des clients et du public en général

Les prêteurs français ont tous développé des initiatives, d'abord individuelles, puis coordonnées, pour lutter contre le défaut de leur client. Des dispositifs d'identification de clientèles potentiellement en difficulté ont été mis au point, notamment par le biais des scores comportementaux. L'objectif est de repérer les difficultés de remboursement avant les premiers impayés, et de proposer des solutions telles que la restructuration de dettes, l'allongement des durées, la baisse des taux et des mensualités... Ces clients sont suivis pendant toute la durée de vie de leur crédit.

Le coût du risque n'a d'ailleurs que relativement peu augmenté pendant ces sept années de crise, en dépit d'un taux de chômage très élevé.

Ces initiatives ont été complétées et coordonnées récemment par les pouvoirs publics qui ont demandé la définition et le suivi d'indicateurs pour l'Observatoire de l'inclusion bancaire (OIB), la généralisation des bonnes pratiques dans le cadre d'une charte de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), et qui travaillent à la mise au point d'un

2. Source Eurostat.

réseau de Points conseil budget (PCB).

Plus généralement, pour le grand public, se développent des programmes pédagogiques d'éducation financière et budgétaire au travers de fondations privées, de partenariats publics privés comme celui de l'Institut pour l'éducation financière du public (IEFP ou *La finance pour tous*), ou encore des travaux pour élaborer une stratégie nationale en matière d'éducation financière et budgétaire, confiés à Emmanuel Constans, président du Comité consultatif du secteur financier (CCSF), et qui visent notamment à introduire une formation *ad hoc* à l'école, dans les programmes de l'Éducation nationale, ce qui serait extrêmement efficace. À en juger par les résultats français aux tests PISA de l'OCDE, c'est sans doute un objectif d'intérêt général d'avoir des citoyens / consommateurs / clients à même de comprendre les enjeux des informations financières qui leur sont communiquées.

### 2.3 Un mode de règlement apaisé des litiges qui préexiste aux règles européennes avec la médiation, d'abord spontanée, puis légale

Le processus de médiation en matière financière a été introduit très tôt en France, il y a une vingtaine d'années, par des initiatives isolées (la médiation de l'ASF date de 1995) qui se sont progressivement étendues, et ont été généralisées en 2011 avec la loi Murcef.

C'est un mode de règlement des litiges entre les professionnels et leurs clients, apaisé, gratuit, et très rapide, grâce à l'intervention d'un tiers de confiance. Il peut revêtir plusieurs formes : médiateur d'entreprise, de branche, sectoriel...

L'Europe s'en est sans doute inspirée pour généraliser, en 2013, le processus et le confronter aux techniques d'*ombudsman* (ou médiateur) en vigueur dans les pays nordiques.

L'environnement français paraît donc plutôt peu favorable au développement du crédit, notamment à la consommation, et les perspectives s'assombrissent pour l'accession à la propriété.

Les quelques tentatives pour desserrer les contraintes qui pèsent sur les acteurs sont diversement perçues et génèrent du désordre. L'ouverture de brèches dans le monopole bancaire, avec par exemple l'introduction du *crowdfunding*, peut paraître contradictoire avec l'accumulation concomitante de règles et peu compatible avec l'égalité de concurrence.

Plus généralement, les technologies numériques devraient rebattre les cartes, avec un consommateur soucieux de faire en un clic « simple, transparent et rapide », ce qui paraît peu compatible avec le corpus de règles actuelles.

# 2016, une année décisive pour l'industrie française de la gestion au service des épargnants et du financement de l'économie

**Yves Perrier**

Directeur général d'Amundi

Président

Association française de la gestion financière (AFG)

L'industrie de la gestion joue un rôle stratégique au carrefour entre l'épargne des investisseurs, particuliers et institutionnels, et le financement de l'économie. Dans un environnement financier très difficile et en profonde mutation, les sociétés de gestion françaises sont un atout pour notre pays. Elles renforcent leur rôle de pont entre les investisseurs et les émetteurs, alors que l'intermédiation bancaire est sous fortes contraintes.

Les défis sont cependant nombreux. L'AFG s'est mise en ordre de bataille pour les relever et développe son rôle de proposition au sein d'un écosystème qui devra devenir encore plus efficace et soudé.

## **1. L'industrie française de la gestion dispose d'atouts très importants, qui sont cependant aujourd'hui sous pression**

L'industrie française de la gestion est l'un des fleurons de notre Place financière et figure parmi les *leaders* mondiaux. Sa force repose sur de nombreux atouts, qui sont cependant aujourd'hui sous pression.

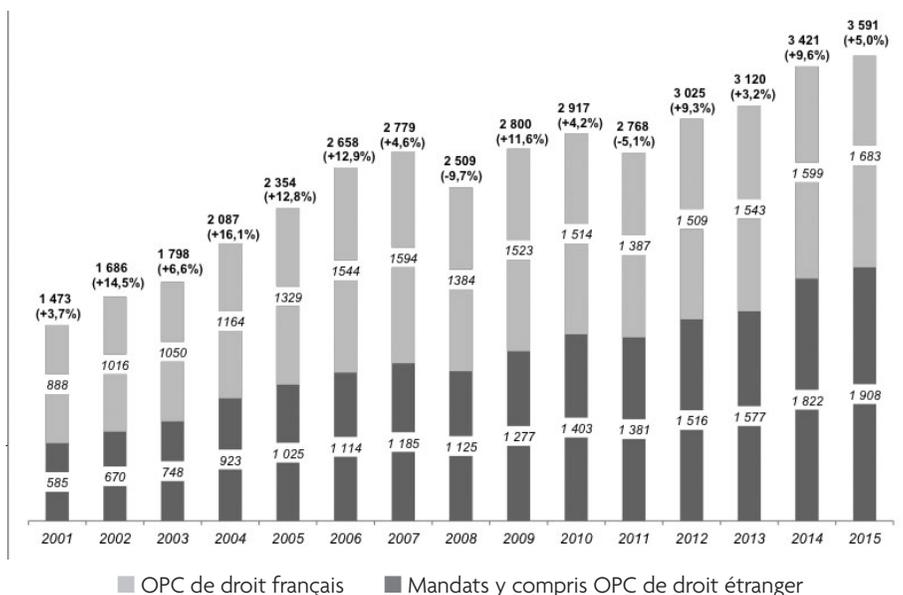
- 1.1 Des montants d'actifs sous gestion importants (près de 3 600 Mds € à fin 2015 – Graphique 1), qui font de la gestion française l'un des leaders mondiaux

Les actifs gérés ont doublé en quinze ans et progressé de 20 % en cinq ans, ce

qui montre l'importance croissante du rôle d'intermédiation « buy-side » de la gestion au service de ses clients, particuliers et institutionnels. Fait significatif et positif, les montants gérés en France pour des clients étrangers progressent et sont désormais estimés à plus de 500 milliards d'euros.

Graphique 1

### Actifs gérés sur le marché français de la gestion pour compte de tiers (en Mds €)



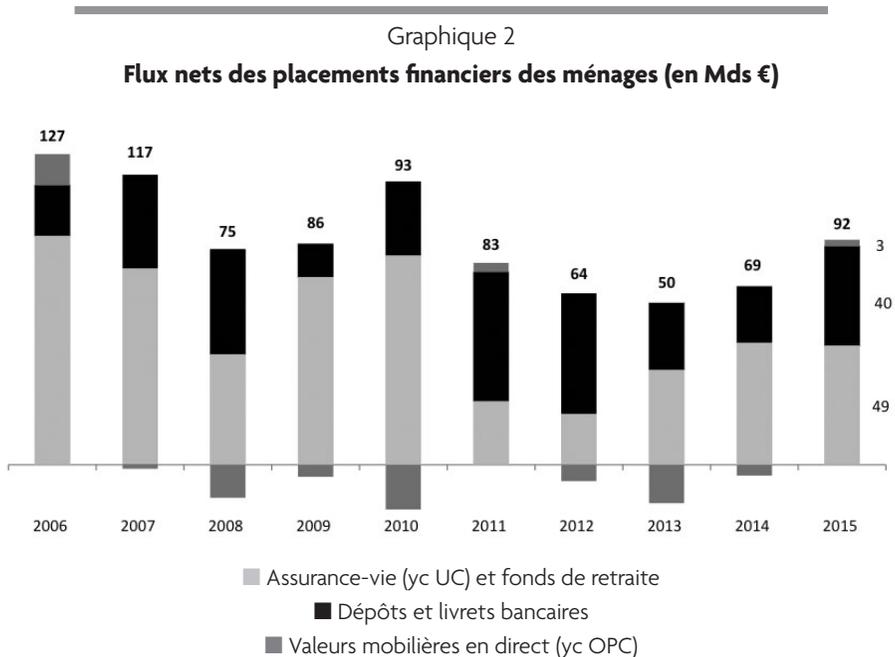
Source : AMF / BDF / estimations à fin 2015 de l'AFG pour les mandats, les fonds étrangers et français à vocation spécifique.

Paris est ainsi un des principaux centres de gestion mondiaux. Cependant, la croissance des fonds de droit français s'est fortement ralentie depuis une décennie. Elle est désormais principalement due à un « effet marché » globalement positif, les souscriptions étant quasiment chaque année inférieures aux « rachats », même si 2015 a vu le timide retour d'une « collecte » positive. La raison de cette relative atonie, qui tranche avec la période précédente, est double. Les investisseurs institutionnels français ne sont plus, tout d'abord, à quelques exceptions près, des apporteurs significatifs de placements longs : les réserves des caisses de retraite en répartition diminuent globalement sous l'effet des évolutions démographiques et de la crise de l'emploi, tandis que les sociétés d'assurances réduisent leur allocation en actions sous l'effet de règles prudentielles fortement durcies, et notamment de la directive « Solvabilité II » dont les « calibrages » restent très pénalisants malgré

de timides progrès récents. Quant aux ménages français, ils consacrent l'essentiel de leur épargne à l'immobilier et, s'agissant de leurs placements financiers, ils n'investissent plus, ou presque, en valeurs mobilières et parts d'organisme de placement collectif (OPC).

## 1.2 Un taux d'épargne des ménages élevé, une mauvaise allocation des placements

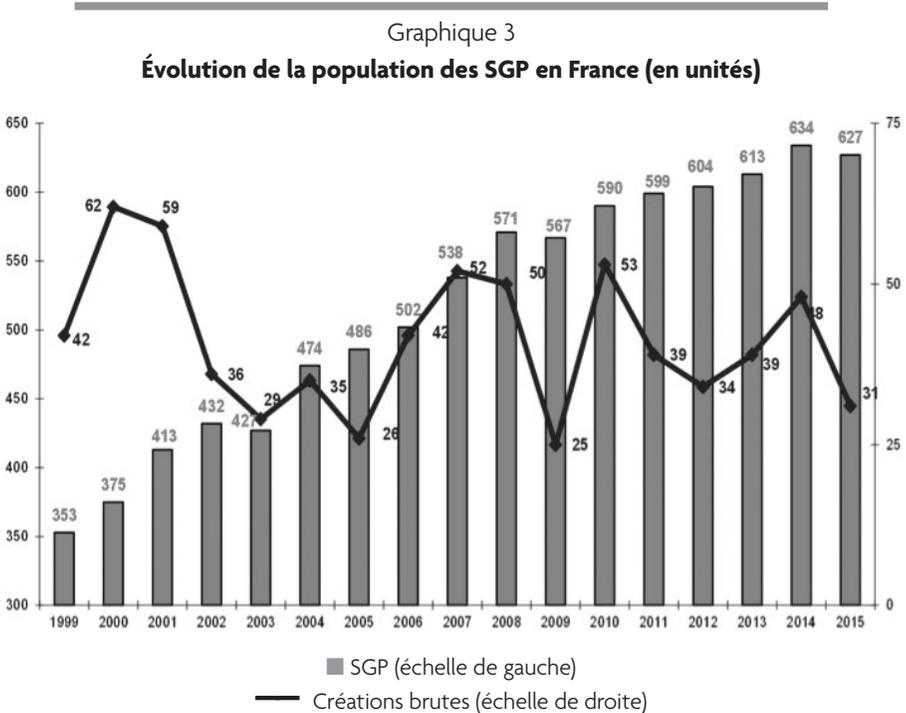
Le taux d'épargne des ménages français est élevé, autour de 15 % de leur revenu disponible, probablement même un peu plus en 2015. Mais il se traduit essentiellement par des placements immobiliers et leurs flux nets de placements financiers se sont fortement réduits depuis 2006. Ils correspondent désormais à 2 % de l'encours de leur patrimoine financier. Cela représente à peine plus de 0,5 % de leur patrimoine total ! Qui plus est, au sein des placements financiers, l'assurance-vie et les « dépôts et livrets » concentrent la collecte (*Graphique 2*) tandis que les valeurs mobilières, détenues en direct ou via des OPC, sont en recul sous l'effet d'une aversion au risque renforcée par la hausse de la volatilité sur les marchés et par une fiscalité devenue au fil des ans de plus en plus déséquilibrée en faveur des produits courts et / ou présentés comme garantis.



Source : BDF

### 1.3 Un tissu de sociétés de gestion diversifié et solide, et un écosystème efficace soumis à une concurrence croissante

Près de 630 sociétés de gestion françaises (*Graphique 3*) offrent à leurs clients, particuliers et institutionnels, français et étrangers, une large palette de solutions d'investissement : gestion active, gestion quantitative, performance absolue, allocation d'actifs, gestion alternative, gestion immobilière, ETFs, capital-investissement, ISR... Près de 250 d'entre elles ont été créées au cours des six dernières années. Plus de 450 sociétés entrepreneuriales côtoient quatre groupes qui figurent dans les vingt *leaders* mondiaux. L'écosystème, pour sa part, est efficace : trois dépositaires français figurent ainsi dans les dix premiers mondiaux et l'AMF est un régulateur dont la compétence est unanimement reconnue. La gestion française dispose d'un excellent vivier de talents, employant près de 85 000 collaborateurs bien formés, dont 26 000 exercent directement dans les sociétés de gestion.

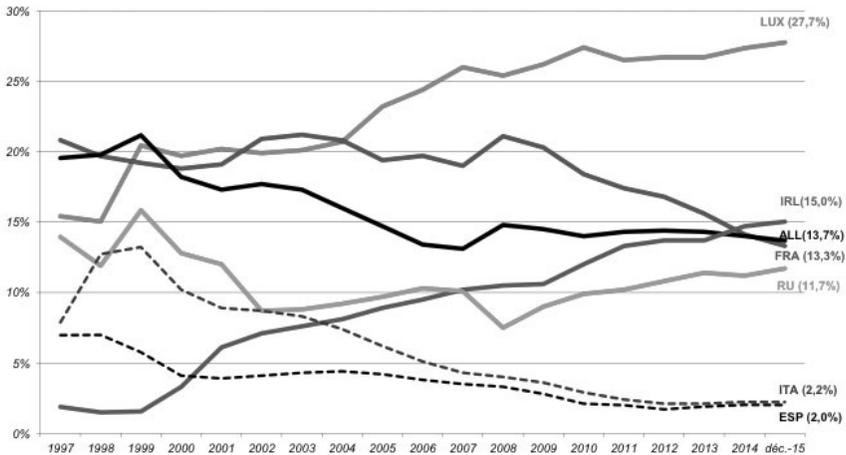


Source : AMF

La place française de gestion est, cependant, soumise aujourd'hui à une concurrence internationale croissante tant en matière de domiciliation des fonds, où le Luxembourg et désormais l'Irlande ont conquis d'importantes parts de marché au cours des dernières années (*Graphique 4*), que de localisation de la gestion

financière, où l'attraction de Londres est manifeste. Les sociétés de gestion américaines, qui disposent d'un marché intérieur protégé et de très vaste taille, sont de plus en plus actives en Europe.

Graphique 4  
**Évolution des parts de marchés en Europe selon la domiciliation des fonds**



Source : EFAMA, AFG.

#### 1.4 Une réglementation efficace mais qui s'est très fortement alourdie au cours des dernières années

Si au cours des cinquante dernières années l'industrie de la gestion française a conquis la confiance de ses clients, c'est grâce à son dynamisme mais aussi parce qu'elle a su se doter de règles déontologiques fortes et parce qu'elle a bénéficié d'un encadrement à la fois sécurisant et laissant sa place à l'innovation. Fruit d'un dialogue étroit entre la profession, l'AMF et les pouvoirs publics, la réglementation française a d'ailleurs souvent été « en avance ». Cela est vrai pour les fonds eux-mêmes : Sicav et FCP ont précédé de plusieurs décennies la première directive UCITS / OPCVM de 1985 tandis que les fonds non-UCITS (d'épargne salariale, de capital-investissement, immobiliers, de gestion alternative...) disposaient d'une réglementation équilibrée bien avant la publication de la directive AIFM sur « les gestionnaires de fonds alternatifs » de 2011. Quant aux sociétés de gestion, elles bénéficient depuis plus de vingt-cinq ans d'un statut adapté qui leur permet de gérer des fonds et des mandats.

Cet équilibre juridique est aujourd'hui cependant menacé par l'abondance et l'instabilité de la réglementation, désormais quasi exclusivement d'origine euro-

péenne. Si notre profession est consciente que, post-crise, une mise à niveau des textes encadrant la finance mondiale devait être mise en œuvre, il lui paraît cependant que la parution de plus de quarante dispositifs la concernant ou impactant ses clients ne se justifiait pas et dégrade la compétitivité mondiale de la gestion européenne. L'AFG se mobilise donc pour que les ouvertures en faveur d'une réglementation européenne mieux calibrée et porteuse de mesures favorisant la croissance et l'emploi, annoncées par le commissaire Hill dans le cadre de l'initiative « Union des marchés de capitaux », soient suivies d'effet. Une bonne régulation doit privilégier le fond sur la forme et prendre en compte l'impératif de compétitivité des acteurs européens. Soulignons avec force à cet égard que le projet « européen » de taxe sur les transactions financières, limité à dix pays, serait extrêmement dangereux pour l'industrie financière des pays qui le mettraient en œuvre car il ne toucherait pas les principales places européennes et mondiales. Visant l'épargne et non la spéculation, il détruirait des emplois, ferait fuir la clientèle étrangère et contraindrait à des délocalisations.

## **2. Une profession qui renforce sa gouvernance pour accroître sa force de proposition et de conviction au service des épargnants**

La raison d'être du métier de la gestion consiste à servir les épargnants individuels et les investisseurs institutionnels en leur apportant des solutions de placements adaptées à leur profil de risque, et à les investir dans l'économie. Ce rôle va croître dans un contexte où les banques et les assureurs sont de plus en plus contraints dans leur capacité de financement, du fait de l'alourdissement des contraintes en matière de fonds propres et d'adéquation actif / passif qui leur sont imposées.

Même s'il n'est pas envisageable, ni d'ailleurs souhaitable, que l'Europe s'aligne sur la situation qui prévaut outre-Atlantique où plus des trois quarts des financements des entreprises sont assurés par les marchés, il est clair que le crédit bancaire devra être de plus en plus fortement complété en Europe par la mobilisation directe de l'épargne au service du financement des entreprises, en dette et surtout en fonds propres. Pour cela, l'industrie française de la gestion pour compte de tiers devra savoir, et pouvoir, jouer un rôle clef. Ce sera tout le sens de l'action qu'elle conduira en 2016 en renforçant sa gouvernance et en faisant des propositions sur tous les sujets liés à l'épargne.

### **2.1 Une gouvernance renforcée**

Le Comité stratégique de l'AFG regroupe aujourd'hui de façon équilibrée toutes les composantes de la profession, dirigeants de grands groupes comme de sociétés entrepreneuriales. Ses membres pilotent des commissions dédiées aux principaux

enjeux de la profession (solutions d'épargne, gestion financière, actifs non cotés, compétitivité, régulation / réglementation, relations européennes et internationales, gouvernance et investissement responsable, recherche et innovation en particulier dans le domaine du numérique). L'« incarnation » de ceux-ci donne à notre profession une impulsion plus forte dans ses actions et messages. Cette gouvernance s'appuie sur le conseil d'administration et sur le travail des comités techniques coordonnés par Éric Pinon, vice-président de l'AFG.

## 2.2 Une meilleure interaction avec l'écosystème

L'AFG renforce aussi ses liens anciens avec l'ensemble des parties prenantes de la place et notamment les représentants des investisseurs institutionnels et des épargnants et les autres associations de la place de Paris : l'AF2I, l'Afti, la FBF, l'Amafi, l'Afa, le Medef, l'Afep et Paris Europlace notamment. Elle intensifie aussi et structure mieux son dialogue avec les pouvoirs publics comme avec les institutions et autorités européennes, notamment via le « bureau de représentation » qu'elle a ouvert à Bruxelles en 2015.

## 2.3 Des propositions fortes concentrées sur trois axes clef : la compétitivité, la fiscalité de l'épargne et le financement des PME / ETI

Sur ces enjeux stratégiques, l'AFG formulera des propositions concrètes au cours de l'année 2016.

La compétitivité de notre centre de gestion est tout d'abord naturellement une condition *sine qua non* de son apport à ses clients et au financement de l'économie. Didier Le Menestrel préside la mission de l'AFG consacrée à ce sujet clef qui fera des propositions innovantes. Rencontrant la réflexion de notre régulateur, qui se mobilise fortement en faveur de notre place, son travail a d'ores et déjà permis l'annonce par l'AMF et l'AFG du lancement, sous sa présidence, d'un groupe de place dit « FROG » visant à accroître la visibilité et la distribution des fonds, et plus globalement de la gestion française, à l'international.

La fiscalité française de l'épargne doit être « remise à l'endroit ». Elle devra à l'avenir favoriser l'orientation de l'épargne des particuliers vers le long terme et le financement des entreprises au lieu, comme c'est malheureusement le cas aujourd'hui, d'inciter à des placements courts et bénéficiant de garanties publiques. Il faut aussi qu'elle ne s'écarte plus significativement de celle en vigueur chez nos principaux partenaires européens. Une mission présidée par Guillaume Dard fera des propositions concrètes en ce sens.

L'AFG fera en particulier des propositions en faveur de l'épargne en actions et de l'épargne retraite accumulée soit dans le cadre de l'entreprise, ce qui suppose de

conforter le succès du Perco ; soit de façon volontaire, ce qui suppose la mise en place en France de dispositifs individuels complétant le Perp, sur le modèle des plans d'épargne retraite personnels préconisés par la Commission européenne dans son initiative « Union des marchés de capitaux ».

Enfin, une mission présidée par Christophe Bavière fera des propositions pour que la gestion puisse contribuer, plus encore qu'aujourd'hui, au financement des PME et des ETI.

Les enjeux sont de taille. Puissante et dynamique, atout stratégique pour notre pays, l'industrie française de la gestion mettra tout en œuvre pour pouvoir jouer pleinement, dans un contexte économique et financier qui s'annonce difficile, son rôle de pont entre les besoins des épargnants et ceux du financement de l'économie.

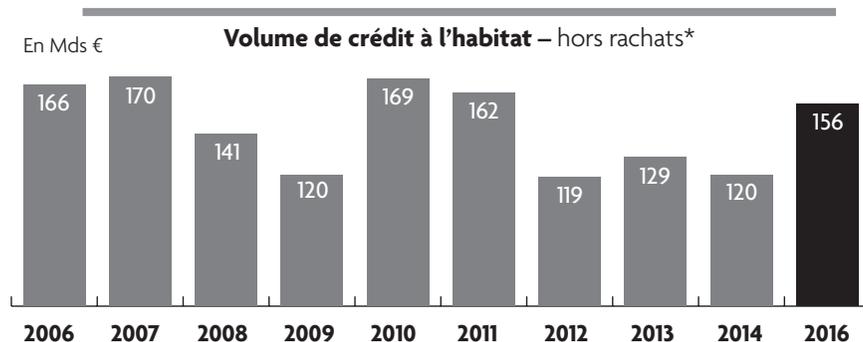
# Réguler plus le secteur financier sans pénaliser le financement de l'économie ? L'exemple du secteur du logement

**Bruno Deletré**

Directeur général  
Crédit Foncier de France

## 1. Le crédit joue un rôle essentiel dans le développement du marché immobilier résidentiel

Aujourd'hui, au moins quatre transactions immobilières sur cinq réalisées par des particuliers le sont par recours au crédit. Les volumes en jeu sont considérables ; en 2015, près de 156 milliards d'euros de nouveaux crédits ont permis d'assurer le financement de logements dans l'ancien (pour trois quarts de la production) ou dans le neuf (un quart). Les encours de crédits immobiliers, soit le stock de crédits restant à rembourser par les ménages, s'élevaient à 858 milliards d'euros fin 2014 ; 31 % des ménages français remboursaient alors un ou plusieurs crédits immobiliers. Le puissant effet solvabilisateur apporté par la baisse des taux d'intérêt depuis quelques années en est une autre illustration.



\* Il s'agit de montants engagés (neuf, ancien et travaux), c'est-à-dire de crédits ayant fait l'objet d'une offre acceptée par le client.

Source : *Crédit logement, CSA.*

L'histoire du Crédit Foncier de France témoigne du lien étroit entre secteur financier et secteur immobilier. Chaque secteur peut d'ailleurs représenter pour l'autre une source d'opportunité comme une source de risque. L'évaluation des actifs immobiliers a ainsi été prise en compte dans la revue de la qualité des actifs (*Asset Quality Review – AQR*) conduite en 2014 par la Banque centrale européenne (BCE) auprès des plus grandes banques de la zone euro.

Depuis l'éclatement de la crise des *subprime* aux États-Unis, les initiatives réglementaires se multiplient afin d'éviter qu'une telle crise se reproduise et engendre les mêmes graves conséquences pour l'économie mondiale.

Ces initiatives en matière de régulation du secteur bancaire sont indispensables. Les conséquences négatives de la distribution de crédits *subprime* ont affecté durablement l'économie mondiale dans son ensemble. Ces initiatives sont également prises par des régulateurs qui ne souhaitent pas se voir reprocher une seconde fois d'avoir insuffisamment encadré le secteur financier. Tout ceci se comprend aisément.

Mais appliquées de façon trop extensive, ces initiatives réglementaires peuvent aussi avoir un impact négatif sur le financement de l'économie, notamment la distribution de crédits immobiliers auprès des ménages. Au-delà de leur légitimité et de la nécessité de limiter les risques dits systémiques tant pour l'économie que pour le contribuable, les mesures de régulation prises depuis 2008 vont en effet créer des contraintes nouvelles pour le financement immobilier et donc pour le développement du secteur du logement.

L'objet de cet article est d'analyser plus précisément ces impacts.

## **2. Au préalable, deux éléments doivent être soulignés**

### **2.1 Tout d'abord, l'absence d'une instance de régulation internationale unique en matière financière entraîne une multiplicité des initiatives, tant à l'échelle mondiale qu'europpéenne ou nationale.**

Face à la crise financière qui a débuté en 2007, les gouvernements ont d'abord réagi dans le cadre du G20. On se souviendra par exemple des G20 de Washington (novembre 2008), de Londres (avril 2009), ou encore de Pittsburgh (septembre 2009). Le G20 a permis de débattre de projets de réformes relatives aux paradis fiscaux, au renforcement du contrôle prudentiel des banques, aux règles de calcul des exigences en fonds propres, à la régulation des *hedge funds* et des instruments dérivés, aux agences de notation...

Les régulateurs bancaires internationaux sont, quant à eux, réunis au sein du Comité de Bâle<sup>1</sup>, dont les réunions se tiennent généralement à la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle. On doit à ce comité la mise en place à partir de 1988 de normes de régulation bancaire au travers de trois réformes successives, dites Bâle I, II et III. Ces réglementations visent notamment à imposer aux banques un minimum de fonds propres afin de couvrir leurs différents risques (risques de crédit, de marché, risques opérationnels), une exigence de détention d'actifs liquides afin de prévenir des situations d'illiquidité, une surveillance prudentielle individualisée, des exigences en matière de communication financière.

Enfin, les réformes de Bâle III ont été transposées en droit européen par l'intermédiaire de la directive européenne CRD4<sup>2</sup> et le règlement européen CRR<sup>3</sup>. C'est à ce stade qu'interviennent de nouveaux acteurs : le Conseil de l'Union européenne, le Parlement européen et la Commission.

Une nouvelle agence (l'Agence bancaire européenne) a été créée en janvier 2011 pour établir la réglementation dérivée de ces textes pour les banques européennes.

En novembre 2014, la supervision directe des principales banques européennes a été confiée à la BCE qui devient à cet égard un acteur important supplémentaire dans le paysage financier.

Dans le même temps, les autorités nationales ne sont pas en reste, comme en témoigne par exemple la loi sur la séparation bancaire adoptée en juillet 2013 en France.

Avec autant de fées régulatrices penchées sur son berceau, le secteur bancaire peut être rassuré sur le fait qu'il ne mourra pas faute de soins.

## 2.2 Deuxième élément préalable, ce fort mouvement de durcissement des règles prudentielles pesant sur le secteur bancaire régulé favorise le développement du *shadow banking sector*<sup>4</sup>.

Une vision un peu superficielle du paysage financier pourrait conduire à se satisfaire de la diminution de l'activité bancaire sous l'effet des multiples réglementations qui vont être citées – au motif que cette diminution réduirait le risque systémique pour l'économie et les États lors d'une prochaine crise – et, à l'inverse,

1. Le Comité de Bâle est composé de représentants des autorités de contrôle et des banques centrales de près d'une trentaine de pays.
2. Elle couvre les dimensions d'accès à l'activité bancaire, autorités compétentes, cadre de surveillance prudentielle, coussins de fonds propres, rémunérations...
3. Il couvre les dimensions de fonds propres, liquidité, ratio de levier, risque de crédit de la contrepartie...
4. *Shadow banking* : « finance de l'ombre », il s'agit de l'activité bancaire et financière exercée de facto par des acteurs non régulés : activité des *hedge funds*, activité des non banks en matière de crédit aux États-Unis par exemple.

de la progression du *shadow banking* au motif que celui-ci ne présenterait aucun risque systémique.

Cette vision néglige l'importance prise par certains opérateurs issus du *shadow banking*, et donc le risque systémique qu'ils portent eux-mêmes. C'est oublier par exemple que le *hedge fund Long Term Capital Management* (LTCM) a fait l'objet en 1998 d'un plan de sauvetage organisé par la FED et a dû être recapitalisé par de grandes banques d'affaires en raison de son caractère systémique. La quasi-faillite de ce *hedge fund* témoigne du fait que le caractère systémique et la nécessité de sauvetages organisés par les pouvoirs publics en cas de difficulté peuvent concerner également des acteurs non régulés. Ce risque sera d'autant plus fort que le secteur non régulé aura grossi en tirant profit des contraintes lourdes imposées au secteur régulé.

### **3. Les initiatives réglementaires récentes vont toutes dans le sens d'une restriction du crédit immobilier**

Une revue rapide de cinq dispositions le démontre, celles liées en particulier au ratio de solvabilité, à la liquidité, au ratio de levier, aux pondérations de risque de crédit ou encore au risque de taux.

#### **3.1 Commençons l'exercice par les règles liées au renforcement du volume et de la qualité des fonds propres qui vont nécessiter, pour un niveau d'activité identique, davantage de fonds propres.**

Il s'agit de garantir la capacité d'une banque à être en permanence « solvable », autrement dit à faire face à des pertes générées par les crises ou à des risques qui apparaissent sur certains de ses portefeuilles.

Le premier ratio de solvabilité créé en 1988, dit ratio de Bâle I ou ratio Cooke, exigeait des banques qu'elles disposent d'un montant de fonds propres au moins égal à 8 % de leurs engagements pondérés, à savoir crédits et investissements. Par la suite, en 2006, le ratio de solvabilité de Bâle II a affiné les méthodes de pondération des crédits distribués selon la nature de leur risque et en précisant les caractéristiques des fonds propres mis en regard des engagements.

Avec l'application prochaine de Bâle III<sup>5</sup> qui a démarré en 2014 et s'étalera jusqu'en 2018, l'industrie bancaire va désormais devoir faire face à une accumulation de strates obligatoires supplémentaires pour couvrir différents types de risques.

---

5. Adopté par le Comité de Bâle de la BRI le 12 septembre 2010.

À partir de 2016, trois « coussins » prévus par la CRD IV (coussin de conservation des fonds propres ; coussin de fonds propres contra cyclique spécifique ; coussin pour les établissements d'importance systémique mondiale et autres établissements d'importance systémique) vont entrer en application de façon progressive et augmenter les exigences de fonds propres du pilier 1<sup>6</sup> à 10,5 %, dès 2019.

Un quatrième coussin prévu par la CRD (pour le risque systémique) pouvant être mis en application à la discrétion du Haut conseil de stabilité financière, son impact n'est pas mentionné ici.

Enfin, le niveau du MREL<sup>7</sup> fixé établissement par établissement, sera connu mi-2016 et sera suivi du TLAC<sup>8</sup> dès 2019. Les exigences du MREL devront être compatibles avec celles fixées par le Comité de Bâle pour le TLAC, à savoir l'exigence maximale entre 16 % des actifs pondérés et deux fois le ratio de levier (définition ci-après) minimum.

Au-delà de cette énumération technique, il faut retenir qu'au total, l'ensemble de ces nouveaux impératifs réglementaires va nécessiter pour les banques d'augmenter la rétention des bénéfices, voire de réaliser des augmentations de capital. En augmentant le niveau requis de fonds propres, ces mesures renchériront le coût du crédit d'une façon générale, et le coût du crédit immobilier pour ce qui nous intéresse plus particulièrement dans cet article.

### 3.2 Les contraintes nouvelles en matière de liquidité auront un impact supplémentaire

Rappelons tout d'abord, s'il en était besoin, que la notion de liquidité, qui s'applique d'ailleurs tout aussi bien au marché financier qu'au marché immobilier, mesure la capacité d'acheter ou de vendre rapidement un actif sans que cela ait un impact majeur sur son prix. Concernant plus spécifiquement une banque, sa liquidité reflète sa capacité à faire face à ses engagements, en disposant par exemple de suffisamment d'espèces ou en vendant des titres qu'elle détient.

Lors de la crise des *subprime*, une absence majeure de liquidité est apparue, notamment entre banques elles-mêmes, ce qui a nécessité une intervention vigoureuse des banques centrales qui ont dû apporter de la liquidité aux établissements financiers.

---

6. Les recommandations de Bâle II s'appuyaient sur trois piliers, dont le pilier 1 relatif à l'exigence de fonds propres.

7. MREL : *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* : exigence minimale de fonds propres et passifs exigibles.

8. TLAC : *Total Loss Absorbing Capacity* : imposera aux banques un matelas de fonds propres et de dettes « bail inable » en pourcentage de leurs actifs pondérés du risque.

Ces contraintes nouvelles en matière de liquidité s'expriment au travers de deux normes mises en place par le Comité de Bâle : un ratio de liquidité à court terme dit LCR<sup>9</sup> et un ratio de liquidité à long terme dit NSFR<sup>10</sup>.

L'impact de ces nouvelles contraintes est particulièrement sensible en France. Il s'agit en effet d'un marché singulier dans lequel les banques ne conservent pas dans leur bilan une partie très importante des fonds qu'elles collectent (livrets réglementés tout particulièrement, et également assurance-vie).

Ces deux ratios de liquidité, impliquant une meilleure adéquation des maturités de l'actif et du passif, conduiront à limiter plus fortement la transformation bancaire (prêter à long terme avec des ressources de durée plus courte) et ainsi à réduire leur capacité à prêter sur des durées longues faute d'avoir suffisamment de ressources longues.

**3.3 Le ratio de levier mesure le rapport entre le total du bilan d'un établissement financier et son capital. Il conduit à limiter la taille des bilans des banques en fixant un minimum de fonds propres proportionnel, dans le but d'éviter des effets de levier trop importants.**

Cette limitation de la taille des bilans conduit nécessairement à une contrainte sur l'activité des banques et en particulier sur le développement des encours de crédit quel que soit le risque inhérent à ces encours. Cela entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une restriction de la capacité des banques à développer leur rôle dans le financement de l'économie.

**3.4 Un second projet de révision des pondérations du risque de crédit en approche standard, émis par le Comité de Bâle en décembre 2015, conduirait, s'il était adopté dans sa version actuelle, à une augmentation des pondérations et donc des besoins en fonds propres. Ce projet risque de rendre encore plus coûteuse l'activité de prêt, en particulier les prêts immobiliers consentis à des clients disposant d'un faible apport personnel (prêts dont la *Loan To Value* – LTV<sup>11</sup> – est élevée).**

Ce projet affecterait plus particulièrement les prêts consentis dans le cadre de l'accession sociale à la propriété. En effet, moins les revenus du ménage sont importants, et moins est élevé l'apport lors du financement.

Dès l'entrée en application d'un projet dit de « floor », les banques qui disposent

9. LCR : *Liquidity Coverage Ratio* : ratio de liquidité à court terme (30 jours).

10. NSFR : *Net Stable Funding Ratio* : ratio de liquidité à long terme (un an).

11. Définition de la LTV : montant du prêt/valeur du gage.

de modèles avancés seront également affectées car elles devront disposer de fonds propres minimaux eux aussi calculés sur la base de l'approche standard du risque de crédit.

On peut donc raisonnablement s'attendre à une augmentation des exigences de fonds propres sur le risque de crédit et particulièrement sur le financement de l'immobilier.

### 3.5 Enfin, il faut rappeler les velléités exprimées par certains régulateurs d'élaborer de nouvelles contraintes sur la gestion du risque de taux vis-à-vis notamment des établissements distribuant du crédit immobilier à taux fixe à leurs clients.

Les projets d'encadrement du risque de taux dans les portefeuilles bancaires par le Comité de Bâle pourraient eux aussi pénaliser le modèle français du financement immobilier résidentiel. Fin 2014, les encours de crédits immobiliers aux particuliers étaient constitués à environ 86 % de prêts à taux fixe ; une proportion qui tend à se renforcer puisqu'aujourd'hui 92 % de la production nouvelle de crédits immobiliers se fait à taux fixe.

Si ces nouvelles contraintes étaient décidées, cela conduirait soit à faire porter le risque de taux par les particuliers à la place des banques, soit à imposer à ces dernières des contraintes de fonds propres encore plus significatives à ce titre. On peut légitimement penser que les banques sont mieux armées que les ménages pour gérer le risque de taux. D'ailleurs, lorsque les ménages sont endettés à taux variable et que les taux remontent, la révision à la hausse des mensualités entraîne mécaniquement des difficultés de recouvrement plus importantes et le risque de taux, évité aux banques en le transférant au client final, se transforme alors pour elles en risque de crédit.

## 4. Ces initiatives réglementaires n'ont généralement pas encore produit leurs effets

Les dispositions prudentielles évoquées ci-dessus n'ayant pas encore été appliquées aujourd'hui pour l'essentiel, car pour certaines encore à l'état de projet et de paramétrage, elles n'ont donc eu de ce fait que peu d'influence à ce stade sur l'offre de crédit.

Mais elles produiront assurément leur effet avec le temps (en grande partie dès 2019 et totalement en 2024).

Face aux durcissements imposés par les régulateurs multiples, soucieux d'éviter de se faire reprocher à l'avenir d'avoir été trop peu exigeants à l'égard des secteurs

qu'ils régulent, il conviendrait que les pouvoirs publics se préoccupent plus activement de garantir que les économies pourront être correctement financées dans ce nouvel environnement. Les effets de ces mesures ne peuvent d'ailleurs pas s'appréhender de façon unique sur tous les marchés, compte tenu de cultures financières très différentes ; en atteste le poids historique des banques très différent dans le système de financement des économies entre les États-Unis, d'une part, et l'Europe continentale, d'autre part.

Si l'ensemble des mesures de durcissement réglementaire actuellement envisagées devait être confirmé sans prendre en compte les spécificités des marchés nationaux, il est certain que les banques devraient restreindre leur offre de crédit immobilier aux ménages. Tout en rappelant la légitimité incontestable de dispositifs réglementaires bancaires plus stricts afin d'éviter de nouvelles crises, il faut inviter les instances de décision concernées à trouver un bon équilibre qui permette de ne pas mettre en danger le financement des économies.

Il convient également que les mécanismes publics de soutien à l'accession à la propriété tiennent compte de ces modifications réglementaires. Porter la garantie du Fonds de garantie à l'accession sociale à la propriété (FGAS) de 50 % à 80 % permettrait, pour un coût marginal pour l'État, d'éviter que ces réformes à venir génèrent un coup de frein très violent sur l'accession sociale à la propriété (secteur dans lequel les LTV sont particulièrement élevés) et donc sur le secteur du logement dans son ensemble.

Paradoxalement, la restriction de l'offre de crédit pénaliserait un marché français du crédit aux particuliers qui a montré sa robustesse pendant les années de crise. Depuis de très longues années, la France affiche en effet un des taux de défaut de ses crédits immobiliers résidentiels parmi les plus faibles au monde.

# Le modèle français de financement du logement

**Michel Mouillart**

Professeur d'économie  
Université Paris-Ouest Nanterre-La-Défense

Le dynamisme de l'offre de crédits, le développement raisonné de formules mieux adaptées aux exigences et aux contraintes de la demande (développement des prêts lissés, prêt englobant le crédit relais...) et l'extension des garanties de type « caution solidaire d'un organisme » ont permis à la France de développer un système de « production de masse » (donc non producteur d'exclusions), sûr et solide : il est vrai qu'à la différence des pratiques issues du modèle « anglo-saxon », l'octroi du crédit immobilier est conditionné par la capacité de remboursement de l'emprunteur et non pas par la valeur et la qualité du bien. Comme la quasi-totalité de la production est soit à taux fixe, soit à taux variable plafonné, le risque de défaut est très faible pour les emprunteurs en cas de hausse des taux des crédits. D'autant que le marché a su rester à l'écart des innovations financières « exotiques » que certains avaient pourtant recommandées : les prêts subprime, les prêts menteurs, les extractions de valeur... Enfin le marché français est juridiquement très encadré : la protection du consommateur est conséquente, notamment lors de l'octroi du prêt immobilier (réglementation de la publicité, réglementation des offres de prêts, obligation de conseil de la banque...).

Ainsi, en dépit des deux années de la grande dépression puis du déclenchement de la crise des dettes souveraines, le taux de créances douteuses (la part de l'encours des crédits à l'habitat rangés en crédits douteux) est resté très faible. Et durant ces années qui ont vu se développer les sinistres et les restrictions de l'offre de crédits chez un très grand nombre de ses partenaires européens ou de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ce ne sont pas les risques de défaut des emprunteurs qui ont contraint l'offre à se réduire en France, mais des chocs extérieurs à l'économie française.

Le modèle français du financement du logement a permis, dans d'assez bonnes conditions, de traverser les deux crises économiques majeures, sans casse sociale ni crise bancaire et il a su montrer sa souplesse et sa réactivité lors des reprises du marché (en 2010, en 2013 et aujourd'hui), tout en respectant « scrupuleusement » les obligations imposées par Bâle III : les engagements des banques sont sécurisés, comme les « stress tests » réalisés par la Banque centrale européenne (BCE) le prouvent, tout en permettant au plus grand nombre des ménages (même les plus modestes) de réaliser leurs projets immobiliers.

## 1. Un modèle de production de masse

Entre le milieu des années 1990 et le déclenchement de la crise des *subprime*, les marchés immobiliers à usage d'habitation se sont profondément transformés. Ils ont connu une expansion sans égale par le passé, tant par l'ampleur des évolutions observées<sup>1</sup>, que par la durée d'une expansion qui s'est faite pratiquement sans interruption.

Ils ont pour cela pleinement bénéficié du levier du crédit dont l'efficacité s'est accrue au cours de ces années, du fait notamment du développement et de la modernisation de l'offre bancaire.

Le modèle français de production des crédits immobiliers est en effet celui d'un marché de masse solide, largement ouvert sur tous les ménages et sécurisé, tant pour les emprunteurs que pour les établissements de crédits. Par exemple, sur l'ensemble de la période 2001-2014 :

- les banques ont accordé 26,3 millions de prêts immobiliers aux ménages ;
- ces prêts ont permis de financer 17,5 millions d'opérations immobilières ;
- pour cela, ce sont 1 635,1 milliards d'euros de crédits nouveaux (hors les rachats de créances) qui ont été distribués (soit pratiquement le PIB moyen des années 2001 à 2014).

À la fin de l'année 2014, on comptait donc 8,69 millions de ménages détenant des crédits immobiliers<sup>2</sup>, pour un encours estimé à 922,6 milliards d'euros par la Banque de France.

1. De 1995 à 2007, le nombre des nouveaux accédants à la propriété a progressé de plus de 89 % (M. Mouillart et V. Vaillant, « Regards sur l'accès à la propriété en longue période », *Observateur de l'Immobilier*, n° 89, nov. 2014, pp. 42-53). Cette expansion s'est réalisée sans éviction des ménages modestes.

2. Source : Observatoire des crédits aux ménages (« L'endettement des ménages en novembre 2014 », *Rapport*, n° 27, Fédération bancaire française, avril 2015). Ce qui représente 30,6 % des ménages métropolitains. À cette estimation, il conviendrait d'ajouter 610 000 ménages qui détenaient des crédits à la consommation (mais pas de crédits immobiliers) leur ayant permis de financer des travaux d'amélioration et d'entretien dans leurs logements.

## 2. Un modèle de financement robuste

La faiblesse des « risques » portés sur le stock de ménages détenant des crédits immobiliers est alors intéressante à souligner : en rapprochant l'évaluation du nombre de nouveaux ménages traités chaque année par les commissions de surendettement du total des ménages détenant des crédits immobiliers, on vérifie que la proportion correspondante est très faible, en rapport avec ce que représente le coût du risque estimé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) :

- d'après le « Baromètre du surendettement » de la Banque de France<sup>3</sup>, au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, 203 600 dossiers déposés durant les douze derniers mois auprès des secrétariats des commissions de surendettement avaient été déclarés recevables, c'est-à-dire éligibles aux procédures légales de traitement du surendettement, donc considérés comme présentant un niveau d'endettement manifestement excessif au regard des capacités de remboursement des ménages considérés. Et parmi ces derniers, 43,1 % concernaient des redépôts : près de 115 800 nouveaux dossiers de surendettement ont donc été comptabilisés depuis un an (soit 51,2 % du total des dossiers déposés) ;
- parmi les ménages ayant déposé un dossier de surendettement recevable, 12,9 % détiennent des crédits immobiliers : sur un an, au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, ce sont donc 14 900 ménages détenant des crédits immobiliers qui sont entrés en situation de désendettement<sup>4</sup>.

Si on rapproche cette évaluation du nombre total de ménages détenant des crédits immobiliers, on peut estimer qu'en 2014, 0,17 % de ces ménages sont entrés pour la première fois dans une procédure de traitement du surendettement.

De ce fait, compte tenu du niveau de risque associé, il est peu probable que par lui-même l'endettement immobilier (et notamment celui dédié à l'accession à la propriété) fasse peser un risque de sinistralité élevé sur le secteur bancaire et financier français. D'ailleurs, en dépit de la grande dépression et de la crise de la dette souveraine, le taux de créances douteuses (la part de l'encours des crédits à l'habitat rangés en crédits douteux) n'a guère dérapé : dans son dernier rapport<sup>5</sup>,

3. « Le baromètre du surendettement au 1<sup>er</sup> trimestre 2015 », DGAFP-Direction des Particuliers, Banque de France, juin 2015.

4. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, la Banque de France décomptait en outre 831 000 ménages qui étaient, au total, considérés en situation de désendettement. D'après l'enquête typologique réalisée en 2013 par la Banque de France, 10,8 % détenaient des crédits immobiliers. Il y aurait donc, toutes générations confondues, de l'ordre de 90 000 ménages détenant des crédits immobiliers qui sont entrés en situation de désendettement.

5. ACPR, « Le financement de l'habitat en 2014 », *Analyses et synthèses*, n° 50, Banque de France, juillet 2015.

l'ACPR constate qu'il reste inférieur à son niveau du début des années 2000 et « nettement inférieur au taux de créances douteuses observé sur l'ensemble des crédits à la clientèle accordés en France par les établissements de crédit présents sur le territoire ». Et au total, l'ACPR estime qu'en 2014 le coût du risque représentait seulement 0,088 % de l'encours des crédits à l'habitat aux particuliers.

En outre, les tests de résistance et l'évaluation complète des bilans bancaires réalisés par la BCE de novembre 2013 à octobre 2014 ont souligné « la capacité des banques à absorber les chocs en situation de crise sévère »<sup>6</sup> : même dans le cas du « scénario stressé (adverse)<sup>7</sup>, calibré par la BCE pour refléter les risques les plus susceptibles d'affecter la stabilité du secteur financier européen » !

### 3. Des ambitions pour l'avenir

Pour l'avenir, la question du financement de l'effort supplémentaire de construction (l'objectif annuel des 500 000 logements mis en chantier) et de la mise en œuvre de la Loi sur la Transition Énergétique (l'objectif annuel des 500 000 rénovations énergétiques) mérite d'être posée. Il faudrait en effet augmenter de 50 % la production des crédits destinés au financement de la construction ou de l'acquisition de logements neufs et à la réalisation des travaux de rénovation énergétique des logements existants.

Au-delà d'une mobilisation large et pérenne des ressources de financement, c'est aussi la question de l'adéquation de ces ressources aux capacités de remboursement des ménages qui est soulevée :

- le relèvement du niveau de la construction suppose l'amplification de la primo accession des ménages modestes<sup>8</sup>. Pour cela, il faudrait soit un nouvel accroissement peu probable (en l'état des finances publiques actuelles et futures) des aides à la primo accession, soit des augmentations rapides (et certainement improbables, elles aussi) du pouvoir d'achat, soit le maintien des conditions actuelles de crédit : et, notamment, des prêts à taux fixes et bas sur de longues durées... ce que le modèle français de financement du logement a permis jusqu'à présent ;

6. Dossier : « Évaluation complète des bilans bancaires : résultats et enseignements », *La Revue de l'ACPR*, n° 20, nov.-déc. 2014.

7. Ce scénario particulièrement brutal intègre un double choc : entre 2014 et 2016, les prix de l'immobilier ancien chutent de 28 % et les taux longs (OAT à 10 ans) remontent de près de 300 points de base pour s'établir à 3,80 % en 2016. Et même dans ce cas de figure pour le moins extrême, aucune banque française ne doit être recapitalisée... le ratio de fonds propres atteint dans le pire des cas restant supérieur à la cible retenue dans le scénario central de la BCE.

8. Par ex. : M. Mouillart, « Construire 500 000 logements », *Les Entretien d'Inxausea*, 29 août 2014.

- la massification de l'effort de rénovation énergétique nécessitée par la mise en œuvre de la Loi sur la Transition Énergétique suppose aussi un recours à des crédits... accessibles à des ménages modestes<sup>9</sup> !

Tout cela est possible : tant sur les effectifs ou sur les masses à financer que sur une ouverture plus large de l'offre sur les ménages modestes. C'est déjà ce qui s'était observé durant les années 1995 à 2007 : pour l'accession (+ 90 % durant cette période, avec une proportion de ménages modestes de l'ordre de 50 %), pour le total de la construction, pour la masse des crédits, pour les travaux réalisés... Mais cela suppose que le modèle actuel de financement du logement soit préservé et que ses capacités ne soient pas détériorées par des contraintes nouvelles, telles celles que le Comité de Bâle appelle de ses vœux<sup>10</sup>, par exemple.

*Décembre 2015*

---

9. V. notamment : M. Mouillart et P. Stocker, « La rénovation énergétique des maisons individuelles occupées par leurs propriétaires », Rapport du Conseil National de l'Habitat, juill. 2015.

10. "Interest rate risk in the banking book", Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, juin 2015.



# L'originalité du modèle français du capital-investissement

**Bertrand Rambaud**

Président de Siparex

Souvent présenté comme le modèle principal (pour ne pas dire unique) du *private equity*, le système anglo-saxon a largement essaimé ses principes et modes opératoires un peu partout dans le monde, avec plus ou moins de succès. Ses bases ? Une forte financiarisation des investissements, une recherche d'entreprises de taille critique, une importante propension à la participation majoritaire (pour la partie qui ne concerne pas les *start-ups*) et une relation avec le management très *cash* !

Comme souvent, la France affiche un modèle du capital-investissement fondé à la fois sur sa propre culture économique et s'appuyant sur certains des fondamentaux issus du modèle anglo-saxon. En résumé un modèle original, dont se sont largement inspirés certains pays, notamment ceux d'Europe du Sud. Si le modèle français est original, c'est également parce que c'est une des terres de naissance du capital-investissement, fait peu connu. Les plus anciennes firmes hexagonales remontent au début des années 1970 – dont Siparex créé en 1977 – et cette industrie est l'une des premières d'Europe, au coude à coude avec le marché britannique. Avec 280 membres investisseurs actifs, l'AFIC<sup>1</sup> est même la première association nationale du vieux continent, nettement devant la Grande-Bretagne (230 membres) ou l'Allemagne (200 membres). On retrouve donc en France beaucoup d'opérateurs aux profils très différents (grandes structures internationales implantées en France, français internationaux, français centrés sur l'Hexagone, régionaux).

## 1. Une forte diversité des outils d'investissement

Le capital-investissement, s'il a souffert comme d'autres secteurs de la crise de la fin des années 2000, n'en a pas moins atteint un âge de maturité. Beaucoup

---

1. Association française des investisseurs pour la croissance.

d'équipes ont connu de multiples cycles de levées de fonds, de successions de dirigeants, de rapprochements, de changements de stratégie... Si certains acteurs du marché français sont nés dans les années 1990-2000 – véritable âge d'or de la profession – souvent sur le modèle anglo-saxon (gestion d'un fonds français de type FPCI<sup>2</sup>, *Limited Partnership* ou autre – à durée de vie déterminée, assorti d'une période d'investissement, de frais de gestion calculés scientifiquement selon l'évolution du fonds, d'un *carried interest* lié à une performance minimale), nombre de professionnels ont également connu d'autres modèles comme les filiales de groupes bancaires, les SCR (sociétés de capital-risque) au fonctionnement fort différent du classique fonds, ou encore les SDR (sociétés de développement régional). Cette grande diversité des modes de fonctionnement est caractéristique de l'industrie française du capital-risque, qui a notamment recours à des supports d'investissement très différents.

## 2. Une typologie particulière des entreprises

L'autre particularité fondamentale du modèle français quand on le compare au modèle anglo-saxon, c'est la nature de son sous-jacent, à savoir l'entreprise. L'économie française est marquée par le poids de ses grandes entreprises, la multitude des TPE et petites PME, mais aussi par sa culture d'ingénieurs qui favorise l'innovation. Terre des petites PME et des *start-ups*, la France est en revanche très en retard en ce qui concerne le tissu de ses ETI. Une étude de Bpifrance montrait, il y a quelques mois, que la France comptait 4 600 ETI et 3 750 en excluant les filiales de groupes étrangers en France. Soit trois fois moins qu'en Allemagne, et deux fois moins qu'au Royaume-Uni. Autre constat différenciant, les ETI françaises sont plus petites avec en moyenne 600 salariés contre 800 en Allemagne.

La conséquence logique de ce profil structurel de l'économie française sur le capital-investissement, c'est un montant d'intervention moyen plus faible que dans les économies anglo-saxonnes. À titre d'illustration, le capital-investissement a financé 1 560 entreprises par an entre 2006 et 2014 contre 1 200 en Grande-Bretagne. Globalement, les investisseurs français diffusent donc plus largement leur financement à des entreprises plus petites et pour des tickets moyens plus faibles. Ce qui n'empêche pas bien entendu les très grosses transactions dont la France est un des principaux marchés en Europe. Toutefois, le ticket moyen réalisé en 2014 atteignait 5,3 millions d'euros, à comparer aux 20 millions d'euros moyens du marché britannique. Un différentiel à relativiser du fait que les acteurs installés outre-Manche sont aussi pour un certain nombre des investisseurs internationaux visant l'ensemble du marché européen où ils réalisent de plus grosses opérations

---

2. Fonds communs de placement dans l'innovation.

en moyenne. Ainsi, le montant moyen des investissements en LBO (*Leveraged Buy-Out*) réalisés par les acteurs britanniques en 2014 atteignait 125 millions d'euros pour les opérations menées hors du marché domestique et 36 millions d'euros pour les opérations locales. Par comparaison, l'investissement moyen côté marché français s'élevait à environ 20 millions d'euros.

Autre particularité, le type d'opérations : de manière traditionnelle et probablement plus largement culturelle, les acteurs anglo-saxons apprécient les opérations majoritaires avec de forts effets de levier. Le but est alors d'optimiser le financement et de réaliser le taux de rendement interne (TRI) le plus élevé, notamment en utilisant massivement tous les outils nécessaires à une optimisation financière (crédits *in fine*, *recaps*...). Sans aller jusqu'à dire que le modèle français se passe de ce genre de montages, on constate toutefois que l'entreprise et sa stratégie sont davantage au centre du projet et des préoccupations. Culture sociale et du consensus obligent, les investissements français sont en général plus « friendly » et les capital-investisseurs plus patients. Si la durée des investissements est souvent plus longue chez les acteurs français (à quelques effets de mode près qui poussent parfois à une accélération des rotations), la performance n'en demeure pas moins élevée. Que ce soit en TRI ou en multiple des bénéfices, le marché français est un des plus profitables en Europe pour la profession, ce qui explique au passage la forte concurrence qui y existe.

### 3. La psychologie des dirigeants

Au-delà de cet aspect quantitatif/ technique du marché hexagonal, réputé pour sa profondeur et offrant une large palette de solutions de financement aux entrepreneurs, il est une autre dimension, plus qualitative, qui le distingue assez nettement de ses homologues anglo-saxons dans son fonctionnement. C'est la dimension psychologique des dirigeants. Cette dernière est d'ailleurs à l'origine d'un nombre d'ETI comparativement moins élevé en France que celui observé chez les autres principales économies européennes. Longtemps relativement méfiants à l'égard des investisseurs financiers, moyennement désireux de se développer à l'international, préférant parfois même limiter leur croissance pour limiter les tracasseries administratives et autres, les patrons de PME français ont finalement longtemps freiné eux-mêmes leur développement, limitant ainsi les moyens nécessaires à leur croissance. Certes ces profils psychologiques ont largement évolué ces dernières années : la dimension internationale est devenue essentielle, l'innovation également, sans parler du changement de génération à la tête des entreprises et de la phase de transmission en cours pour les dirigeants « baby boomers ». Néanmoins, ces facteurs culturels, auxquels on pourrait ajouter une relation parfois complexe avec la réussite financière, ont largement influé ces dernières décennies

sur le capital-investissement français. À titre de comparaison, le tissu de PME allemandes, au fort ancrage familial et à la vocation internationale affirmée, a donné naissance au fameux *Mittelstand*, un vaste réseau de puissantes ETI, bénéficiant d'une fiscalité moins importante et d'une forte culture de transmission familiale. Cet ancrage familial doublé d'un financement régional très puissant de l'économie *via* les *Sparkassen* explique au demeurant que l'Allemagne reste un marché relativement faible pour le *Private Equity* au regard de la taille de son économie. Outre-Manche les entrepreneurs britanniques ont une vision beaucoup plus « cash » de leur entreprise, ce qui explique un vaste mouvement d'opérations financières dans les années 1990 et 2000.

Enfin, la France demeure un pays favorable aux *start-ups*, même si trop peu d'entre elles réussissent à devenir de véritables succès mondiaux durables. Pays d'ingénieurs reconnu pour la qualité de ses formations, bénéficiant de dispositifs attractifs comme le Crédit d'impôt recherche (CIR), la France figure parmi les pays européens les plus actifs en matière d'investissement en capital-risque. À titre de comparaison, les capital-investisseurs français ont soutenu environ 450 *start-ups* par an ces dernières années, contre moins de 400 chez nos voisins britanniques.

Cette compétence hexagonale en matière d'innovation doit d'ailleurs être mise au service des PME et ETI pour affronter les défis d'une économie qui se mondialise et se numérise à la vitesse grand V. Les professionnels du capital-investissement sont au demeurant parmi les mieux placés pour aider les entreprises traditionnelles à entrer dans l'ère digitale. Là encore, le modèle français, dans lequel un certain nombre d'acteurs sont présents sur l'ensemble de la chaîne du financement (du capital innovation à l'ETI), permet une grande capacité d'adaptation.

#### 4. Le rôle de la sphère publique

Enfin, autre facteur différenciant qui colle bien à l'image de la France et la distingue nettement du modèle anglo-saxon, le rôle de la sphère publique. Cette dernière, qu'elle intervienne à travers Bpifrance, ou avec les régions qui nouent des partenariats public / privé (au fonctionnement assez respectueux pour mêler intelligemment l'argent des deux) ou encore par le biais des mesures prises par l'État en faveur de l'investissement (avec par exemple, en leur temps, la création des FIP<sup>3</sup> et FCPI), représente une composante non négligeable du marché. Le secteur est ainsi un important pourvoyeur de fonds pour le capital-investissement français (16 % en 2014) qui vient en partie compenser l'absence des fonds de pension qui servent de base au modèle anglo-saxon.

---

3. Fonds d'investissement de proximité.

Au final, le marché français du capital-investissement présente une originalité assez unique puisque mixant son modèle originel au modèle anglo-saxon (dont il a parfois adopté les excès avant de revenir à la raison, notamment en matière d'effets de levier). C'est une activité qui, au cours des dernières décennies, a clairement contribué à aider les entreprises à se moderniser et à se projeter dans l'avenir, en les poussant à adopter des méthodes financières plus rigoureuses (notamment au niveau des *reportings*) et une gouvernance adaptée, mais également à s'interroger sur leur développement international ou à leur transformation digitale. Faite d'une dimension humaine et de proximité avec les dirigeants, tout en tenant compte des évolutions financières internationales, l'école française du capital-investissement répond avec rigueur et justesse aux enjeux actuels des entreprises.



# Quelles nouvelles réponses aux besoins de financement des équipements collectifs en France ?

**Yves Millardet**

Président du Directoire  
Agence France Locale

**Yann Doyen**

Directeur des engagements  
Agence France Locale

**D**epuis les lois de décentralisation du début des années 1980, les collectivités locales sont à l'origine de la grande majorité des travaux d'infrastructures et de réseaux permettant d'assurer une large palette de services publics : transport, voirie, alimentation en eau et en énergie, traitement des déchets et des eaux usées, équipements culturels et sportifs...

Les dépenses d'investissement des collectivités locales constituent l'un des principaux moteurs de l'investissement public en France. S'élevant à environ 55 milliards d'euros par an, les dépenses d'investissement des collectivités locales représentent 4,5 % du PIB et 58 % des dépenses d'équipement engagées par les administrations publiques. Pour autant, la dette publique locale ne représente qu'environ 10 % de la dette publique totale.

En trente ans, de 1978 à 2008, la Cour des comptes rappelle que l'investissement public local a « plus que doublé en volume ». Il apparaît toutefois aujourd'hui que l'investissement public local est menacé du fait notamment des contraintes budgétaires inédites auxquelles sont confrontées les collectivités. Dans ce contexte, le recours à l'emprunt constitue une ressource complémentaire nécessaire pour faire face à la baisse de l'autofinancement (I). L'environnement budgétaire contraint dans lequel évoluent désormais les collectivités se conjugue avec une recomposition du paysage bancaire au sein duquel la principale nouveauté est l'émergence de l'Agence France Locale (II).

## I. Le rôle majeur, mais fragilisé, des collectivités locales dans le financement des équipements collectifs

### 1. Vers un moindre investissement public local structurel

Depuis deux ans, l'investissement public local est en repli sensible. Les dépenses d'équipement ont baissé de -9,6 % entre 2013 et 2014 et la Cour des comptes craint une réduction durable des investissements des collectivités. Les explications de ce phénomène sont de plusieurs natures.

#### 1.1 Des dépenses d'investissement en berne

Si les dépenses d'équipement baissent sensiblement depuis deux ans, les prémices de cette évolution sont apparues dès 2012 avec la dégradation de l'épargne brute des collectivités. Après une hausse quasiment ininterrompue pendant trente ans, la capacité d'épargne, et donc l'autofinancement, des collectivités se dégradent désormais pour la 5<sup>e</sup> année consécutive, conséquence d'un effet ciseaux marqué entre évolutions des recettes et des dépenses de fonctionnement.

Cette tendance s'est accentuée depuis 2014 avec la mise à contribution des collectivités au redressement des comptes publics. Après une réduction de 1,5 milliard d'euros en 2014, la Dotation globale de fonctionnement (DGF) – principale ressource versée par l'État aux collectivités – baisse d'environ 3,5 milliards d'euros par an entre 2015 et 2017, soit 11 milliards d'euros en trois ans et 12,5 milliards d'euros au total.

Dans son rapport annuel sur les finances publiques locales rendues le 13 octobre 2015, la Cour des comptes n'établit pas, pour 2014, de lien direct entre la baisse des concours financiers de l'État et l'évolution de l'investissement public local. Les magistrats financiers concluent toutefois que « si la diminution des concours financiers de l'État n'a eu qu'un impact limité en 2014, la programmation d'une baisse de 11 milliards d'euros de ces concours de 2015 à 2017 est de nature, du fait de son ampleur, à modifier le modèle d'équilibre financier d'une grande partie des collectivités ». Surtout, après une première année de baisse de l'investissement local en 2014 de -9,6 %, la Cour des comptes n'exclut pas « une baisse durable de l'investissement public local » sous l'effet conjugué de la baisse de la DGF et de l'effet ciseaux observé depuis plusieurs années. Ces éléments favorisent « un ajustement budgétaire qui, à court terme, est susceptible de porter prioritairement sur les dépenses d'investissement ».

Ce repli de l'investissement public local s'explique également par les effets du cycle électoral pour le bloc communal (communes et Établissements publics de coopération intercommunale – EPCI à fiscalité propre) en 2014 et en 2015 pour

les départements et les régions. Enfin, les évolutions institutionnelles majeures telles que la fusion des régions, la création des communes nouvelles et des métropoles ainsi que le devenir toujours incertain des départements, peuvent constituer des facteurs d'incertitudes et ne sont pas de nature à dynamiser l'investissement public local.

## 1.2 Un changement d'ère ?

Nul ne peut ignorer que depuis les lois de décentralisation les collectivités locales ont consenti des efforts considérables en termes d'équipements collectifs. Le niveau d'équipement et d'infrastructure n'a jamais été aussi élevé et n'exige *de facto* plus d'investissements aussi conséquents que par le passé. Finalement, se pose la question d'un « effet stock ».

Autrement dit, il pourrait être considéré que les collectivités locales se situent à la fin d'un cycle et entrent dans une nouvelle ère, davantage marquée par des besoins d'entretien et d'aménagement que de renouvellement des biens publics locaux. Dans cette hypothèse, la baisse ou la stabilisation des dépenses d'équipement pourrait s'inscrire dans la durée. Au cours du précédent mandat 2008-2014, la répartition des dépenses d'équipement a été de 66 % pour les opérations nouvelles et de 34 % pour les opérations d'entretien et de renouvellement du patrimoine.

Cette affirmation doit toutefois être nuancée par le fait que de nouvelles compétences incombent aux collectivités. Ces dernières doivent par exemple investir afin de satisfaire à de nouvelles obligations en termes de transition énergétique (loi du 17 août 2015), d'accessibilité des bâtiments publics mais également répondre à des nouveaux besoins structurants pour leurs territoires tels que le développement de la fibre optique.

## 2. Mais un recours à l'emprunt stable

Malgré un investissement public local en berne, paradoxalement, le recours à l'emprunt demeure soutenu et se maintient aux alentours des 16 milliards d'euros par an. Ce montant est à mettre en regard du remboursement du capital qui s'élève quant à lui aux environs de 12 à 13 milliards d'euros. Le stock de dette des collectivités progresse ainsi de 3 à 4 milliards d'euros par an.

À ce stade, il apparaît que la baisse des dépenses d'équipement ne se traduit pas par une baisse du recours à l'emprunt, ce dernier permettant de compenser en partie la perte d'autofinancement des collectivités.

## 2.1 L'emprunt, une ressource indispensable bénéficiant de conditions favorables

Cette alerte sur l'investissement public local exprimée par la Cour intervient alors même que l'offre de crédit est désormais excédentaire, les collectivités bénéficiant de nouveau de conditions d'accès au crédit favorables.

Selon les niveaux de collectivités locales, les besoins de financement et les marges d'endettement peuvent varier fortement (niveau d'épargne, taux d'endettement, solvabilité). Ainsi, si les régions disposent d'une réelle capacité d'emprunt, en revanche, nombre de départements ne sont plus en situation aujourd'hui d'actionner ce levier. Quant au bloc communal, émergent de fortes disparités en termes de santé financière. Cette tendance ne devrait pas se démentir au cours des prochaines années.

Néanmoins, la dette constitue une réponse partielle, mais réelle, pour des collectivités dont la capacité d'épargne et l'autofinancement sont en déclin structurel. Ainsi, en compensation d'une capacité d'autofinancement en berne, l'emprunt devrait prendre une place plus importante dans la structure des recettes d'investissement. Pour autant, compte tenu des règles budgétaires s'appliquant aux collectivités, seules celles présentant un niveau de solvabilité satisfaisant pourront se permettre d'activer ce levier. Sur ce point, la responsabilité des établissements prêteurs est essentielle et devra se traduire par une appréciation du risque de crédit adaptée afin de limiter l'octroi des crédits en fonction de la santé financière des collectivités...

## 2.2 Du bon usage du recours à l'endettement

Aussi, le recours à la dette par les collectivités locales françaises doit être considéré comme un moyen sain de participer au financement des équipements publics.

D'une part, l'emprunt contracté par les collectivités ne peut financer que des dépenses d'équipement, c'est-à-dire la réalisation et/ou l'acquisition de biens durables (immobilisations) et non des dépenses de fonctionnement contrairement à l'État... D'autre part, les règles budgétaires et comptables applicables aux collectivités locales sont particulièrement rigoureuses et limitent *de jure* le recours à l'emprunt. L'obligation d'équilibre des sections de fonctionnement et d'investissement, et en particulier l'équilibre réel ou « règle d'or », qui se traduit par l'obligation légale pour une collectivité de dégager une épargne suffisante pour assurer le remboursement du capital, circonscrit mécaniquement le recours à l'emprunt au financement des dépenses d'équipement.

Enfin, un recours maîtrisé à l'emprunt permet *primo* de ne pas actionner un levier fiscal aujourd'hui difficilement mobilisable (« ras-le-bol fiscal » avéré) d'autant que

la fiscalité locale apparaît obsolète et peu efficiente, et *secundo* de faire supporter aux utilisateurs futurs les équipements ainsi financés. En effet, des investissements tels que des bâtiments scolaires ou des usines de traitement des eaux et des déchets se caractérisent par une durée d'amortissement et d'usage de long terme rendant plus pertinent un financement par de la dette correctement échéancée que par un recours au levier fiscal.

Par conséquent, dès lors que les collectivités dégagent une capacité d'épargne suffisante pour couvrir le remboursement du capital et autofinancer une partie de leurs dépenses d'équipement, l'emprunt constitue une ressource d'appoint pertinente. Cet argument se révèle d'autant plus pertinent que les taux d'intérêt sont bas ! En effet, compte tenu de la faiblesse persistante des taux d'intérêt, la rentabilité « potentielle » des investissements publics en sort renforcée. Aussi, il serait économiquement contre-productif de s'interdire de recourir à une ressource peu chère alors même que les besoins en infrastructure et en équipements publics demeurent et que ces investissements soutiennent des secteurs économiques essentiels comme le BTP. Et ce d'autant plus en période de crise économique, où les acteurs publics en général et les collectivités locales en particulier peuvent (doivent ?) jouer un rôle « contra cyclique » de soutien à l'économie locale, et donc nationale...

## **II. L'Agence France Locale, nouvelle banque des collectivités locales et illustration de la mutation en cours des modalités de financement des équipements publics**

En quelques années, le paysage du financement des collectivités locales a profondément changé. Mais, avant même l'apparition de la crise financière de 2008, « les collectivités se sont mobilisées autour d'objectifs clairs : diversifier les sources de financement (tant en termes d'acteurs que de maturité), sécuriser l'accès à la liquidité et optimiser les coûts de financement ».

Dès 2004, conscientes de la nécessité d'outiller leur mission d'intérêt général avec des instruments permettant *l'accès aux marchés*, les collectivités françaises ont donc groupé leurs forces pour se doter d'un véhicule leur permettant de mutualiser leurs recours à l'emprunt.

### **1. L'aboutissement d'une démarche de long terme**

La création de l'Agence France Locale, en octobre 2013, a marqué l'aboutissement d'un long processus. Dès 2004, conscientes de la fragilité de leur modèle de financement, certaines collectivités avaient souhaité réfléchir à de nouvelles sources de financement, dans une démarche de responsabilisation et d'autonomie renforcées.

*Le premier postulat était un constat* : les collectivités représentent plus de 70 % de l'investissement public national. Elles investissent au service de leur territoire, mais aussi de la croissance nationale. Elles permettent par leur action de maintenir, voire de créer, de l'emploi non délocalisable et donc solidaire.

*Le deuxième postulat était une conviction* : les collectivités locales, du fait de la règle d'or qui leur est imposée, de leur qualité de gestion et de leur mission d'intérêt général, devaient pouvoir prétendre à des conditions de financement plus intéressantes que celles que leur proposaient les acteurs bancaires.

*Le troisième postulat était une inquiétude* : les conditions d'accès aux marchés, dans une période où la liquidité était pourtant abondante, étaient largement dépendantes d'un faible nombre d'acteurs bancaires, eux-mêmes dépendants des cycles financiers ou, pire, de leur propre modèle de fonctionnement. En l'absence d'un véhicule dédié, on était d'avis que les collectivités agissant seules ne seraient plus en mesure, en cas de durcissement des conditions de marché, d'assurer leur mission d'investissement au service de la relance et de l'emploi. Rappelons que la raréfaction du crédit et la tension sur les taux de financement qui s'est produite en 2008 étaient considérées à cette époque comme des cas d'école, des menaces lointaines qui jamais ne se réaliseraient.

## 1.1 Identifier un besoin commun

À partir de ces trois piliers, l'idée de mutualiser l'accès des collectivités aux marchés financiers a germé puis s'est renforcée au sein du réseau des directeurs financiers des communautés urbaines de France, très attentifs aux expériences similaires (les *Local Government Funding Agencies*) mises en place – parfois depuis plus d'un siècle – dans les pays d'Europe du Nord (et notamment en Suède avec Kommuninvest).

C'est ainsi qu'eurent lieu, de 2004 à 2007, les premières émissions obligataires groupées des communautés urbaines. Elles firent la preuve non seulement de la pertinence du dispositif, mais également de la forte attente des investisseurs pour le risque quasi souverain des collectivités locales françaises.

Cette démonstration faite, plusieurs collectivités ont alors souhaité rejoindre le dispositif : en 2008, une nouvelle émission obligataire fut alors ouverte aux autres niveaux de collectivités. En 2012, dans un contexte de raréfaction du crédit et de tensions fortes sur les marchés, une dernière émission, intitulée « En attendant l'Agence », a permis à 44 collectivités de lever 610 millions d'euros sur les marchés.

Les émissions obligataires groupées prouvèrent la validité de ces postulats : les craintes des collectivités n'étaient pas théoriques, mais leur qualité de signature et une mobilisation collective pouvaient permettre d'y répondre. Mais elles témoi-

gnèrent également de leurs limites : d'une grande lourdeur administrative, elles ne pouvaient concerner qu'un nombre restreint de collectivités, et par conséquent, des volumes modestes (de l'ordre de 100 millions d'euros) pour des investisseurs habitués à des émissions beaucoup plus importantes.

Enfin, elles présentaient l'inconvénient de n'offrir aucun mécanisme de garantie aux souscripteurs. Pérenniser ce dispositif supposait donc de transposer le modèle des agences nordiques en droit français, et de convaincre – techniquement et politiquement – l'État, les administrations et les acteurs de marché de la pertinence du dispositif.

## 1.2 Construire une solution

Les associations nationales d'élus locaux se sont alors dotées d'un outil leur permettant d'élaborer une réponse technique, et surtout collaborative, à ce défi.

C'est dans ce but qu'a été créée en avril 2010 l'Association d'étude pour l'Agence de financement des collectivités locales (AEAFCL). Sa mission était de constituer la structure juridique permettant de mandater les travaux préparatoires de création afin d'identifier les conditions de faisabilité d'un tel projet.

Tant dans la définition technique du véhicule que dans sa mise en œuvre juridique, l'espace d'échange qu'a constitué l'AEAFCL a permis de rassembler autour de la table – autour de propositions techniques concrètes – l'ensemble des parties prenantes. Elle a permis d'instaurer une relation de confiance et de lever les obstacles juridiques.

La création de l'Agence France Locale s'est donc avant tout construite à partir d'un besoin, formalisé puis partagé, et qui a pu se structurer grâce à la mise en place d'espaces de dialogue, d'échanges et de confrontations techniques.

À l'heure où les débats se multiplient autour des modalités de rénovation de l'action publique et de mise en œuvre de l'innovation, cette méthode – fondée sur la co-appropriation, la co-définition et la co-construction d'un projet commun à partir d'un besoin identifié – sera sans doute reproductible à l'avenir sur un certain nombre de projets d'envergure. Le succès de l'Agence France Locale réside avant tout dans la capacité qui a été la sienne de créer des espaces de construction d'un projet partagé, avant sa mise en œuvre opérationnelle par l'engagement de tous les acteurs.

## 2. Une structuration qui reflète certaines valeurs

La création de l'Agence France Locale est avant tout un acte majeur de décentralisation. Sans garantie de l'État, elle est la propriété exclusive des collectivités

locales et groupements à fiscalité propre qui en sont membres. Elle n'a d'autre but que de leur permettre un accès au crédit diversifié, sécurisé et performant, sans de logique de profit.

Pour cette raison, sa structuration juridique doit lui permettre d'être la plus performante sur les marchés, tout en fournissant les éléments de sécurisation nécessaire à une gestion saine et transparente.

## 2.1 Un impératif de responsabilité

L'Agence France Locale est la propriété exclusive de ses membres. Le montant du capital social à rassembler a été calculé de façon à respecter, tout au long de la vie de l'Agence, les ratios prudentiels dit Bâle III ainsi que l'équilibre financier de la structure. Le montant de l'apport en capital initial (ACI) de chaque adhérent est calculé à partir du volume d'emprunt réel de la collectivité. Il rend la collectivité propriétaire de parts de l'Agence France Locale, et constitue un investissement.

Par ailleurs, le respect de certaines conditions de bonne santé financière est le pré-requis indispensable à toute adhésion à l'Agence. Elles sont indépendantes de la taille de la collectivité, permettant à toutes, y compris les plus petites communes, de profiter de ce nouvel outil d'autonomie. En revanche, une collectivité qui ne respecte pas ces ratios ne peut adhérer à l'Agence. Si elle est adhérente mais que ses ratios se dégradent, elle verra son accès au crédit suspendu le temps de revenir à un meilleur équilibre financier. Le versement du ticket en capital n'équivaut par conséquent pas à un droit de tirage.

## 2.2 Un impératif de solidarité

Ce point a constitué la principale difficulté de transposition du modèle scandinave en droit français, puisque tout mécanisme de solidarité illimitée entre les membres est interdit par le principe de libre administration des collectivités. Des aménagements devaient donc être trouvés.

Afin de bénéficier de bonnes conditions de financement sur les marchés, l'Agence a été bâtie autour d'un mécanisme de double garantie solidaire et limitée :

*Premier niveau* : l'Agence est suffisamment capitalisée pour pouvoir répondre à toutes les règles issues de Bâle III, comme la capacité d'être toujours en mesure d'honorer ses engagements pendant une durée d'un an, y compris en cas de fermeture totale du marché. Des coussins de liquidité viendront renforcer cette exigence réglementaire.

*Deuxième niveau* : en cas de défaut de paiement structurel du secteur local français et dans l'hypothèse où un grand nombre de collectivités ne pourraient honorer

leurs dettes, un mécanisme de garantie solidaire limitée est mis en place. Chaque collectivité apportera sa garantie au système dans la limite de son propre encours vis-à-vis de l'Agence.

La rigueur des conditions d'adhésion à l'AFL, le suivi régulier de la situation financière de ses membres et ses règles de gestion stricte prémunissent ses membres contre le risque de mise en jeu de cette garantie.

### 2.3 Un impératif d'indépendance

Il a été fait le choix de scinder l'Agence en « deux étages », ce qui reflète la volonté des collectivités membres de distinguer la définition de la stratégie générale et des principes de l'Agence, qui relève de la gouvernance politique, de la mise en œuvre technique de ces règles, qui relève de l'expertise financière.

#### *L'Agence France Locale « Société Territoriale »*

C'est la structure de pilotage stratégique de l'Agence. Chaque collectivité membre de l'Agence détient des parts de l'AFL Société Territoriale et siège à son Assemblée générale. Son Conseil d'administration est composé exclusivement de collectivités membres qui décident des orientations stratégiques de l'Agence. Il s'appuie sur un Conseil d'orientation qui rassemble les premières collectivités adhérentes, ayant pour la plupart participé à l'élaboration du projet au sein de l'AEAFCL.

#### *L'Agence France Locale*

C'est la structure de mise en œuvre opérationnelle de l'Agence. Détenue par la Société territoriale, elle intervient sur les marchés pour lever de la ressource au meilleur prix. Composée de professionnels de la finance, elle assure le volet opérationnel de l'activité de l'Agence. Un Conseil de surveillance, composé de membres du Conseil d'administration de la Société territoriale et, majoritairement, de personnalités qualifiées, est chargé de contrôler l'activité de la Société financière. Il est le garant du respect par le Directoire des choix stratégiques édictés par la Société territoriale.

### 2.4 Un impératif de performance

L'intérêt économique d'une Agence de financement réside dans la diminution *a minima* des frais de structure et de fonctionnement. N'agissant pas dans une logique de profit, l'Agence ne se dotera pas de services commerciaux régionalisés. Les demandes de crédit s'effectuent sur l'interface Internet de l'AFL, de la manière la plus automatisée possible. Ses effectifs seront par conséquent restreints, diminuant d'autant les frais de fonctionnement.

Conjuguée à l'extrême solidité des membres et des mécanismes de garantie qui les lient, elle pourra donc se financer à des taux structurellement inférieurs sur les

marchés. Cette légèreté et cette rigueur de gestion permettront une optimisation des coûts d'accès à la ressource financière.

Il serait tentant de conclure, au vu de la baisse drastique des dotations aux collectivités – *grands contributeurs à l'effort de redressement des comptes publics* – de la moindre pertinence de ces priorités dans la période actuelle : les collectivités n'auraient plus besoin d'emprunter puisqu'elles investiraient moins.

Ce serait faire l'erreur de confondre volume d'investissement et modalités de financement. En effet, les élus locaux verront diminuer dans les prochaines années leur capacité d'autofinancement, et ce à due proportion du recul mécanique que connaîtront leurs investissements.

Il sera donc plus que jamais nécessaire qu'ils puissent recourir à l'emprunt – *qui devrait se maintenir à un niveau stable* – dans des conditions optimales et transparentes, assainies par la concurrence nouvelle que va apporter l'Agence France Locale. Face au choc que doivent absorber les collectivités locales, toute dépendance aux marchés aurait encore aggravé la capacité de redressement économique de notre pays.

## PARTIE 4

---

# UN MODÈLE SPÉCIFIQUE D'ORGANISATION



# L'organisation financière française, modèle pour la zone euro ou spécificité hexagonale ?<sup>1</sup>

**Natacha Valla**

Directrice adjointe  
CEPII

Responsable du programme  
Macroéconomie et finance internationale

**Christian Pfister**

Adjoint au directeur général des statistiques  
Banque de France

La notion de « modèle français », fréquemment mise en avant dans les prises de parole de représentants de la France à l'étranger et dans les médias, est pourtant souvent source d'amusement pour nos interlocuteurs qui la considèrent même parfois comme une marque de complaisance. Dans le cas du système financier français, les structures nationales sont dans l'ensemble proches de celles de la moyenne de la zone euro. Pour autant, et bien qu'elles soient en amélioration constante au cours des années récentes, les performances économiques et financières des acteurs français ne progressent pas toujours aussi rapidement que celles de leurs concurrents étrangers. Surtout, une spécificité ressort clairement : la plus grande présence de la réglementation.

## 1. Des structures dans l'ensemble proches de celles de la moyenne de la zone euro

Un système financier peu développé peut constituer un obstacle à la croissance dans la mesure où il n'offre pas suffisamment d'opportunités de placement et d'endettement. Mais un développement excessif du système bancaire, en par-

---

1. Les opinions exprimées sont celles des auteurs et n'engagent pas les institutions qui les emploient.

ticulier, peut aussi poser problème, notamment en conduisant à une diversion de capital financier et humain et en suscitant éventuellement, en cas de crise financière, une situation de « too big to save », illustrée par exemple par l'Islande en 2008 (ESRB – *European Systemic Risk Board*, 2014). De ce point de vue, la France apparaît dans une situation moyenne dans la zone, le système financier y représentant en 2014 5,3 fois le PIB contre une moyenne de 5,4 pour la zone euro (ECB – *European Central Bank*, 2015a).

Une relative spécificité de la France réside néanmoins dans le rôle des grands groupes bancaires et d'assurance. Alors que le PIB de la France ne représente qu'environ 20 % de celui de la zone euro, les actifs totaux des groupes bancaires français s'élèvent à 28 % de ceux des groupes bancaires de la zone euro en 2014, pourcentage en progression par rapport à 2008 où il s'établissait à 24 % ; s'agissant des sociétés d'assurance, les pourcentages respectifs sont de 35 % et 33 % (ECB, 2015a). Le système financier français est d'ailleurs assez concentré. Ainsi le nombre d'institutions de crédit est passé en France de 672 en 2008 (11 % de la zone euro) à 413 en 2014 (8,4 % de la zone euro ; ECB, 2015a). Toutefois, cette évolution ne conduit pas forcément à une concurrence insuffisante. L'indice d'Herfindahl<sup>2</sup> pour les institutions de crédit françaises a d'ailleurs diminué de 681 en 2008 à 584 en 2014, alors qu'il augmentait en moyenne de 675 à 731 dans la zone euro pendant la même période (ECB, 2015a). De même, la part de marché des cinq principaux acteurs bancaires est passée de 51 % à 48 % en France entre 2008 et 2014, au lieu de respectivement 44 % et 48 % dans la zone euro. En fait, c'est la situation de l'Allemagne, où existaient encore près de 1 700 institutions de crédit en 2014, soit 34,6 % du total de la zone euro, qui ressort comme singulière (l'indice d'Herfindahl a toutefois cru en Allemagne de 191 en 2008 à 301 en 2014 ; ECB, 2015a).

Enfin, mesurant également le degré de concurrence potentielle dans le secteur bancaire, les implantations bancaires étrangères sous forme de filiales ou de succursales ne représentaient en 2014 que 9 % des actifs du secteur en France (ECB, 2015a), témoignant d'une assez faible pénétration étrangère. Toutefois, la situation était comparable dans les autres grandes économies de la zone euro (Allemagne, Espagne, Italie, Pays-Bas).

---

2. L'indice d'Herfindahl mesure la concentration d'un secteur par la somme des carrés des parts de marché des participants exprimées en pourcentages. Il vaut donc 10 000 en cas de monopole et zéro en cas de concurrence atomistique.

## 2. Des performances économiques et financières en progrès mais pas toujours aussi élevées que celles des concurrents

Bien qu'en progrès, la productivité des banques françaises reste en retard par rapport à celles des autres établissements de la zone euro. Le nombre d'habitants par succursale s'élevait ainsi en France à 1 759 en 2014, contre 1 630 en 2008 mais respectivement 2 111 et 1 731 dans la zone euro (ECB, 2015a). De même, la population par employé de banque augmentait au cours de cette période de 152 à 161 en France mais de 141 à 166 en zone euro. Ces facteurs contribuent au niveau élevé du coefficient d'exploitation (frais de gestion/produit net bancaire – PNB) qui s'établissait pour les six principaux groupes français<sup>3</sup> à 64 % en 2008 et même 68 % en 2014, les plaçant au niveau du troisième quartile des grandes banques européennes (ACPR – Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, 2015a). En 2015, la situation s'est toutefois améliorée : dans les quatre premiers groupes bancaires, le coefficient d'exploitation a baissé en moyenne d'un point par rapport à 2014.

Pour les mêmes groupes, la marge nette d'intérêt rapportée au PNB se situait en 2014 au niveau du premier quartile, ce que ne compensait pas entièrement un rapport des commissions nettes au PNB égal au troisième quartile, compte tenu de l'importance relative de ces deux éléments dans la PNB (ACPR, 2015a). Dans ces conditions, en dépit d'une bonne maîtrise du coût du risque, le taux moyen de prêts non performants s'établissant parmi les niveaux les plus faibles de la zone euro, le rendement des actifs des six grands groupes se situait en 2014 à 0,32 % hors éléments exceptionnels (0,23 %, y compris éléments exceptionnels), au-dessous du niveau moyen européen et des grands groupes internationaux qui sont leurs concurrents (ACPR, 2015a). Rapporté aux capitaux propres, le rendement de leurs actifs atteignait néanmoins 6,2 % hors éléments exceptionnels, soit un niveau comparable à la moyenne mondiale (6,6 % ; ACPR, 2015a). De plus, en 2015, les résultats des quatre premiers groupes bancaires ont progressé de 8,2 % hors éléments exceptionnels.

Enfin, les ratios « *Core Tier 1* » des six grands groupes, tous supérieurs à 10 % en 2014 et sur une tendance d'augmentation de 19 points de base par trimestre, étaient devenus depuis la fin de 2013 inférieurs à la médiane des grandes banques européennes (ACPR, 2015a). Néanmoins, en 2015, ces ratios atteignaient 12 % en moyenne dans les quatre plus grands groupes bancaires, soit plus du double du niveau enregistré avant la crise, en 2008. S'agissant du ratio de levier et de celui de liquidité LCR (*Liquidity Coverage Ratio*), ils sont largement observés par les six grands groupes.

3. BNP Paribas, Société générale, Groupe Crédit agricole, Groupe BPCE, Groupe Crédit mutuel et Banque postale.

En ce qui concerne les sociétés d'assurance françaises, un point de satisfaction est qu'elles paraissent moins exposées que leurs consœurs allemandes – mais plus que les italiennes – au risque d'une détérioration de leurs bilans du fait d'un maintien prolongé de bas taux d'intérêt. D'après une modélisation effectuée par la BCE, cela résulterait de ce que leurs portefeuilles de passifs s'est ajusté plus rapidement au régime prévalent de taux d'intérêt, du coût plus bas des garanties qu'elles fournissent aux épargnants et d'une réglementation différente des garanties et de la participation aux bénéficiaires (ECB, 2015b). Toutefois, en France comme dans les autres pays du cœur de la zone euro, la baisse quasi constante des taux d'intérêt à long terme depuis une dizaine d'années exerce une pression sur les marges des assureurs. Selon l'ACPR (2015b), en assurance-vie, l'écart entre le taux de rendement des placements et le taux de revalorisation des provisions mathématiques de ces derniers est ainsi passé de 93 à 64 points de base entre 2006 et 2013.

### **3. Une spécificité française : la plus grande présence de la réglementation**

Bien entendu, la réglementation européenne est la même en France que celle qui s'applique aux institutions financières des autres pays de la zone euro. Il existe toutefois deux éléments par lesquels la France se distingue de ces derniers : une part plus importante des secteurs les plus réglementés et surtout cette exception française que constitue la réglementation des taux créditeurs de certains avoirs bancaires.

À la fin de 2014, les deux secteurs les plus réglementés (institutions monétaires et financières et sociétés d'assurance) représentaient 92 %, soit respectivement 71,5 % et 20,9 %, des actifs du secteur financier en France, contre 71 % (respectivement 57,9 % et 13,2 %) dans la zone euro (BCE, 2015a). Cette différence résulte de deux facteurs :

- l'absence en France de fonds de pension (3,5 % des actifs du secteur financier dans la zone euro). Cette absence résulte bien sûr d'un choix délibéré en faveur d'un système étendu d'assurance-retraite par répartition auquel la participation est pour l'essentiel obligatoire. L'importance des placements des ménages français en contrats d'assurance-vie (37 % de leurs placements financiers en 2014 – au lieu de 27 % en 2000 – contre respectivement 33 %, 16 % et 20 % pour l'ensemble « contrats d'assurance-vie et fonds de pensions » en Allemagne, Espagne et Italie ; Banque de France, 2015), librement effectués et motivés en partie par un souci d'épargne-retraite, montre pourtant que cette organisation est sous-optimale ;
- le rôle relativement faible des « autres institutions financières » (7,6 % des actifs du secteur financier contre 25,5 % en moyenne dans la zone euro). Ce secteur assez hétérogène recouvre des institutions qui ne peuvent accepter des

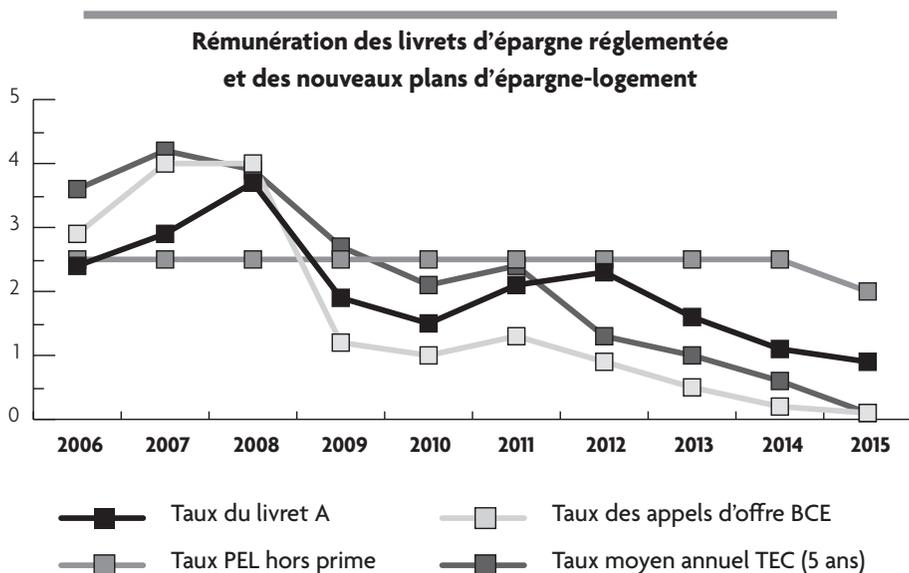
dépôts du public et sont de ce fait en général soumises à un fardeau réglementaire plus léger ; il recouvre notamment le secteur bancaire parallèle. Sa faible extension en France est ambiguë : d'un côté, elle peut être considérée comme favorable à la stabilité financière et comme assurant une forme d'égalité de concurrence entre acteurs effectuant des activités de banque ou très proches ; de l'autre, elle est de nature à réduire les incitations, pour le secteur réglementé, à innover et à augmenter sa productivité.

Le domaine dans lequel la spécificité hexagonale se marque le plus clairement est l'existence d'une épargne réglementée, au sens où sa rémunération est déterminée par l'État de manière discrétionnaire, c'est-à-dire sans contrainte forte de référence aux conditions de marché, et où elle bénéficie aussi d'une exonération d'impôt, voire de prélèvements sociaux, ce qui accroît son attractivité lorsqu'elle est rémunérée au-dessus des taux de marché comparables. Dans certains pays de la zone euro, il existe certes des produits financiers qui se rapprochent de l'épargne réglementée française mais aucun produit comparable au Livret A (liquidité quasi totale, exonération fiscale et sociale et garantie de l'État) ou au Plan d'épargne-logement (exonération fiscale, garantie de rendement pendant toute la période de détention, option de liquidité gratuite pour l'épargnant à partir de deux ans de détention et prime de l'État en cas d'emprunt)<sup>4</sup>. Cette situation est particulièrement gênante lorsque les taux de marché sont durablement bas et que l'État n'ajuste les niveaux de rémunération que de manière partielle et retardée, comme c'est le cas depuis le début de la crise, d'autant que la rémunération des placements bancaires non réglementés (livrets ordinaires, comptes à terme) se trouve ainsi poussée à la hausse (voir graphique page suivante).

En effet, les épargnants réagissent alors de manière rationnelle, cherchant à maximiser le rendement net de leur épargne et orientant leurs placements vers les produits d'épargne réglementée (les livrets A, particulièrement après les relèvements de plafond en 2012, et plus récemment les PEL anciennement ouverts en raison de la garantie de rendement). Or, ce comportement fait obstacle à la transmission des impulsions de politique monétaire et réduit la marge d'intérêt des banques, soumises à la concurrence des marchés financiers. Il ne s'agit pas là d'un phénomène trivial puisque, à la fin de 2015, l'épargne réglementée représentait en France 15 % de l'épargne financière des ménages et 37 % des dépôts bancaires collectés auprès du public. Ainsi s'explique en large partie la faiblesse

4. En Belgique, la rémunération des comptes d'épargne réglementée de même qu'au Portugal celle des certificats du Trésor est fixée par l'État, mais l'exonération de précompte mobilier s'applique en Belgique dans la limite d'un plafond fixé annuellement, et les intérêts sont soumis à l'impôt au Portugal. En Irlande, la rémunération des comptes et titres par le National Treasury Management Agency et en Italie celle des livrets et bons d'épargne distribués par La Poste sont proches des taux de marché, et les intérêts soumis à l'impôt.

relative de la marge d'intérêt des banques françaises notée plus haut, même si la baisse des marges d'intérêt se retrouve dans l'ensemble des pays de la zone euro en raison de la tendance à la baisse des taux d'intérêt et à l'aplatissement de la courbe des taux, puisque l'activité bancaire est fondée sur la transformation d'échéances (collecte de ressources à court terme pour financer des emplois à plus long terme).



Source : Banque de France, DGS.

## Bibliographie

- Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, « La situation des grands groupes bancaires français à fin 2014 », *Analyses et Synthèses*, n° 46, mai 2015.
- Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, « La situation des principaux organismes d'assurance en 2014 », *Analyses et Synthèses*, n° 52, juillet 2015.
- Banque de France, « L'épargne des ménages français : davantage drainée par les produits réglementés qu'orientée par les mécanismes de marché », *Focus*, n° 14, 21 juillet 2015.
- European Central Bank, *Report on financial structures*, octobre 2015.
- European Central Bank, « Euro area insurers and the low interest rate environment », *Financial Stability Review*, p. 133-145, novembre 2015.
- European Systemic Risk Board, *Is Europe Overbanked?*, *Reports of the Advisory Scientific Committee*, juin 2014.

# Structures de financement et politiques publiques

## **Christian de BOISSIEU**

Professeur à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne  
et au Collège d'Europe (Bruges)  
Membre du Collège de l'AMF  
et ancien Président du Conseil d'analyse économique  
Président du Conseil scientifique du Labex Réfi

**L**es structures financières ne sont pas neutres, et elles n'ont certainement pas vocation à l'être. Elles ont un impact, direct et indirect, sur les performances d'une économie, qu'il s'agisse de l'investissement, de la croissance, de l'emploi... Tout ceci est bien documenté dans la littérature économique, en particulier depuis les multiples études théoriques et empiriques de l'économiste américain Ross Levine.

L'analyse des structures financières sollicite de multiples considérations, portant sur la concentration des opérateurs et des opérations, la concurrence effective, et bien sûr la question classique relative aux rôles respectifs des banques et des marchés, des financements intermédiés et des financements désintermédiés. Dans son dernier « Report on Financial Structures »<sup>1</sup>, la Banque centrale européenne (BCE) analyse ainsi la structure des marchés bancaires et assurantiels (concentration, parts de marché...), la structure des bilans des intermédiaires financiers, le degré d'interconnexion entre ces intermédiaires, sujet hautement pertinent lorsqu'il s'agit de s'intéresser aux risques systémiques, à la taille et au rôle du « shadow banking » (SB) dans la zone euro. L'objet de cet article est plus restreint, puisque nous allons privilégier l'optique des modes de financement et le clivage entre financements bancaires et financements non bancaires, pris comme indicateur du degré de désintermédiation.

---

1. Octobre 2015.

## 1. Problématique des structures de financement

### 1.1 Des chiffres

Chacun a en tête les proportions répétées à l'envi : dans la zone euro, les agents à déficit de financement se financent aux 2/3 par les banques, au 1/3 par les marchés financiers, alors que les proportions inverses s'appliquent aux États-Unis. Dans la terminologie en vogue dans les années 1980 et empruntée au Nobel Sir John Hicks, l'économie américaine est une « économie de marchés de capitaux » alors que l'Europe continentale (donc hors Royaume-Uni) porte encore les traits d'une « économie d'endettement », même si ces traits ont été largement atténués par l'essor de la finance directe depuis les années 1980. Ce qui compte, en dynamique, c'est le sens de l'évolution. Depuis le début des années 2000, la part des financements de marché dans le total du financement des entreprises françaises a augmenté de 10 points. Ici comme ailleurs, les flux s'ajustent plus vite que les stocks, et la tendance au recul des crédits bancaires est susceptible d'être contrariée par des mouvements de court terme. En voici une illustration. En novembre 2015<sup>2</sup>, les crédits bancaires pris en encours représentaient encore 60 % du total des financements des entreprises françaises. À la même date, mais en flux sur 12 mois, la proportion était remontée à 65 %, sans qu'il faille extrapoler une telle inflexion nourrie des turbulences sur les marchés financiers. La France est, de ce point de vue, dans la moyenne de la zone euro puisque, dans cette zone, les financements de marché atteignent environ 35 % du financement total des agents non financiers. Par ailleurs, le coût des différents financements est à considérer. En novembre 2015, le coût moyen sur les crédits bancaires nouveaux (flux) était en France de 1,89 %, contre 1,38 % pour les financements de marché. Cet écart est dû à plusieurs facteurs, parmi lesquels la persistance de taux bas et la différence dans le risque de crédit – les PME ont, chacun le sait, un accès plus difficile à des financements de marché que les grandes entreprises – jouent un rôle significatif.

### 1.2 Élargir la typologie : trois modes de financement au lieu de deux

Les modèles des économistes et les statistiques des banques centrales s'appuient sur la distinction entre financements bancaires et financements de marché. Partant de là, la Banque de France a le grand mérite d'être l'une des rares banques centrales dans le monde à calculer et publier des taux d'intermédiation (et, comme compléments à l'unité, des taux de désintermédiation). Aujourd'hui, pour éclairer les comparaisons dans l'espace et dans le temps, il faut distinguer trois modes de financement des agents à déficit :

- les financements bancaires ;

2. Source : Banque de France.

- les financements *via* les marchés de capitaux ;
- les financements par des fonds (fonds de « private equity » (PE), fonds immobiliers, *hedge funds*, certains fonds monétaires...).

Isoler dans une catégorie nouvelle et à part le financement par les fonds, c'est appliquer le principe de réalité, c'est reconnaître par exemple le rôle croissant des « asset managers » dans la finance mondiale, européenne et nationale. C'est aussi prendre la mesure du « shadow banking » (SB), car les fonds évoqués font partie du SB tel qu'il est analysé par le Conseil de stabilité financière (CSF) à Bâle, le Fonds monétaire international (FMI) ou les instances européennes. On va probablement m'accuser de compliquer ainsi l'analyse statistique et de soulever de nouveaux problèmes de frontières ! Je répondrai en rappelant les débats ouverts en France depuis l'amorce de la révolution financière au milieu des années 1980 : l'essor des marchés financiers correspond-il à une réelle désintermédiation, ou bien s'agit-il seulement de nouvelles formes de « ré-intermédiation » par les banques ? Comment traiter, par exemple, le cas des fonds (SICAV et FCP) proposés par les banques et les compagnies d'assurance aux investisseurs ?

Prenons l'exemple du PE. Pour une PME non cotée, le financement par le PE peut être un substitut à des crédits bancaires, et il peut à terme être le prélude à une entrée en Bourse de cette PME, donc à un financement de marché. Sous l'angle des statistiques à constituer à partir de cette typologie ternaire, statistiques qui à ma connaissance n'existent pas sous cette forme, il n'est pas indifférent de savoir si lesdits fonds de PE sont ou non contrôlés par des intermédiaires financiers. Mais la réponse ici est plus empirique que théorique, et plutôt que d'ignorer les délicats problèmes de frontières, il vaudra mieux les aborder dans la transparence et dans la constance, si possible au niveau européen (BCE, Commission européenne, EuroStat...).

### 1.3 Y a-t-il des structures optimales de financement ?

Nonobstant les défis statistiques, le financement total d'une économie (FT) est une moyenne pondérée des financements bancaires (FB), des financements de marché (FM) et des financements par des fonds (FF). Cette définition vaut aussi bien en flux qu'en stocks :

$$FT = aFB + bFM + cFF, \text{ avec } a + b + c = 1$$

La théorie économique et financière permet-elle de déterminer, pour un pays et un moment donnés, les valeurs optimales de a, b et c, donc la structure de financement optimale ? Dans l'état actuel de nos connaissances, la réponse est plutôt non. On comprend facilement pourquoi : un début de réponse positive supposerait de spécifier le modèle d'optimisation à considérer et le système

de contraintes à prendre en compte, dont les contraintes de financement. On pourrait par exemple imaginer que les pouvoirs publics cherchent à maximiser une fonction de préférence collective dans laquelle l'argument principal serait le niveau et la croissance du PIB par tête sur le long terme. La résolution de ce modèle d'optimisation sous contraintes permettrait alors de calculer les valeurs souhaitables de  $a$ ,  $b$  et  $c$  dans ce contexte-là.

La solution mathématique est d'autant plus complexe que le rôle du système financier est multi-dimensionnel. Comme le rappelle Ross Levine depuis des années, il doit tout à la fois fournir de l'information *ex ante* sur les opportunités d'investissement et l'allocation du capital, surveiller les investissements et leurs contreparties en termes de « corporate governance », améliorer la diversification et la gestion du risque, bien sûr – mission première – faciliter l'échange des biens et services. Et une structure de financement optimale au regard de l'une de ces missions ne l'est pas nécessairement pour les autres. D'où de délicats problèmes d'arbitrage...

S'il est compliqué de traiter la question de la structure optimale de financement, il est plus simple de mettre en évidence des structures clairement sous-optimales. Ainsi, la configuration dans laquelle les financements non bancaires sont inexistantes ou proches de zéro ( $a = 1$  ou proche de 1,  $b$  et  $c$  étant nuls ou proches de zéro) n'est certainement pas un optimum. L'absence de concurrents aux financements bancaires fait que le coût d'intermédiation est trop élevé, ce qui pèse sur l'investissement et la croissance. Une raison de plus pour faire émerger des marchés financiers dans les pays en développement, afin de stimuler la concurrence entre financements intermédiés et financements désintermédiés et de faire baisser, toutes choses égales d'ailleurs, les taux sur les crédits bancaires. Cette expérience a été traversée par les pays avancés (dont la France à partir du milieu des années 1980), et elle peut éclairer les stratégies financières des pays en développement. Si, depuis trente ans, je consacre une part de mon temps à travailler sur l'émergence de marchés financiers dans des pays qui n'en ont pas ou si peu, c'est aussi dans cette optique : diversifier les sources de financement, faire jouer la concurrence, favoriser le développement et susciter une pédagogie du risque ! La configuration dans laquelle le coefficient ( $a$ ) serait nul ou proche de zéro n'a pas de traduction dans la réalité. Pour revenir à l'argument de la concurrence des sources de financement, il ressort de l'analyse que les solutions « en coin » sont *a priori* sous-optimales. Quel est alors le bon mix des moyens de financement ? Puisqu'il faut en pratique se satisfaire de solutions de second rang, voire encore plus éloignées de l'optimum premier, il convient probablement de raisonner en termes d'intervalles souhaitables pour les proportions  $a$ ,  $b$  et  $c$  plutôt que de valeurs ponctuelles.

## 1.4 Retour sur le *shadow banking*

Le SB (ou finance parallèle) regroupe des opérateurs financiers qui viennent frontalement concurrencer les banques sur plusieurs de leurs activités, tout en étant non régulés ou beaucoup moins régulés qu'elles. Si le SB s'est autant développé dans le monde, c'est qu'il répond à des besoins tant du côté des épargnants que des investisseurs. Par exemple, l'essor du SB en Chine vient satisfaire autant le désir des épargnants d'échapper à des taux créditeurs modiques, car administrés, que celui des emprunteurs de trouver un accès à des financements. Le SB permet à des emprunteurs rationnés par les banques de contourner la difficulté, d'accéder à certains financements à long terme au moment où les banques limitent leur degré de « transformation » des échéances... Il convient, malgré tout, de réguler le SB, pour au moins deux raisons : 1/ le SB est aussi le réceptacle d'un certain nombre de risques (risques de crédit, de marché, de liquidité...) susceptibles de se transformer en risques systémiques. 2/ Le SB bénéficie par rapport aux banques et compagnies d'assurance d'avantages compétitifs évidents. Nous sommes alors très loin du fameux « level playing field » rêvé par les plus optimistes.

Mais il faut arriver à réguler le SB sans le tuer. On retrouve à l'occasion le même débat qu'à propos de la finance informelle, présente partout mais encore plus intensément dans les pays en développement. Par exemple, à l'égard de l'épargne informelle, il s'agit de multiplier les passerelles avec le secteur financier formel, *via* des produits financiers adaptés, la bonne politique fiscale... afin d'en « formaliser » une part significative au service de la croissance et de l'emploi. En Europe, la régulation du SB a surtout pris la forme de la directive AIFM<sup>3</sup>, qui introduit de fortes contraintes prudentielles sur les gérants de fonds alternatifs et donc sur les fonds eux-mêmes. Il s'agit d'une régulation directe, alors que la loi Dodd-Frank aux États-Unis privilégie la voie indirecte en plafonnant l'implication des banques dans les *hedge funds*. Directe ou indirecte, la régulation nécessaire du SB va forcément susciter des vellétés de contournement, engendrant ce que j'appelle le « shadow du shadow banking », auquel il est difficile de donner aujourd'hui des noms concrets. Dire que, sous les pressions réglementaires, le chat se déplace sous le tapis, ce n'est pas nier la nécessité de la réglementation bancaire et financière, qui conserve de l'efficacité malgré le jeu de la dialectique réglementation/innovation. C'est simplement prétendre que les régulateurs doivent, comme les autres, chercher à anticiper et qu'en l'espèce ils ne doivent pas faire comme si ces vellétés de contournement n'existaient pas...

---

3. La directive « Alternative Investment Fund Managers » vise à réguler diverses catégories de fonds dits alternatifs : les « hedge funds », les fonds de capital-investissement, les fonds immobiliers, les fonds monétaires...

## 2. Que faire ?

Les structures de financement sont, en grande partie, déterminées par les comportements des épargnants et des investisseurs. Mais, dans cette phase de « re-régulation » née de la crise mondiale et de la volonté d'en tirer quelques leçons, les politiques publiques doivent accompagner, et parfois infléchir avec les bonnes incitations, le mouvement de fond qui se manifeste un peu partout. J'évoque ici quatre axes complémentaires.

### 2.1 Bien calibrer les nouvelles règles prudentielles

Le débat depuis 2009 porte sur la qualité de la réglementation bancaire et financière, pas sur sa « quantité ». Comment juger de la qualité de la réglementation bancaire et financière ? Principalement, à l'aune de sa capacité à concilier deux objectifs susceptibles d'être en contradiction : d'une part, l'objectif de stabilité et sécurité du système bancaire et financier, d'autre part, la capacité de ce système financier à financer l'investissement et la croissance, donc l'économie réelle. Le défi central des régulateurs, à tous les échelons, est de fixer le curseur au bon endroit pour éviter, ou au moins atténuer, d'éventuels conflits entre ces deux objectifs. Concrètement, sur certains aspects de Bâle III, le calibrage n'est pas optimal car, au nom de la prévention des risques individuels et des risques systémiques, il a conduit sur certains points à trop contraindre le financement bancaire de l'économie réelle. Je pense ici en particulier aux conséquences des deux ratios de liquidité (le LCR<sup>4</sup> et le NSFR<sup>5</sup>) sur le « business model » des banques et sur leur capacité à faire de la « transformation » d'échéances. Ces ratios sont indispensables, mais leur calibrage exact laisse à désirer. Pour les assurances, les modifications récemment introduites dans Solvabilité II démontrent la volonté d'améliorer le calibrage réglementaire initial. De toute façon, il conviendra, pour ces pivots réglementaires que sont Bâle III et Solvabilité II, de lancer assez vite des études d'évaluation et d'impact pur ajuster si nécessaire le nouveau dispositif prudentiel. Vu la manière sélective dont ses principaux partenaires font « leur marché » dans le dispositif Bâle III, l'Europe doit redoubler d'attention pour ne pas être victime de trop de distorsions de concurrence, par-delà la façade du « level playing field » mise en avant par exemple par les Américains.

### 2.2 Relancer la titrisation sur de nouvelles bases

La nouvelle phase de désintermédiation qui s'ouvre va de pair avec la relance de la titrisation. Une relance nécessaire pour doper la reprise du crédit, donc de financements intermédiés, mais aussi pour soutenir les financements de marché.

4. *Liquidity Coverage Ratio* : Ratio de liquidité à court terme.

5. *Net Stable Funding Ratio* : Ratio de liquidité à long terme.

Tirant les leçons de la crise, la Commission européenne prône dans le contexte de l'Union des marchés de capitaux (UMC) une titrisation « simple, transparente et standardisée » (STS). L'idée est séduisante, d'autant plus que de la complexité inutile a été l'un des caractères de la période pré-crise financière. Mais, concrètement, que veut vraiment dire le label STS et qui va le décerner ? Le conflit d'intérêts dans lequel se trouverait l'initiateur de la titrisation si c'est à lui que revient la responsabilité du label serait gênant. On peut, à la place, imaginer des certificateurs externes, différents types de tiers de confiance, supervisés par l'ESMA<sup>6</sup> afin de s'appuyer en l'espèce sur une doctrine harmonisée au niveau européen plutôt que sur des interprétations nationales forcément divergentes. Bien d'autres aspects sont encore à régler, y compris la charge en capital associée aux véhicules de titrisation.

### 2.3 Renforcer les financements en faveur des PME et ETI

Les financements bancaires à destination des PME et ETI pourraient devenir plus rares et plus chers du fait de Bâle III et de quelques autres règles prudentielles. Mais les financements de substitution aux financements bancaires ne vont pas tomber du ciel, comme la monnaie qui tombe de l'hélicoptère à la Milton Friedman...

Dans ce contexte de désintermédiation, il faut les organiser, ou au moins les encourager. Je prends juste trois exemples :

- On sait que l'introduction en Bourse des PME se heurte partout, pas seulement en France ou en Europe, à de nombreuses résistances venant à la fois des émetteurs et des investisseurs. Sans prétendre régler ce problème structurel d'un coup de baguette magique, des mesures concrètes de l'UMC sont susceptibles d'améliorer la situation. Par exemple, la révision de la directive prospectus devrait permettre de simplifier les procédures et de réduire le coût des introductions en Bourse pour les PME et ETI.
- La relance du PE est à l'ordre du jour. Pour la France, les chiffres de l'AFIC<sup>7</sup> montrent que nous n'avons pas encore retrouvé les niveaux d'avant 2007. Il convient surtout d'encourager l'essor des stades amont que sont le capital-risque et le capital-développement, sans tuer bien sûr le capital-transmission (LBO), et cela passe par des incitations fiscales nécessaires pour doper le taux de rentabilité interne (TRI) associé à ces stades.
- La finance participative (« crowdfunding ») croît vite, avec la multiplication de plates-formes et l'élargissement des secteurs concernés (y compris l'immobilier !).

6. *European Securities and Markets Authority.*

7. *Association française du capital-investissement.*

Elle concerne des très petites entreprises et des projets modiques mais, dans ce cadre, elle remplit bien son rôle. Le régulateur ne peut l'ignorer, et il doit privilégier une approche pragmatique : d'un côté, il faut laisser vivre cette initiative décentralisée permise par les NTIC<sup>8</sup>, de l'autre il convient d'éviter des accros qui pourraient miner pour longtemps la confiance dans ce type de financement.

## 2.4 Garder le cap dans des marchés financiers agités

Les marchés financiers vont rester agités et volatils, au-delà de 2016, sous l'effet du ralentissement de la Chine, du resserrement monétaire américain (même s'il s'annonce très graduel)... Nous allons continuer à vivre dans une configuration qui n'est paradoxale qu'en apparence : des risques forts d'illiquidité sur certains segments ou certaines poches des marchés financiers, dans un contexte d'abondance de liquidités qui existait déjà avant 2007-2008 mais qui a été accentué par les politiques monétaires non conventionnelles menées un peu partout. Le scénario d'un choc sur les taux longs dans le monde ne peut être écarté pour 2016-2017, avec justement le risque d'illiquidité sur certains compartiments du marché. Pour autant, la volatilité financière ne devrait pas remettre en cause la tendance à la désintermédiation des financements, qui va prévaloir pendant les prochaines années. Tout au plus pourrait-elle engendrer des pauses dans ce mouvement de fond qui concerne déjà ou va rapidement concerner de nombreux pays et la plupart des régions du monde.

---

8· Nouvelles technologies de l'information et de la communication.

# La banque universelle saura se réinventer pour relever les nouveaux défis

**Marie-Anne Barbat-Layani**

Directrice générale  
de la Fédération bancaire française (FBF)

**M**odèle économique original du secteur bancaire français, la banque universelle de proximité regroupe au sein d'une même institution la palette complète des métiers, des activités de détail et de financements spécialisés à la banque de financement et d'investissement, en passant par la gestion d'actifs et l'assurance. Axée sur les besoins des clients, la banque universelle repose sur une relation d'une grande proximité et d'une grande stabilité avec les clients, qui sont au cœur de son développement – particuliers, professionnels, PME, grandes entreprises, institutions financières, collectivités publiques, États... – Sur tout le territoire, elle contribue efficacement au financement de l'économie, à des conditions très favorables.

**Le modèle français de banque universelle a démontré sa résilience en période de crise.** La diversification de ses sources de revenus et de ses risques lui confère sécurité et stabilité. Les résultats de la revue de la qualité des actifs des banques et des tests de résistance, organisés par la Banque centrale européenne et publiés en octobre 2014, ont montré la solidité des établissements français. Confirmant les travaux de la Cour des comptes, la BCE vient de rappeler que la France est le pays de la zone euro dans lequel la crise bancaire n'a pas pesé sur les finances publiques<sup>1</sup>. Cette solidité et la bonne qualité du financement qu'elle rend possible ont également été soulignées par l'OCDE, dans son rapport sur l'économie française d'avril 2015<sup>2</sup> : c'est même, selon l'OCDE, l'un des principaux atouts de l'économie de notre pays !

---

1. *The fiscal impact of financial sector support during the crisis*, ECB Economic Bulletin, vol. 6, 2015.  
2. Études économiques de l'OCDE : France 2015, OCDE, avr. 2015.

**Ce *business model* est cependant aujourd'hui mis à l'épreuve par des chocs réglementaires, financiers et technologiques d'une très grande ampleur.** À un moment où la rentabilité du secteur bancaire, très inférieure à ce qu'elle était avant la crise, commence à inquiéter les régulateurs, les banques doivent passer du défi de la solvabilité à celui de la rentabilité, tout en se réinventant.

## **1. Un choc réglementaire, défi pour la banque universelle**

**L'agenda réglementaire défini au lendemain de la crise de 2008 est considérable.** En huit années de réformes intensives, pas moins de 42 directives européennes sur le secteur financier ont été adoptées. C'était une étape nécessaire pour garantir la solidité et la résistance du secteur bancaire. La directive CRD 4 (*Capital Directive*), entrée en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2014, a conduit les grandes banques françaises à renforcer leurs fonds propres « durs » (+ 32 % à fin 2014, depuis 2008<sup>3</sup>) pour respecter les nouvelles normes de solvabilité.

**Cette révolution réglementaire inédite dans l'histoire bancaire – et dont il ne s'agit évidemment pas de contester le principe – bouleverse le modèle bancaire français.** Plusieurs caractéristiques des évolutions réglementaires le pénalisent en effet tout particulièrement. Le ratio de levier et les dispositions applicables aux établissements systémiques conduisent les banques à limiter la taille de leurs bilans. Ceci pose problème à des banques qui conservent les crédits à leurs bilans, contrairement aux banques américaines qui les titrisent massivement via des agences soutenues par les pouvoirs publics. Les ratios de liquidité pénalisent l'activité classique de transformation. Les banques sont également amenées à modifier la composition de leurs bilans au bénéfice d'actifs moins risqués et plus liquides, et à réduire leurs activités de tenue de marché. La rentabilité de leurs capitaux propres (4,5 % en 2014 pour les principales banques françaises) reste très inférieure aux niveaux d'avant-crise et à celle des banques américaines.

**La nouvelle réglementation prudentielle pousse à la désintermédiation et fait évoluer le modèle de financement des entreprises,** en particulier les plus grandes d'entre elles, qui ont désormais moins recours au crédit et se tournent davantage vers les marchés. La proportion du crédit bancaire, par rapport au financement par le marché, est de 61 % / 39 %, contre 70 % / 30 % fin 2009. Les banques universelles sont en première ligne pour les accompagner vers ces nouvelles sources de financement, à condition bien sûr de ne pas pénaliser leurs activités de marché par d'autres mesures comme la séparation des activités bancaires.

---

3. Les données chiffrées de cet article proviennent de l'ACPR, la Banque de France, la Banque centrale européenne, la Fédération bancaire française, l'Observatoire des métiers de la banque et l'Observatoire de l'image des banques.

**L'agenda de réformes reste encore très chargé.** Plusieurs projets risquent de pénaliser particulièrement les banques d'Europe continentale et de peser sur le financement de l'économie. Alors que la concurrence internationale est vive, les régulateurs, mais aussi les superviseurs, doivent garantir une égalité de concurrence entre les modèles bancaires, et tenir compte des risques du développement du « shadow banking » et de la volatilité des marchés qui bénéficient de moins en moins de l'activité stabilisatrice des grands teneurs de marché que sont les BFI. C'est un enjeu majeur pour l'Union bancaire et le nouveau superviseur de la zone euro, qui doit à la fois ajuster son action aux défis du financement et prendre toute sa place dans les travaux européens et mondiaux sur la régulation bancaire.

**Des débats importants doivent être tranchés cette année.** Le projet de réforme structurelle des banques, toujours en discussion au niveau européen, prévoit une séparation automatique des activités de marché ou des exigences de fonds propres supplémentaires qui rendraient ces activités non compétitives. Il menace ainsi les banques universelles dans leur capacité à exister comme acteurs du financement de marché, alors que la question du « too big to fail » est réglée par les nouvelles réglementations sur la prévention et la résolution des crises bancaires. Étant donné le jeu des dérogations accordées à certains systèmes bancaires, il conduirait surtout à une Union des marchés de capitaux privée d'acteurs européens continentaux.

La mise en œuvre des nouvelles dispositions sur la résolution des difficultés bancaires sera l'un des grands défis pour l'Europe en 2016. Le nouveau ratio mondial TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*) a pour objet de fixer de nouvelles exigences en matière de fonds propres et de dettes convertissables en capital des grandes banques systémiques. En cas de difficulté, elles disposeront ainsi des ressources suffisantes pour poursuivre leurs activités essentielles à la stabilité financière, sans recourir à des fonds publics ou faire appel aux déposants. Le TLAC se superpose aux dispositifs de résolution déjà prévus en Europe, notamment le MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). Il est donc essentiel qu'il soit correctement calibré et articulé avec les dispositifs déjà existants lors de la transposition en droit communautaire. Au-delà, 2016 voit naître une nouvelle autorité bancaire unique dans la zone euro, avec le Conseil de résolution unique : la révolution de l'Union bancaire se poursuit, et il faudra que l'architecture complexe de la surveillance bancaire sache résister à la tentation du « toujours plus » et de la complexité.

En matière de stabilité financière, les grands argentiers commencent à reconnaître que l'essentiel a été fait. Le Comité de Bâle a ainsi exprimé sa satisfaction quant au niveau global de capitalisation des banques, considérant que les innombrables chantiers encore en cours ne doivent pas conduire à une augmentation « significative » des exigences réglementaires. Mais tout est dans le « significatif » ! Il faut

veiller à ce que la somme des nouveaux chantiers réglementaires corresponde bien à ce résultat, ce qui n'est pas évident à ce stade. Pour les banques françaises, trois chantiers réglementaires appellent une vigilance particulière de par leur impact sur le financement des clients. Les deux premiers concernent le crédit immobilier : le traitement du risque de taux dans le portefeuille bancaire, qui peut rendre impossible la poursuite de la pratique du taux fixe, le passage à une approche de « loan to value » qui pénaliserait considérablement les « primo-accédants ». La mise en place de la nouvelle norme comptable IFRS 9 peut quant à elle s'avérer redoutable pour le crédit aux PME, dont elle imposera le provisionnement du risque de perte statistique dès l'octroi du crédit !

Dans un autre registre, la taxe européenne sur les transactions financières, envisagée par seulement onze pays, aurait des conséquences lourdes sur les conditions de financement des entreprises des pays concernés. Tout est faux dans ce dossier, à commencer par les chiffres mirifiques de recettes qui circulent ! Elle créerait une telle distorsion de concurrence au détriment de la place de Paris, que les délocalisations d'activités seraient inéluctables, privant les entreprises de leurs interlocuteurs de proximité, et le fisc des recettes affichées, sans parler des impôts existants. Elle introduirait une fragmentation fiscale majeure en Europe au moment où celle-ci développe l'Union des marchés de capitaux. Même avec un taux bas, elle aboutirait à taxer en cascade les opérations de financement et de couverture des entreprises au moment même où elles se développent. Pour les banques, les effets seraient considérables car les activités concernées sont à faible marge, mondialisées et très concurrentielles. Il est encore temps de reconnaître l'impasse de ce projet.

**À ces pressions réglementaires se superpose un contexte économique toujours contraint.** La croissance reste convalescente, et de nombreuses inquiétudes pèsent sur l'économie mondiale. Les taux historiquement bas, voir négatifs, ont permis de relancer le crédit dans la zone euro mais ils contribuent à l'instabilité financière et pénalisent la banque de détail. La faiblesse de la pente de la courbe des taux réduit les marges nettes d'intérêt. L'ajustement du coût des ressources aux conditions de marché est, de plus, freiné en France par le poids de l'épargne réglementée. Dans le cadre des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE, l'usage de la facilité de dépôt, dont le taux est négatif depuis juin 2014, est un coût pour les banques. Il est indispensable que les réformes structurelles menées par les États viennent prendre le relais des banques centrales pour soutenir l'économie et, permettent la sortie de ce dispositif.

**Dans ce contexte délicat, qui fait de la rentabilité un défi plus difficile que jamais pour les banques comme commencent à s'en inquiéter les régulateurs ; la fiscalité, trop élevée, instable et incertaine, constitue également un frein à la compétitivité des banques françaises.** Sans équivalent à l'étranger, la taxe sur les salaires (2 Mds € en 2014) pèse sur l'emploi bancaire.

## 2. Les banques au cœur de la révolution numérique

Une autre révolution vient bouleverser les banques : le numérique.

**Le numérique est avant tout une opportunité pour les banques universelles de régénérer leur modèle, via l'innovation technique et l'innovation dans la relation client, et dans le développement de nouvelles activités et de nouveaux partenariats avec les FinTechs.** Les banques ont depuis longtemps placé l'innovation au cœur de leur stratégie de développement. La proximité avec le client, qui est leur marque de fabrique, a conduit les banques à développer une offre multicanal. La sécurité des fonds et des données est à la base du service offert. Sous l'effet de la demande sociale d'économie collaborative, mais aussi de la réglementation européenne, sont apparus de nouveaux acteurs dans le domaine du financement (*crowdfunding, crowdlending*) de l'épargne et des paiements. Aujourd'hui, tous les métiers de la banque sont concernés, que ce soit pour les particuliers, les PME ou les grandes entreprises.

**Les banques sont en plein dans l'ère du numérique, conduites par la demande de leurs clients.** Elles ont investi dans les canaux de communication à distance pour accompagner, de manière sécurisée, les nouveaux usages de consommation et d'utilisation de la banque. Ces investissements sont d'ailleurs reconnus : 87 % des clients déclarent faire davantage confiance à leurs banques qu'aux opérateurs Internet (Baromètre BVA de L'image des banques – juillet 2015). Elles ont mis en place des accélérateurs de FinTechs permettant de connecter les développeurs de ces technologies aux métiers de la banque, des structures dédiées réunissant plusieurs *start-ups*... La relation entre la banque et les FinTechs prend aussi la forme de partenariats, voire de rapprochements capitalistiques, en vue de développer de nouveaux services dans une logique d'intégration de nouvelles activités très typiques des banques universelles à la française. Forte de ses grands acteurs bancaires et d'un tissu de FinTechs innovantes et agiles, la finance française est l'une des filières les plus prometteuses du numérique.

**Cette rupture numérique conduit les banques à se transformer profondément.** Face à un rythme de visites en agences moins soutenu (21 % des Français déclarent fréquenter plusieurs fois par mois leur agence en 2015, contre 62 % en 2007), les banques investissent et innovent pour trouver un nouveau modèle éco-

nomique de leur réseau, tout en améliorant la relation physique avec le client. Le nombre des agences s'adapte (37 623 agences en 2014, en diminution de 3,1 % par rapport à 2010), mais la densité du réseau reste sensiblement plus élevée que dans d'autres pays européens (57 agences pour 100 000 habitants en France en 2014, contre 44 en Allemagne et 18 au Royaume-Uni).

**La révolution numérique est aussi celle des salariés.** Dans le cadre du Pacte de responsabilité, les banques se sont engagées à mettre en place un socle de base de connaissances numériques pour l'ensemble de leurs 370 000 salariés. La banque reste un acteur dynamique du marché de l'emploi avec le recrutement de 35 000 personnes en 2014. Mais les effectifs tendent à diminuer : 370 300 collaborateurs en 2014, contre 371 700 en 2013. Les recrutements s'orientent vers des profils à plus haut niveau de qualification et de spécialisation, pour répondre à l'évolution de la demande des clients en renforçant le conseil et l'expertise.

**Le numérique, évidemment, fait aussi apparaître de nouveaux risques qui ne sont pas encore pleinement mesurés.** L'enthousiasme né de l'innovation ne doit pas occulter deux sujets majeurs pour nos sociétés : la protection des données clients et la préservation de l'intégrité du système financier. Concernant les données et les paiements, les banques investissent en permanence dans la sécurité de leurs systèmes et la prévention des fraudes. La cybercriminalité est un défi majeur. Et gare aux arnaques sur Internet, que l'Autorité des marchés financiers dénonce régulièrement ! Il ne faudrait pas que le miroir aux alouettes version 3.0 vienne abîmer la confiance dans le monde financier... Quant à l'intégrité du secteur financier, elle est un impératif d'intérêt général. Alors que la lutte contre le financement du terrorisme et contre le blanchiment est une priorité absolue, les banques sont engagées de longue date et sans réserve à maintenir l'intégrité du système financier et la confiance sans lesquelles il n'existe pas d'économie viable. Dans le contexte de la Directive sur les services de paiement, l'arrivée de nouveaux acteurs ne doit pas engendrer une baisse de l'exigence de sécurité. Tous les acteurs de la chaîne des paiements doivent obéir aux mêmes exigences de solidité et de vigilance vis-à-vis des circuits criminels, tous doivent être contrôlés et rendre compte de leur action.

### 3. Garder confiance

Dans le numéro de l'*APF 2014*, nous montrions déjà les transformations radicales des banques menées sous la pression réglementaire. Ces contraintes ne cessent de se renforcer, mais on note maintenant une prise de conscience des grands régulateurs, qui estiment que l'agenda de stabilité financière est désormais largement achevé. Cela ne va hélas pas jusqu'à une vision claire du point d'aboutissement de

la réglementation... mais l'Europe a changé de paradigme, plaçant, avec le plan Juncker et l'Union des marchés de capitaux, le financement au premier rang de ses priorités. On peut donc espérer que l'incertitude réglementaire, qui pénalise tant les banques, sera bientôt levée. S'y ajoutent de nouveaux défis : un contexte économique difficile, notamment du fait des taux bas, et la révolution numérique, générant une situation inédite de forte incertitude.

Mais le modèle bancaire sait se réinventer. Dans les enjeux technologiques, il trouve une nouvelle jeunesse, et de nouvelles opportunités de développement. Les *start-ups* d'aujourd'hui sont les grands clients de demain et les investisseurs d'après-demain. Les banques ne s'y trompent pas, qui les accueillent dans leurs incubateurs et se battent pour nouer des partenariats avec les meilleures FinTechs. Et si le modèle français de la banque universelle de proximité n'a pas été le plus favorisé par la vague réglementaire post-crise, il n'est peut-être pas le plus mal placé pour tirer parti de la révolution numérique.



# Existe-t-il une école française de la comptabilité ?

**Didier Bensadon**

Maître de conférences en sciences de gestion,  
Université Paris-Dauphine (DRM)  
PSL Research University

S'interroger sur l'existence d'une École française de la comptabilité revient notamment à s'intéresser aux institutions qui la composent. En ce sens, la publication de traités de comptabilité par des auteurs français dès le XVII<sup>e</sup> siècle<sup>1</sup>, ou la mise en place d'une réglementation comptable à partir de l'Ordonnance de Colbert (1673), plaide en faveur de l'existence d'une École française de la comptabilité. L'importation du cadre comptable français en Amérique du Sud, en Europe orientale, en Afrique du Nord et subsaharienne et en Extrême-Orient prouve aussi la réalité du phénomène. En outre, la structuration de la profession autour d'un diplôme d'État et d'un Ordre professionnel a produit deux institutions qui nourrissent l'existence d'une École française de la comptabilité. Enfin, les déclarations des présidents Jacques Chirac et Nicolas Sarkozy, défendant une position très distanciée vis-à-vis de la juste valeur, contribuent à penser que cette école existe bel et bien.

Elle se nourrit des débats, des échanges et des controverses qui traversent l'organisme de normalisation chargé de façonner la norme comptable. On le sait, les instances de normalisation comptable sont des lieux de pouvoir où, derrière la mise au point de dispositifs techniques complexes censés donner une image fidèle du patrimoine, du résultat et de la santé financière d'une entreprise, s'affrontent des visions du monde qui peuvent être opposées.

Cette contribution ne cherche pas à analyser les différences conceptuelles entre les normes IFRS<sup>2</sup> et les règles du Plan comptable général. Le processus de « conver-

---

1. Citons J. André (1636), J. Savary (1675), P. Pourrat (1676), C. Irson (1678) ou M. de La Porte dont *La Science des négociants et teneurs de livres* connaîtra 22 rééditions, entre 1704 et 1799.

2. Les *International Financial Reporting Standards* (IFRS) sont des normes comptables internationales établies par un organisme privé indépendant, l'International Accounting Standards Board (IASB),

gence » est aujourd'hui largement entamé et les différences s'amenuisent au gré des évolutions de la réglementation.

Il semble plus intéressant de proposer une mise en perspective historique de la normalisation comptable française, afin de montrer comment cette dernière a favorisé l'émergence d'une École française de la comptabilité.

Cette histoire débute pendant l'entre-deux-guerres, période durant laquelle l'idée même de normalisation comptable est loin de faire l'unanimité. Elle s'achève en 2016 dans un contexte caractérisé par la globalisation financière et l'affrontement de deux modèles comptables, « anglo-saxon » et « continental »<sup>3</sup>.

Ce qui les sépare fondamentalement est la vision sous-jacente de l'entreprise.

Pour les Anglo-Saxons, la vision financière domine car, selon eux, l'entreprise n'a pas d'autre raison d'être que de servir les intérêts de ses actionnaires et pas d'autre substance qu'être la réunion d'un portefeuille d'actifs et d'un portefeuille de passifs, tous deux librement négociables sur les marchés. Ce paradigme développé à partir des années 1970, conjointement à la thèse de l'efficience des marchés, conduit logiquement à l'application des notions de « fair value » et de « mark to market » en comptabilité. La crise a suffisamment mis en lumière l'aspect procyclique de ce mode de valorisation pour ne pas insister<sup>4</sup>. Pour les tenants du modèle continental, l'entreprise est constituée de multiples parties prenantes (actionnaires, salariés, partenaires, administration, etc.) et la comptabilité doit idéalement fournir à chacun l'information qui lui est nécessaire. Ce modèle s'est progressivement constitué à partir des décisions des tribunaux, lors des affaires financières au Second Empire et sous la III<sup>e</sup> République. Dans chacun des cas étaient comptabilisés des bénéfices non réalisés : constatation de bénéfices à partir de l'anticipation de recettes alors que les charges n'avaient pas été consommées (*Arrêt Mirès, 1862*) ; constatation de plus-values latentes et de bénéfices sur des contrats à long terme (*Arrêt Pereire, 1872*). Au final, la jurisprudence est constante, en faveur de l'existence de bénéfices fondés uniquement sur leur encaissement, ou sur le principe d'une réalisation certaine. Dès lors, des théories comptables de la valeur sont développées autour des problématiques de fixité du capital, du risque de distribution de dividendes fictifs et de la protection des tiers<sup>5</sup>. Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, lorsque sont créés l'impôt sur le revenu (1914)

---

créé en 1973 par un groupe international de professionnels reconnus de l'audit et de l'expertise comptable.

3. V. J. Richard, D. Bensadon et C. Collette, *Comptabilité financière : IFRS versus normes françaises*, Dunod, 10<sup>e</sup> éd., 2014.
4. V. le *Rapport Marteau-Morand*, Normes comptables et crise financière, La Documentation française, 2010.
5. V. N. Praquin, *Comptabilité et protection des créanciers 1807-1942 : une analyse de la fonction technico-sociale de la comptabilité*, Thèse, Université Paris-Dauphine, 2003.

et la cédule sur les bénéfices industriels et commerciaux (1916), c'est l'Administration fiscale qui s'empare de la question comptable, imposant des obligations déclaratives s'appuyant sur la tenue d'une comptabilité. Clairement, le modèle comptable continental repose sur une vision patrimoniale de la société et associe les préoccupations fiscales.

## **1. La normalisation comptable en France (1919-1947) : une idée loin de faire l'unanimité**

À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, la France est un des pays les plus libéraux d'Europe en matière de réglementation comptable<sup>6</sup>. Le refus de l'intervention des pouvoirs publics s'explique en partie par le souci des conséquences fiscales et de la protection du secret des affaires. Des tentatives de normalisation sont menées dès les années 1880, mais, faute d'accord des milieux d'affaires pour les faire aboutir, ces projets échouent tous.

Afin d'apporter une réponse législative aux scandales financiers des années 1920, les députés radicaux proposent régulièrement des projets de loi visant à la protection de l'épargne. Chaque fois, la réglementation des comptabilités est présentée comme un moyen efficace pour lutter contre les pratiques peu recommandables des sociétés en matière d'information financière. En 1921, répondant à l'inaction du gouvernement sur la question de la normalisation des comptabilités malgré les scandales financiers se succédant, le député Henry Fleury-Ravarin (Union républicaine) dépose un projet de loi sur l'établissement du bilan dans les sociétés par actions. Il rappelle que cette question a déjà été évoquée en 1912 par la commission d'enquête chargée de l'affaire Rochette. Cette proposition de loi, renvoyée à la Commission des finances, ne sera jamais discutée. En 1926, le député Jean-Louis Chastanet (SFIO) dépose une proposition de loi visant à réformer le commissariat aux comptes dans les sociétés anonymes, à réglementer l'établissement du bilan et l'accès à la profession d'expert-comptable. Sans succès. En 1928, le même député dépose une version condensée de sa proposition de loi antérieure. La Commission des finances ne présentant aucun rapport à son sujet, elle ne sera même pas discutée.

En 1929, dans un contexte marqué par les scandales financiers à répétition, c'est le député Vincent Auriol (SFIO) qui dépose une proposition de loi. Son objectif vise à protéger l'épargne et à organiser le crédit. Auriol propose la mise en place d'un contrôle général des sociétés par :

- la création d'un Conseil supérieur des banques, bourses et sociétés ;

6. Y. Lemarchand, « 1880-1914, l'échec de l'unification des bilans. Le rendez-vous manqué de la normalisation », *Comptabilité-Contrôle-Audit*, n°1, Vol. 1, pp. 7-24, 1995.

- la mise en place d'un régime des sociétés visant à contrôler leur activité ;
- le contrôle des bilans et rapports annuels.

Pas davantage que les précédentes propositions de loi celle-ci ne sera discutée. Toutes les tentatives législatives de normalisation des comptabilités initiées durant l'entre-deux-guerres ont ainsi échoué.

En avril 1941, est instituée une Commission interministérielle du Plan comptable devant élaborer un cadre comptable général pour toutes les entreprises et se prononcer sur les projets de plans comptables établis dans chaque branche professionnelle.

La composition de cette commission reflète le poids important des représentants de l'État français. En effet, y siègent : quatorze représentants des administrations, cinq représentants des comités d'organisation, cinq experts-comptables désignés par le ministère de l'Économie nationale et trois représentants du Centre d'organisation scientifique du travail. La commission est présidée par Jacques Chezleprêtre, secrétaire général des questions économiques au ministère de l'Économie nationale et des Finances. Un rapport de plus de deux cents pages est présenté à l'approbation officielle en mars 1942 mais ne sera jamais promulgué. En revanche, l'éditeur Delmas obtient l'autorisation de le publier en 1943. Le document sera longtemps considéré comme le premier Plan comptable français. Ce dernier proposait des éléments de terminologie, présentait les dispositions générales (chap. 1), deux cadres comptables (chap. 2), la liste des comptes (chap. 3), les règles de fonctionnement des comptes (chap. 4), une dizaine de cas particuliers et plusieurs annexes relatives à la comptabilité analytique (chap. 5). André Brunet<sup>7</sup> reconnaît au Plan comptable de 1942 des qualités incontestables, mais déplore que les concepteurs aient sacrifié à une conception dirigiste un objectif fondamental de toute comptabilité : fournir aux chefs d'entreprise les moyens de suivre la gestion et d'en redresser à bref délai les lacunes ou les erreurs.

Les origines de ce plan comptable restent controversées<sup>8</sup>. Certains y voient une déclinaison française du plan comptable allemand (P. Standish, 1990 ; J. Richard, 1992). Les travaux d'Oussama Ouriemmi (2014) montrent au contraire que ce plan comptable s'inscrit dans la continuité des débats entrepris par une première

7. A. Brunet (1902-1986), Inspecteur des finances, fut notamment le Commissaire du gouvernement auprès du Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables et comptables agréés à la Libération. Auteur de *La normalisation comptable au service de l'entreprise, de la science et de la nation*, Dunod, 1951.

8. V. P. Standish, «Origins of the Plan Comptable Général : A study in cultural intrusion and reaction», *Accounting and Business Research*, Autumn, pp. 337-351, 1990 ; J. Richard, « De l'histoire du plan comptable français », *Annales du Management* 2, pp. 69-82, 1992 ; O. Ouriemmi, *Formes de problématisation de l'uniformisation des comptabilités (1879-1947)*, Thèse, Université de Nantes, 2014.

Commission interministérielle, quelques mois avant le début du conflit. Notons que les périodes de guerre semblent favoriser les avancées en matière de normalisation comptable, les *Recommendations on Accounting Principles* étant publiées en Grande-Bretagne en 1942.

## 2. La normalisation comptable en France (1947-2015) : de la planification indicative à la convergence vers les IFRS

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, la question de la normalisation comptable ne fait plus débat. L'État met en place une planification indicative chargée de favoriser la reconstruction d'un pays dévasté. Dès 1946, l'État instaure la Commission de normalisation des comptabilités chargée de proposer un Plan comptable général et d'étudier ses modalités d'application. Le Plan comptable de 1947, largement inspiré de celui de 1942, est né.

Dans un contexte idéologique dominé par la planification indicative, la vision macro-économique de l'entreprise est privilégiée. Le Plan comptable de 1947 est organisé pour fournir l'information statistique dont l'État a besoin, aux fins d'orienter sa politique économique<sup>9</sup>. Il n'est pas encore d'application obligatoire et ne concerne que les entreprises contrôlées par l'État ou qui bénéficient de ses aides. En avril 1947, le Conseil supérieur de la comptabilité (CSC) remplace la Commission de normalisation des comptabilités. Le CSC compte à sa création vingt-deux membres, dont plus de 50 % de représentants de l'État. Néanmoins, il existe une réelle volonté de l'État d'associer un ensemble de parties prenantes à l'élaboration des normes comptables, afin que celles-ci puissent être considérées comme le fruit d'un consensus. En 1957, le Conseil national de la comptabilité succède au Conseil supérieur de la comptabilité. Sa mission reste identique, mais la composition évolue, car la profession comptable (libérale et salariée) est davantage représentée dans l'instance de normalisation. Deux avancées significatives, en matière de normalisation comptable, sont à souligner : la détermination du bénéfice imposable se référant au Plan comptable général ; la mise au point de soixante-dix-sept adaptations sectorielles du Plan comptable général, entre 1968 et 1979<sup>10</sup>.

Initiée en 1971 par Valéry Giscard d'Estaing, la révision du Plan comptable général de 1957 aboutit au Plan comptable révisé de 1982.

Durant la même période, le traité de Rome prévoyant l'harmonisation des obliga-

9. B. Touchelay, *L'État et l'entreprise. Une histoire de la normalisation comptable et fiscale à la française*, Rennes, PUR, 2011.

10. Chr. Hoarau, « Place et rôle de la normalisation comptable en France », *Revue française de gestion*, n° 147, pp. 33-47, 2003.

tions en matière d'information financière des sociétés ayant leur siège social dans un État membre, la Commission européenne lance les travaux en vue de l'adoption de directives liées à l'information comptable et financière. Deux directives européennes qui marqueront profondément la normalisation comptable française sont adoptées : la Quatrième directive (1978), relative à l'harmonisation de la présentation des comptes sociaux ; la Septième directive (1983) sur les comptes consolidés. Ces deux directives sont transposées dans le droit comptable français par la loi dite « comptable » de 1983 et celle sur les comptes consolidés du 3 janvier 1985. Débutant en 1974 pour s'achever en 1983, les négociations de la Septième directive européenne ont été laborieuses. Cette lenteur s'explique par une absence de définition commune de la notion de groupe de sociétés, une forte divergence du niveau de pratique de la consolidation des comptes entre États membres et également par une volonté plus ou moins affirmée de certains États membres d'arriver à un texte de droit communautaire. Comme le souligne dans la presse professionnelle de l'époque Bertrand d'Illiers<sup>11</sup>, la négociation de la Septième directive européenne a donné lieu à un véritable affrontement des conceptions anglo-saxonnes et franco-allemandes sur la question des comptes de groupe<sup>12</sup>.

Dans la seconde moitié des années 1980, d'importantes réformes économiques favorisent une libéralisation de l'économie. La fameuse triade des « trois D » (Déréglementation-Décloisonnement-Désintermédiation), à l'origine de la globalisation financière, a des conséquences sur la normalisation comptable française. De nouvelles demandes d'informations émanent des marchés financiers. Les questions comptables, liées aux montages financiers complexes, ne trouvent pas de réponse au sein de l'organisme de normalisation français. La France se lance dans un processus de « modernisation » de son droit comptable qui va modifier profondément l'écosystème de la normalisation comptable. En 1998, le Conseil national de la comptabilité (CNC) est réformé avec la création d'un Comité de la réglementation comptable (CRC). Ce dernier est chargé d'unifier le processus de normalisation comptable en établissant, sous forme de règlements, les prescriptions comptables générales et sectorielles et en homologuant en France les normes internationales. Une série de règlements sont adoptés, entre 2000 et 2004, sur des éléments fondamentaux des états financiers. Ils sont directement inspirés des normes IFRS. Cette modernisation s'est avérée nécessaire car le Plan comptable n'avait été modifié qu'à trois reprises depuis 1947<sup>13</sup>. En 2009, CNC et CRC fusionnent pour créer l'Autorité des normes comptables (ANC) qui devient le

11. B. d'Illiers, Chef des affaires comptables de la Commission des opérations de bourse, fut un des trois représentants français à Bruxelles lors de la négociation de la Septième directive européenne.

12. D. Bensadon, *Les comptes de groupe en France (1929-1985) – Origines, enjeux et pratiques de la consolidation des comptes*, PUR, 2010.

13. D. Baert et G. Yanno, *Rapport d'information relatif aux enjeux des nouvelles normes comptables*, Assemblée Nationale, 2009.

normalisateur comptable français. Il établit les règlements comptables, et émet les avis et prises de position, dans le cadre de la procédure d'élaboration des normes comptables internationales. Citons, à titre d'exemple, les recommandations publiées par l'ANC à l'attention de l'IASB en 2012, visant à améliorer la qualité intrinsèque de l'annexe comptable. L'autre évolution majeure est l'adoption, à compter des exercices 2005, des normes IFRS pour la publication des comptes consolidés des sociétés cotées sur un marché réglementé, conformément à la réglementation européenne<sup>14</sup>. La décision de la Commission européenne d'opter pour une réglementation d'origine privée a sans doute en partie répondu au souci de ne pas revivre les difficultés de 1974-1983, lors de la négociation de la Septième directive européenne sur les comptes de groupe. Rappelons aussi, qu'au même moment, l'IASB est chargé par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) de proposer des normes internationales. Cette stratégie d'appel à un fournisseur privé est annoncée en 1995<sup>15</sup> puis confirmée en 2000. Afin de l'aider dans l'application des normes IFRS à l'Union européenne, la Commission retient officiellement comme conseil, en 2006, une autre organisation privée – l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) – composée d'organismes représentatifs des entreprises et d'experts-comptables et financiers européens ou nationaux.

La question d'un jeu de normes IFRS pour les PME françaises ne tardera pas à être posée. Mais sur ce point, face à la levée de boucliers d'une partie de l'écosystème des PME / ETI, et après une large consultation, l'ANC a stoppé le processus visant à rendre la norme IFRS-PME d'application obligatoire en France.

## Conclusion

Durant l'entre-deux-guerres, l'idée même de normalisation comptable est loin de faire l'unanimité dans un environnement où domine largement le secret des affaires. Les députés libéraux, souvent notables industriels, rejettent avec vigueur cette intrusion de l'État dans les affaires économiques. Le principe d'une normalisation comptable sera imposé durant l'Occupation, et de là naîtra le premier Plan comptable. En pleine reconstruction, la France a privilégié la création d'un organisme de normalisation comptable, acteur à part entière de la politique macro-économique.

La globalisation et la financiarisation des économies ont remis en cause le modèle de normalisation comptable à la française. Même si les critiques à l'égard des normes IFRS sont nombreuses, la diffusion du cadre conceptuel de l'IASB et

14. Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002.

15. Communications de la Commission européenne : Com. (95) 508 et Com. (00) 359.

l'adoption des normes comptables internationales sur les cinq continents sont une réalité<sup>16</sup>.

Les paradigmes étant, par nature, amenés à évoluer, la confrontation des idées doit se poursuivre avec opiniâtreté afin d'opérer la synthèse entre modèles comptables en présence, et faire en sorte que l'information comptable et financière soit utile à l'ensemble des parties prenantes à l'entreprise et pas seulement à une catégorie particulière. L'École française de la comptabilité, conformément à son histoire<sup>17</sup>, continuera à contribuer au débat en faisant entendre un discours parfois différent.

---

16. Rappelons toutefois qu'à l'initiative des États-Unis, le processus de convergence des normes US GAAP vers les IFRS est désormais stoppé (Déclaration de J. Schnurr, chef des affaires comptables de la Securities and Exchange Commission. New York, 7 mai 2015).

17. Pour une mise en perspective historique des principaux concepts comptables : D. Bensadon, N. Praquin et B. Touchelay (coord.), *Dictionnaire historique de comptabilité des entreprises*, Presses Universitaires du Septentrion, 526 p., 2016.

# La bancassurance : une invention française ?

**Jean Vecchierini de Matra**

Délégué général

Groupement français des Bancassureurs (GFB)

Le « modèle français » de bancassurance se réfère à des compagnies d'assurances intégrées à des groupes bancaires. Des partenariats étroits lui sont valablement assimilés (ainsi, CNP Assurances est bien un bancassureur) et ce modèle, qui associe intimement une banque et une compagnie d'assurances, est fondamentalement différent de conglomérats ayant juxtaposé sans réelle synergie compagnies d'assurances et banques (*v. GAN-CIC ou Dresdner-Allianz*).

Ainsi définie, la bancassurance est incontestablement une invention française réussie, qui a connu des fortunes diverses dans les autres pays européens.

## **I. Une invention française réussie : les acteurs, leurs motivations et leurs méthodes, leurs succès**

### **1. Les acteurs**

Ils entrent en scène en trois séquences principales :

- L'émergence des pionniers en 1973, date de création des Assurances du Crédit mutuel (groupe actif en dommages puis en vie) et date de signature du premier accord de partenariat entre La Poste et une très ancienne institution, la CNP ; alors que dans le même temps la Compagnie bancaire donne naissance à Cardif.
- Le concept se généralise entre 1984 et 1986 avec la création quasi simultanée des autres compagnies d'assurance-vie :
  - Socapi, filiale du CIC (qui fait partie du Groupe des ACM depuis 2001),
  - Fructivie (aujourd'hui Natixis Assurances),
  - Sogecap, filiale de la Société générale,
  - Suravenir, filiale du Crédit mutuel de Bretagne (devenu le Groupe ARKÉA),

- Predica, filiale du Crédit agricole,
  - Erisa, filiale du CCF (devenue HSBC Assurances),
  - sans oublier Natio Vie, (filiale de la BNP),
  - et l'UAF (émanation de la Médicale de France), filiale du Crédit lyonnais.
- Dans un troisième temps, se constituent les filiales d'assurance dommages des groupes bancaires qui n'en disposaient pas encore :
    - Pacifica (Crédit agricole) en 1990,
    - FructiMaaf (Caisses d'épargne) en 1994,
    - Assurances Banque Populaire IARD en 1995,
    - Sogessur (Société générale) en 1996,
    - Suravenir assurances (Crédit mutuel de Bretagne) en 1996,
    - et plus récemment, La Banque Postale Assurances IARD, créée en 2007.

L'activité d'assurance est progressivement devenue le second métier des banques de détail françaises, les mots « banque » et « assurances » étant désormais inscrits ensemble au fronton de toutes les agences de l'Hexagone.

## 2. Leurs motivations et leurs méthodes

### 2.1 En assurance-vie

Dans un contexte où la fiscalité de l'assurance-vie était sensiblement plus avantageuse que celle de l'épargne bancaire, les banques sont entrées dans le monde de l'assurance pour éviter de voir une partie de l'épargne bancaire leur échapper au profit des compagnies d'assurance les plus dynamiques.

Toutes les banques sans exception ont donc fondé leur compagnie de bancassurance-vie.

Ces jeunes bancassureurs ont créé des gammes de produits plus modernes, plus transparents et moins chargés en commissions que ceux des assureurs traditionnels. Cette rénovation en profondeur, imitée ensuite par les autres assureurs, a contribué au fort développement de l'assurance-vie en France.

Au demeurant, ces produits d'assurance-vie à composante d'épargne étaient assez proches des produits d'épargne bancaire et cette proximité a grandement facilité l'adaptation des réseaux bancaires qui ont, néanmoins, bénéficié d'un important effort de formation.

Cohérence globale de l'offre (produits bancaires et produits d'assurance), prix compétitifs, intégration de l'assurance-vie au poste de travail des conseillers bancaires, simplicité opérationnelle (« one stop shopping ») : la percée réussie des banques en matière de distribution tient de la conjonction de tous ces éléments.

La logique industrielle allant de pair avec la logique commerciale, cette activité additionnelle à l'activité classique des banques a pu être intégrée sans surcoûts majeurs et la rentabilité de cette nouvelle activité d'assurance-vie est donc rapidement venue améliorer le produit net bancaire des groupes bancaires.

Cette diversification des métiers et donc des risques justifie pleinement que les banques, actionnaires de leurs compagnies d'assurance, supportent une charge en capital moins élevée qu'en cas d'application uniforme et basique des règles de Bâle 3.

En cohérence avec le traitement prudentiel des conglomérats en Europe, c'est ce qu'a spécifié le « Compromis danois » de la Directive CRD 4 (*Capital Requirement Directive*) qui transpose en droit européen les normes du Comité de Bâle.

## 2.2 En assurance dommages

Alors que les banquiers ont investi les marchés de l'assurance-vie comme un prolongement de l'activité bancaire, le développement de la bancassurance non-vie ne s'est pas immédiatement imposé. La prise de conscience de son fort potentiel et des atouts de la diversification s'est opérée progressivement. Dans le domaine de la bancassurance dommages, deux banques ont fait dès l'origine un choix d'intégration totale : le Crédit mutuel et le Crédit agricole.

Ces deux établissements sont arrivés sur ce marché à des moments différents mais en suivant une stratégie identique, sans doute la plus porteuse sur le long terme : l'intégration complète des activités d'assurance dommages de l'amont (le marketing et la conception des produits) jusqu'à l'aval (la distribution et la gestion des sinistres).

Ils ont construit chacun *ex nihilo* une compagnie de bancassurance dotée d'un outil moderne et adapté à ses besoins, avec une structure de coûts très compétitive par rapport à celle des acteurs traditionnels.

Ceci est un atout dans un domaine qui touche à la gestion industrielle de produits de masse, comme les produits d'assurance dommages destinés aux particuliers.

Le traitement des sinistres étant l'acte essentiel de la relation avec le client, des méthodes novatrices, simples et efficaces ont contribué au succès de ces nouveaux entrants, alors même que certains autres dirigeants de banques refusaient encore de commercialiser l'assurance dommages au motif que le règlement des sinistres ne pouvait que mécontenter les clients bancaires et entraîner des clôtures de comptes...

C'est l'inverse qui s'est produit, l'assurance dommages étant utilisée comme un instrument de conquête de clientèle, notamment au moment des ouvertures de nouveaux guichets qui se pratiquaient à l'époque.

Sogessur s'est ensuite ralliée à ce modèle d'intégration, de même que La Banque Postale assurance IARD.

Aucune banque importante ne s'est abstenue, les autres établissements entrant sur le marché en partenariat avec des mutuelles sans intermédiaires, ou un assureur traditionnel, pour développer sur le marché des particuliers l'assurance automobile et l'assurance habitation, noyaux durs de l'activité de bancassurance dommages.

### 3. Leur succès

#### 3.1 Prédominance des bancassureurs en assurance-vie

En 1985, la bancassurance était très minoritaire avec guère plus de 10 % des 42 milliards d'euros de l'assurance-vie française.

En 1990, elle représentait déjà 37 % des 130 milliards d'euros de provisions mathématiques d'assurance-vie, alors qu'elle pèse actuellement plus de 60 % des 1 500 milliards d'euros d'actifs, cette proportion s'établissant régulièrement entre 60 et 65 % depuis 1996, en collecte comme en provisions mathématiques.

Cette performance commerciale des guichets (plus de 75 Mrds EUR de collecte et près de 800 Mrds d'encours à fin 2015) est le fruit d'une distribution généralisée par toutes les banques à réseau et par La Poste (soit un total de près de 50 000 points de vente) avec la prédominance d'un modèle intégré et de liens capitalistes forts.

Stimulée par les bancassureurs, la croissance de l'ensemble du marché a porté la part de l'assurance-vie dans les placements financiers des ménages de 20 % en 1995 à près de 40 % vingt ans plus tard.

#### 3.2 Des parts de marché constamment accrues en assurance dommages

Absents du secteur jusqu'en 1990 (à l'exception des ACM), les bancassureurs gagnent régulièrement depuis 25 ans des parts de marché en assurance automobile et en multirisque habitation.

Ils gèrent aujourd'hui 15 % des contrats d'assurance automobile et 27 % du portefeuille d'assurance habitation.

En 2015, leur chiffre d'affaires s'est élevé à 2,4 milliards d'euros en assurance automobile et à 2,1 milliards d'euros en multirisque habitation ; en progression respectivement de 7 % et 10 % par rapport à 2014. Chaque année, le rythme de progression de leur chiffre d'affaires est deux à trois fois plus rapide que l'évolution du marché global.

Encore plus spectaculaire est la part des bancassureurs dommages dans la progression nette du marché (variation du nombre de contrats en portefeuille) : en 2014

les bancassureurs dommages ont représenté 50 % de l'apport net de contrats automobile et 75 % de l'apport net de contrats multirisque habitation.

L'assurance-vie et non-vie ayant démontré toute son utilité au cœur d'une banque relationnelle, le champ d'action des compagnies s'est étendu à la complémentaire santé, la protection juridique, la prévoyance, dont l'assurance des emprunteurs, et la garantie des accidents de la vie, tous domaines qui correspondent à des besoins de base des ménages.

Créée pour accroître la rentabilité du réseau des banques de proximité, l'activité d'assurance progressivement diversifiée conforte la relation avec la clientèle et procure des revenus récurrents dont la volatilité est réduite.

Au final, la part croissante de la contribution des activités d'assurance aux résultats financiers des groupes de bancassurance renforce les liens sentimentaux entre les banques françaises et leurs filiales d'assurance...

## II. Des fortunes diverses dans les autres pays européens

### 1. Succès de la bancassurance dans l'Europe latine

Dans un contexte bancaire comparable et pour des motifs analogues, la bancassurance a connu à l'instar de la France un réel succès en Italie, en Espagne et au Portugal.

1.1 **L'Italie** est le pays de l'Europe du Sud où le modèle français de bancassurance s'est le mieux exporté, du moins en ce qui concerne l'assurance-vie : la part de marché des banques y est supérieure à 60 %. C'est pourtant un pays où la bancassurance s'est implantée tardivement car jusqu'en 1990 la réglementation italienne, taillée sur mesure pour préserver les intérêts des acteurs traditionnels, interdisait à une banque d'être propriétaire d'une société d'assurance. Dès que ce verrou a sauté et sous l'impulsion d'acteurs étrangers, au premier rang desquels le Crédit agricole et Predica, le marché a rapidement évolué pour atteindre ce niveau élevé.

Au cours des dernières années, le modèle français fondé sur l'intégration a largement pris le pas sur les accords de coopération et les *joint-ventures*, entre une société d'assurance traditionnelle et une banque ou une caisse d'épargne. Les groupes intégrés représentent aujourd'hui plus des deux tiers de la collecte de la bancassurance et leur part de marché ne cesse de progresser.

Le panorama est tout autre en assurance dommages où les banques collectent moins de 5 % des primes. Des offres existent pourtant et leur diffusion progres-

sive pourrait contribuer à modifier la mauvaise image de l'assurance, notamment automobile, auprès des consommateurs italiens.

Pour optimiser le règlement des sinistres, facteur essentiel du niveau de satisfaction des assurés, c'est une véritable intégration (la filiale d'assurance appliquant les méthodes des plates-formes des bancassureurs français) qui permettrait à terme de mieux surmonter ce handicap d'image, faisant des banques des acteurs plus significatifs de l'assurance automobile.

1.2 **En Espagne**, les banques occupent une place importante sur le marché de l'assurance, avec une part supérieure à 65 % en vie et d'environ 12 % en dommages.

Dans les années 80, les banques espagnoles ont suivi l'exemple français et se sont lancées massivement dans la vente de produits d'assurance à composante d'épargne. Leur succès a été d'autant plus rapide que l'Espagne possédait une exceptionnelle densité d'agences bancaires avec un fort pouvoir de prescription des conseillers.

Ainsi, les banques et les Caisses d'épargne sont devenues le principal canal de distribution en assurance-vie. Elles ont adopté le plus souvent le modèle français intégré et ont créé ou acquis une compagnie d'assurance pour leurs besoins propres, comme l'a fait avec beaucoup de réussite le Groupe BBVA qui est désormais un bancassureur de premier plan.

En revanche, les banques ont abordé l'assurance dommages par des accords de partenariat avec des compagnies qui possédaient par ailleurs leur propre réseau de distribution.

L'exemple le plus marquant est celui de Bankia qui a conclu des accords avec Mapfre, *leader* du marché possédant le plus grand réseau d'agents et travaillant aussi avec des courtiers.

Un autre exemple est celui de la Caixa, la grande banque catalane, qui collabore avec Adeslas, *leader* du marché en assurance santé appartenant à la Mutua Madrileña, l'un des premiers assureurs automobile.

Malgré cette complexité actionnariale, la Caixa est certainement l'entité qui a le mieux réalisé l'intégration de l'assurance dommages dans l'activité quotidienne de son réseau.

1.3 **Au Portugal**, où les mêmes causes avaient engendré des succès encore plus nets, la part de la bancassurance a culminé à près de 80 %, avant de régresser à la suite de la crise de 2008. En effet, de grands groupes bancaires en difficulté ont été contraints de céder à des assureurs traditionnels leurs filiales d'assurance et le déficit d'intégration qui a suivi s'est répercuté sur le dynamisme commercial des réseaux bancaires concernés.

#### 1.4 **En Belgique**

Les liens historiques du territoire de la Belgique avec l'Espagne au XVI<sup>e</sup> siècle n'en font pas un pays complètement latin, mais la bancassurance y a néanmoins connu un développement comparable à celui de l'Europe du Sud.

La puissance des banques et la densité de leurs réseaux ne sont pas étrangères à ce succès, favorisé par un changement législatif en 1992.

## 2. **Grande-Bretagne, Allemagne et Pays-Bas : la bancassurance y est quasi inexistante**

La bancassurance prospère quand trois éléments sont réunis :

- un fort réseau bancaire de proximité dont la rentabilité demande à être accrue,
- une distribution d'assurance non dominée par un puissant maillage de courtiers et d'agents,
- des produits simples à commercialiser.

2.1 **En Grande-Bretagne**, le système financier est plus tourné vers les banques d'affaires et les marchés de capitaux, les fonds de pension captent l'épargne longue et les consommateurs s'adressent prioritairement à des intermédiaires indépendants pour leurs opérations d'assurance.

Les clés du succès de la bancassurance à la française font ainsi défaut et les statistiques sont proches d'un encéphalogramme plat.

Dès 1965, la banque Barclays avait créé Barclays Life, mais cette initiative n'a connu qu'un succès modeste.

De même, HSBC, géant bancaire de niveau mondial et bancassureur dans certaines zones géographiques, ne distribue que de façon anecdotique des produits d'assurance dans son réseau britannique.

2.2 **L'Allemagne** est depuis longtemps un pays mature pour l'équipement en produits d'assurance et les parcours clients sont fortement enracinés dans une relation avec des agents exclusifs et des courtiers, sans que les banques allemandes, souvent de taille limitée, aient réellement été en mesure d'investir ces marchés.

Le rapprochement entre Dresdner Bank et Allianz était étranger au véritable concept de bancassurance et l'absence de synergie entre les entités a conduit à l'échec.

Les seules initiatives abouties sont le fait de banques étrangères, italiennes et françaises en particulier, qui importent les méthodes éprouvées des pays latins en matière de bancassurance intégrée.

La démarche de ces mêmes acteurs se retrouve en Autriche, mais comme en Allemagne la bancassurance y est peu développée.

2.3 **Aux Pays-Bas**, le modèle, même dégradé, n'a pas été acclimaté malgré les efforts de grands groupes comme ING ou Fortis.

Les habitudes de consommation et la force des réseaux préexistants, courtiers en particulier, n'ont pas permis ce développement.

Au demeurant, l'assurance-vie individuelle y est assez réduite à raison de l'importance des fonds de pension.

### 3. On trouve des situations intermédiaires dans les autres pays

Nous limiterons le propos à l'Europe de l'Est et à l'Europe du Nord.

3.1 **En Europe de l'Est**, la bancassurance fait actuellement partie du paysage, mais son démarrage a été, par la force des choses, plus tardif qu'en France.

En effet, l'absence de tradition d'épargne, héritée de l'économie administrée des régimes communistes, ne favorisait pas l'essor de l'assurance-vie et ce sont d'ailleurs les produits de protection proposés par les banques qui ont d'abord rencontré le succès.

Après avoir surmonté une crise de croissance il y a quelques années, l'assurance progresse dans ces pays qui rattrapent leur retard de développement et les banques occidentales ont massivement pris le contrôle d'entités locales.

C'est ainsi que les filiales de groupes français, italiens et portugais (ou belges) ont tout naturellement entrepris de transposer leur fructueuse expérience latine de la bancassurance, parallèlement à l'augmentation du taux de bancarisation de la population, très faible au départ et ces marchés prometteurs poursuivent leur développement. D'autres établissements, autrichiens notamment, ont également investi ces marchés.

En Pologne, la bancassurance-vie, dont le chiffre d'affaires est en léger recul depuis trois ans, représente actuellement 40 % d'une collecte d'assurance-vie qui elle-même continue à décroître depuis 2008. La bancassurance non-vie ne représente que 10 % du marché, mais sa part progresse d'année en année.

En République tchèque, les principales banques distribuent les produits des filiales d'assurance qu'elles ont toutes créées, mais elles pratiquent aussi des partenariats avec des assureurs traditionnels.

3.2 **En Europe du Nord**, la situation est très contrastée pour l'assurance-vie, entre la Suède et les autres pays, alors qu'en assurance dommages le score des banques est en moyenne assez modeste.

En Suède, la part de la bancassurance dans la collecte d'assurance-vie *stricto sensu* s'établit seulement entre 10 et 15 % selon les années, alors qu'à l'inverse, au Danemark, en Norvège et en Finlande, la distribution de l'assurance-vie et des produits retraite est communément assurée par les banques.

En Finlande, toutes les compagnies vie importantes sont des filiales de banque ou sont en partenariat étroit avec des banques, de sorte que la bancassurance (intégrée ou en partenariat) représente près de 80 % du marché vie.

La part de marché des banques en assurance-vie individuelle est de 60 % en Norvège et elle culmine à 80 % au Danemark.

En revanche, l'assurance dommages des particuliers est faiblement représentée au niveau des banques, avec une part minimale en Finlande et en Suède, marché dominé par les réseaux d'agents, eux-mêmes fortement concurrencés depuis quelques années par les courtiers et la vente directe des compagnies sur Internet. Cette part est de 20 % du marché en Norvège et seulement 10 % au Danemark.

## Conclusion

Pour échapper à la partialité et à l'autosatisfaction d'un bancassureur écrivant sur la bancassurance, nous délèguons le propos de conclusion à un grand réassureur français dont l'acuité de jugement et la vision planétaire sont le gage d'une synthèse pertinente et objective.

Analysant la bancassurance, cette invention française que quelques pays d'Europe ont bien acclimatée, il considère que « l'assurance apporte à la banque, non seulement une diversification des risques, mais aussi une économie d'échelle avec les avantages d'un groupe intégré, pour l'innovation et le big data notamment ».

Chacun des termes de cette citation identifie un élément décisif du présent et du futur de la bancassurance intégrée, touchant l'assuré, l'assureur et l'actionnaire-distributeur.

*L'auteur remercie tout particulièrement Jean-Pierre DANIEL (qui a écrit des ouvrages de référence sur la bancassurance) et Gérard BINET, Délégué général de CARDIF, pour leurs précieux éclairages sur le volet international du sujet.*



# Contribution de la finance mutualiste française à la confiance dans le système financier, les défis face aux évolutions du monde ?

**Jean-Louis Bancel**

Président

Crédit coopératif

Président

Association internationale  
des Banques Coopératives (AICB)

## La France : une championne mondiale de la finance coopérative et mutualiste

Lors du deuxième sommet mondial des coopératives de Québec en 2014<sup>1</sup>, la France a été reconnue par l'ONU comme le deuxième pays coopératif du monde<sup>2</sup>.

En France, deux secteurs économiques contribuent à cette place éminente : l'agriculture et la finance (banque et assurance). Si le premier domaine est assez spontanément connu, le second est moins souvent cité.

À l'échelon mondial la France apparaît comme un « paradis » de la finance coopérative<sup>3</sup>.

---

1. <https://www.sommetinter.coop/fr>.

2. <http://www.entreprises.coop/86-decouvrir-les-cooperatives/la-cooperation-dans-le-monde/671-la-france-2eme-economie-cooperative-au-monde.html>. et [http://www.entreprises.coop/images/INTERNATIONAL/report\\_davegrace\\_onu\\_april\\_2014.pdf](http://www.entreprises.coop/images/INTERNATIONAL/report_davegrace_onu_april_2014.pdf). En 2014 : 22 517 coopératives, plus de 26 millions de sociétaires, 1 217 000 collaborateurs et un « chiffre d'affaires » de presque 307 Mrds EUR (Source : Le panorama 2016 de CoopFr). Les trois groupes coopératifs bancaires figurent aux premiers rangs du Top 100 des groupes coopératifs français : Crédit agricole (2<sup>e</sup>), BPCE (4<sup>e</sup>) et Crédit mutuel (5<sup>e</sup>).

3. Dans les 100 premiers groupes coopératifs mondiaux (tous secteurs d'activités confondus) : le groupe Crédit agricole est en 10<sup>e</sup> position, le Groupe BPCE est 14<sup>e</sup>, le groupe Covéa est 26<sup>e</sup>, le Groupe

À titre illustratif, parmi les trente groupes bancaires systémiques mondiaux, la France en compte quatre dont deux coopératifs<sup>4</sup>. Les banques coopératives françaises recueillent 40 % des dépôts et représentent 60 % des crédits. Ce sont les ratios les plus élevés d'Europe<sup>5</sup>.

Dans le domaine de l'assurance, les mutuelles représentent presque 41 % du marché, toutefois sur cet indicateur notre pays se place derrière l'Allemagne et les Pays-Bas<sup>6</sup>.

Tiraillé entre son importance économique et le modèle capitalistique libéral dominant dans l'esprit des décideurs, le secteur coopératif et mutualiste financier français semble hésiter entre la nostalgie d'un âge d'or, justifiant la tentation du repli sur soi, ou la volonté de se couler dans le modèle dominant.

## 1. Spécificités des opérateurs coopératifs et mutualistes<sup>7</sup>

### 1.1 Dans les relations avec les clients / sociétaires

Il est utile de clarifier les qualificatifs : coopératif et mutualiste. En effet ses deux termes sont souvent utilisés comme des synonymes. Pour l'illustrer, notons qu'en France, comme ailleurs dans le monde, la sortie du statut coopératif est qualifiée de démutualisation. Pour autant le recours à des termes différents s'appuie-t-il sur de réelles différences ?

Notons tout d'abord que dans le secteur de l'assurance le statut coopératif n'est pas utilisable<sup>8</sup>. Seul le statut mutualiste est autorisé : soit celui du code de la mutualité ou celui du code des assurances.

Cette répartition des statuts dans deux codes s'explique par l'histoire<sup>9</sup>, toutefois les caractéristiques communes prédominent. Tout d'abord, les mutuelles ne

Crédit mutuel 28<sup>e</sup>, le groupe AG2R-La Mondiale 51<sup>e</sup> et le groupe MACIF 75<sup>e</sup> (Source : World Cooperative Monitor : <http://monitor.coop/>).

4. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2015-update-of-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>.

5. [https://www.globalcube.net/clients/eacb/content/medias/key\\_figures/2013\\_Key\\_Financial\\_Figures\\_FINAL\\_31.03.2015.pdf](https://www.globalcube.net/clients/eacb/content/medias/key_figures/2013_Key_Financial_Figures_FINAL_31.03.2015.pdf).

6. <https://www.icmif.org/fr/la-part-du-marche-mutualiste-2012-0>. En Europe, il serait intéressant d'examiner le lien entre organisation des groupes bancaires coopératifs et financement du tissu de TPE et PME. V. l'analyse de M. Albert sur le capitalisme Rhénan.

7. Pour en savoir plus : *Stratégie et gouvernance des institutions financières mutualistes*, M. Roux, RB Édition, 2015. Ainsi que l'analyse publiée pour le lancement du Centre de recherche sur la finance mutualiste (CEFRIM), *La finance mutualiste à la croisée des chemins*, O. Pastré, Professeur, Université Paris VIII et K. Gecheva, Chercheur, Université Paris IX.

8. Dans d'autres pays européens, la Belgique par exemple, le recours aux deux statuts est possible. Il est difficile de comprendre le fondement rationnel de cet exclusivisme français.

9. *Histoire de la mutualité et des assurances, l'actualité d'un choix*, P. Toucas, Syros, 1998.

peuvent fournir leurs prestations qu'à des adhérents répondant aux caractéristiques, géographiques ou sociales, définies par les statuts. C'est le principe de l'exclusivisme. Les mutuelles sont proches des associations en étant créées sans « capital-actions<sup>10</sup> ». En contrepartie, les excédents annuels sont conservés pour assurer le fonctionnement. Au-delà de cette accumulation strictement nécessaire, les adhérents peuvent recevoir des ristournes de cotisations. En cas d'insuffisance, il peut être procédé à des rappels de cotisations.

Dans le domaine de la banque, le code monétaire et financier reconnaît, aux côtés des opérateurs capitalistiques et publics, des entités coopératives (*Chap. II, Comofi*, Les banques mutualistes ou coopératives). La rédaction de ce chapitre semble apporter la preuve de l'existence de deux catégories. Pour autant, les sections qui définissent chacune des familles de banques coopératives, en dehors de l'appellation de mutualiste du Crédit agricole (*Sect. 3*), du Crédit mutuel (*Sect. 4*) et du Crédit maritime (*Sect. 7*), ne font pas apparaître de réelles différences de fonctionnement sur la détention du capital ou pour la gouvernance.

L'histoire explique cette différence d'appellation. En effet, inspirées du modèle allemand Raiffeisen, les caisses, aujourd'hui encore qualifiées de mutualistes, se caractérisaient par des éléments du modèle associatif : l'exclusivisme professionnel (seule une catégorie professionnelle définie statutairement) ou territorial (seuls les habitants d'une zone géographique statutairement fixée) ainsi que par l'abandon de toute revendication sur les excédents de l'exercice. Ceux-ci accumulés au sein de réserves impartageables constituent la « fortune propre » de la banque. Enfin, il existait une solidarité financière des sociétaires en cas de pertes dépassant les réserves accumulées. Cette obligation de solidarité indéfinie entre les sociétaires, forgée par Wilhelm Raiffeisen<sup>11</sup>, était justifiée par la faiblesse de la surface financière personnelle des sociétaires<sup>12</sup>.

Cette spécificité mutualiste a disparu avec l'extension de leur champ d'activité. La contrepartie de l'extension identitaire s'est traduite par le passage au statut coopératif, avec une obligation d'apport en capital sous forme de parts sociales ne donnant pas de droits sur les réserves impartageables<sup>13</sup>, et une rémunération annuelle plafonnée sous forme d'intérêts.

---

10. Expression utilisée historiquement dans le décret-loi de 1938 qui instituait les mutuelles du code des assurances.

11. Créateur des caisses de crédit en zone rurale, sans capital mais liées entre elles par une solidarité fédérative, en opposition à S. Delitzsch, créateur des volksbanks, dotées d'un capital et situées en zone urbaine, composées de membres ayant une surface financière plus grande.

12. Parallèlement, à la même époque, le monde capitaliste avait la plus extrême des méfiances pour la société anonyme. Le plus souvent les banques de capitaux étaient des sociétés en nom collectif impliquant une solidarité financière des actionnaires sur leur patrimoine personnel.

13. Notons que le mécanisme des réserves impartageables contribue à une forme de solidarité entre les générations.

Dans les deux secteurs, en s'appuyant sur la confiance mutuelle des adhérents, les opérateurs mutualistes ou coopératifs se caractérisent par une finalité qui consiste, originellement, à réduire les coûts de transaction afin de fournir leurs prestations au « juste prix<sup>14</sup> ».

Les évolutions juridiques et financières n'ont pas fait disparaître les liens de proximité avec les populations et les territoires ce qui est, aujourd'hui, intitulé « l'économie réelle ». En France et en Allemagne, les banques coopératives jouent un rôle très important dans le financement des PME. Ainsi en Allemagne, les banques coopératives, qui représentent environ 20 % du marché global, pèsent pour un tiers dans le financement des PME.

Depuis trente ans, des évolutions influencées par la logique capitaliste sont apparues.

Tout d'abord, face à la pression prudentielle, qui parfois semble se réduire à une augmentation sans limite des exigences en fonds propres, les banques coopératives ont été conduites à solliciter du législateur la création d'instruments juridiques permettant des apports au-delà de la seule conservation des excédents et des parts sociales. Ce sont, en particulier, les certificats coopératifs d'investissements<sup>15</sup>. Il en a été de même dans le secteur de l'assurance : création du droit d'entrée<sup>16</sup>, pour que les nouveaux adhérents par leurs apports sans contrepartie renforcent les fonds propres, et dernièrement des certificats mutualistes<sup>17</sup>.

Pour tenter d'éviter une prise de contrôle par les financeurs non sociétaires, la législation a défini des limites : pas de droits de vote et limitation de ces titres à 50 % du capital. Ces outils financiers, repris des entreprises capitalistes, donnent un droit aux souscripteurs sur les réserves de l'émetteur. Ils ne manquent pas de susciter des interrogations sur le risque de dénaturation du modèle<sup>18</sup>. L'introduction, dans la réglementation prudentielle des banques, du concept de « résolution ordonnée<sup>19</sup> » devrait s'accompagner d'une clarification sur l'ordre d'imputation des pertes pour les différents apporteurs de fonds.

14. Théorie explicitée par l'économiste C. Gide (1847-1932) qui fut également un des leaders du mouvement coopératif français.

15. Titre II quater de la loi n° 47-1775 du 10 septembre 1947 portant statut de la coopération.

16. R. 322-47, 6° C. assur.

17. Art. 54 et s., L. 2014-856 du 31 juillet 2014 sur l'Économie sociale et solidaire.

18. Sur ce point voir l'analyse figurant aux pages 42 et 44 de la version française des notes d'orientations sur les principes coopératifs. <http://ica.coop/sites/default/files/attachments/Guidance%20Notes%20FR.pdf>.

19. Normes européennes issues de la Directive 2014/59/UE (portant sur le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement) et transposées par l'ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015.

## 1.2 Dans la gouvernance

Les structures mutualistes et coopératives se caractérisent par une gouvernance démocratique<sup>20</sup>.

La première de ces caractéristiques est l'application du principe « une personne, une voix » aux sociétaires. Le pouvoir d'expression n'y est pas proportionnel à la détention du capital<sup>21</sup>. Ceci explique pourquoi les coopératives sont des sociétés de personnes. Combiné avec la nature non spéculative des parts sociales (rémunération limitée et l'accumulation excédents dans les réserves impartageables), ce système démocratique explique la durabilité des opérateurs financiers coopératifs, moins soumis que leurs concurrents à l'urgence de la « remontée » de résultats aux actionnaires.

Ces opérateurs se caractérisent par une forte implication de personnes, désignées par les clients / sociétaires dans la direction de leur entreprise. Traditionnellement celle-ci s'incarne dans le conseil d'administration. Les institutions coopératives de grande taille ont, le plus souvent, entre les caisses de base et les organes de direction du niveau national, structuré leur gouvernance avec des mandats portés par des délégués. Ainsi, comme dans la République romaine s'organise un « *cursus honorum* ». Ceci explique certainement la durabilité et la résilience aux conjonctures de ces organismes<sup>22</sup>.

Cette longue pratique, combinant légitimité de terrain et sens des responsabilités dans le travail collectif est, aujourd'hui, ébranlée par des régulateurs qui étendent les postulats de la « théorie de l'agent<sup>23</sup> » sans percevoir son inadéquation au modèle coopératif.

Sociologiquement, la remise en cause du statut de « dirigeant responsable » du président de banque<sup>24</sup> a été très mal vécue dans les banques coopératives. Celles-ci estiment avoir été le bouc émissaire, soit de suspicions non fondées, soit la variable d'ajustement de logiques corporatistes. Le coup porté aux banques coopératives a suscité tellement d'incompréhension que les pouvoirs publics ont écarté de

---

20. « Les dirigeants sont élus démocratiquement par et parmi les membres. Tous les membres, sans discrimination, votent selon le principe : « une personne, une voix ». »

21. Il faut noter toutefois que les banques populaires ne sont pas strictement soumises à la règle « une personne, une voix » tout en instaurant un plafonnement.

22. V. étude de l'Organisation internationale du travail (2014), Résister à la récession : le pouvoir des coopératives financières.

[http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/--ed\\_emp/documents/publication/wcms\\_235765.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/--ed_emp/documents/publication/wcms_235765.pdf).

23. Théorie économique fondée sur une opposition entre deux agents :

D'une part, le détenteur des moyens de production « l'actionnaire ».

D'autre part, l'agent qui exploite les moyens de production.

[http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_theorie-de-lagence.html](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_theorie-de-lagence.html)

24. [https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/acp/publications/registre-officiel/201401-Position-2014-P-03-de-l-ACPR.pdf](https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/registre-officiel/201401-Position-2014-P-03-de-l-ACPR.pdf).

l'étendre aux mutuelles de l'assurance. En tout état de cause, cette pratique mimétique des contrôleurs français à l'égard d'un « prêt à penser » anglo-saxon de la gouvernance d'entreprise renforcera la distanciation des dirigeants avec la base des sociétaires, et contribuera à saper la confiance du public.

### 1.3 La caractérisation par le respect des principes et valeurs

Il ressort de ce qui précède que l'analyse juridique ne saurait suffire à caractériser, aujourd'hui, les opérateurs coopératifs et mutualistes. Cette volonté du secteur mutualiste et coopératif de se distinguer par les valeurs est très ancienne et remonte à l'époque de la création des premières structures. Depuis 120 ans l'Alliance coopérative internationale qui est leur regroupement mondial a fixé, tout en la faisant évoluer dans le temps, les principes et valeurs qui constituent leur élément distinctif.

Ceux-ci sont consignés dans la déclaration sur l'identité coopérative<sup>25</sup> :

#### « Définition

Une coopérative est une association autonome de personnes volontairement réunies pour satisfaire leurs aspirations et besoins économiques, sociaux et culturels au moyen d'une entreprise dont la propriété est collective et où le pouvoir est exercé démocratiquement.

#### Principes coopératifs (extrait)

1. Adhésion volontaire et ouverte à tous.
2. Contrôle démocratique exercé par les membres.
3. Participation économique des membres... »

Cette manière originale de se définir contribue à expliquer le succès et la résilience des entreprises coopératives et mutualistes y compris dans le domaine de la finance. Il faut considérer que cette approche contient en elle-même des éléments pour attirer les jeunes générations qui, après les scandales de la grande crise financière de 2008, souhaitent reprendre le contrôle de leur argent.

---

25. V. introduction des notes d'orientation pour les principes coopératifs. <http://ica.coop/sites/default/files/attachments/Guidance%20Notes%20FR.pdf>.

## **2. Les coopératives financières, outils de modernisation par la confiance**

### **2.1 Le rôle de la finance coopérative et mutualiste dans le décollage du XIX<sup>e</sup> siècle**

D'un point de vue historique, le secteur financier coopératif a pris racine au XIX<sup>e</sup> siècle, dans une France rurale et « corporatiste » ; grâce à la ramification des caisses il a contribué à mobiliser l'épargne des campagnes. Il a joué un rôle éminent de monétarisation de la société et donc de développement des infrastructures et de l'outil de production, contribuant au décollage de notre économie.

Depuis cette époque, notre pays a fait le choix de mettre en compétition les opérateurs financiers capitalistiques et les opérateurs coopératifs. Dans la durée, ce choix s'est avéré positif pour notre économie et notre société, car il a contribué à ce que notre pays soit doté d'institutions financières dignes de confiance, solides, de dimension internationale, aptes à satisfaire l'essentiel des besoins nationaux.

C'est depuis cette époque que remontent deux caractéristiques du système financier français.

Dans le secteur bancaire, le système financier coopératif s'est inscrit dans le développement d'un État centralisé. À ce titre, tout en imposant un dispositif de caisses circonscrites territorialement, l'État pour renforcer la confiance créée par leur dimension communautaire, a imposé la création de réseaux identitaires fondés sur l'obligation de solidarité financière indéfinie. Corrélativement, a été imposée la création d'un contrôleur national du réseau : l'organe central, contrôlé par l'État du fait des prérogatives de puissance publique et le plus souvent conforté financièrement comme centralisateur de trésorerie, permettant ainsi d'assurer des péréquations au sein du réseau et vis-à-vis du marché ainsi que de la Banque centrale. Par contraste, dans des pays fédéralistes<sup>26</sup>, les banques coopératives ont structuré leurs groupes sur des bases nettement moins centralisatrices<sup>27</sup>.

Par ailleurs, dans un pays rural ayant, pour l'époque, déjà atteint un niveau significatif de développement, la phase première de la relation entre le sociétaire et la coopérative était le dépôt ou l'épargne. Cet enchaînement temporel a permis au banquier de définir, par la régularité des opérations de dépôt, une échelle de confiance permettant de se forger une opinion utile lors au stade du prêt. Cette forme primitive du « connaître son client » constitue un soubassement important de la confiance qui assure la solidité du système financier français.

---

26. Allemagne et Italie.

27. L'existence de ces deux systèmes est reconnue par la réglementation européenne (Règl. (UE) n° 515/2013) : système d'organe central, art. 10 et système de protection institutionnel, art. 113.

Dans l'assurance, il est nécessaire de distinguer l'assurance des personnes de l'assurance des biens et responsabilités. Pour la couverture des personnes, depuis le Second Empire, les pouvoirs publics ont incité au développement de sociétés mutualistes de proximité ayant corrélativement une surface financière limitée. Pour leur permettre de garantir des risques plus importants que des indemnités journalières d'arrêt de travail, les pouvoirs publics les ont incitées à se réassurer auprès d'organismes mutualistes fédératifs ou auprès d'un organisme public : la Caisse nationale de prévoyance. Dans le domaine des assurances de biens ou de responsabilité, deux courants différents sont apparus : l'un dans le secteur des assurances des « petits » agriculteurs, où les caisses locales étaient soumises à un mécanisme fédératif de réassurance interne, au profit d'une structure nationale centralisatrice<sup>28</sup>; l'autre pour l'assurance des propriétés des grands propriétaires, confiant leurs biens en fermage, il est à l'origine de la création des sociétés d'assurance à forme mutuelle<sup>29</sup>, mâtinant des règles mutualistes et capitalistes dont le vote plural, en fonction des cotisations versées.

## 2.2 Leur rôle après la Seconde Guerre mondiale

Après la Seconde Guerre mondiale, la finance coopérative a joué un rôle important dans la modernisation de notre pays et dans sa capacité à s'engager dans l'ouverture à l'Europe puis dans la mondialisation.

Le phénomène illustratif de cette symbiose, entre évolution de la société française et finance coopérative, a été l'extension de leur champ d'action territorial et sociologique. L'après-guerre a accéléré le phénomène « d'exode rural » vers les villes, l'émergence du salariat, le renforcement de la classe moyenne, la modernisation du secteur primaire du fait de l'ouverture à l'Europe ainsi que le développement des secteurs secondaire et tertiaire.

Les banques coopératives ont activement contribué au renforcement de l'efficacité du système financier national. Cette contribution active à l'évolution de la sociologie française s'est traduite, durant une vingtaine d'années<sup>30</sup>, par une « banalisation » des banques coopératives qui ont, progressivement, abandonné leur champ statutaire historique pour pouvoir offrir leurs services à tout un chacun. En contrepartie, lesdites banques ont progressivement perdu les aménagements fiscaux dont elles bénéficiaient.

En outre, elles ont contribué à la modernisation de la finance française en étant pionnières dans l'apparition, puis le développement, de la bancassurance. Elles ont également joué un rôle important dans la consolidation du paysage bancaire

28. C'est encore le dispositif en vigueur avec Groupama.

29. V. « Mutuelles d'assurance et marché : un capitalisme pertinent », P. Martin in *Revue Risques*, n° 77. [https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques\\_77\\_0027.htm](https://www.ffsa.fr/webffsa/risques.nsf/html/Risques_77_0027.htm).

30. De la réforme Debré-Haberer (1966-1969) à la loi bancaire du 24 janvier 1984.

en rachetant, à la fin des années 80, l'essentiel des banques nationalisées en 1982 et ultérieurement privatisées. Dans ce cadre, elles ont été amenées à recourir directement, ou par filiale interposée, à la Bourse.

Avec cette évolution, elles ont été des acteurs significatifs de l'émergence de grands groupes bancaires de dimension internationale. Ce faisant elles constituent l'exemple de l'utilité économique et sociale des banques universelles. Notons que, sans doute, du fait de leur profond ancrage national, elles sont restées timides ou peu convaincantes dans leur tentative d'expansion à l'étranger, dans leurs opérations de banque de détail.

Dans le secteur de l'assurance, l'expansion de la classe moyenne a été accompagnée par le développement très rapide des mutuelles sans intermédiaires, appuyant leur croissance sur l'assurance automobile et l'assurance habitation, révélateurs de l'urbanisation de notre pays<sup>31</sup>. En cinquante ans, les mutuelles adhérentes au GEMA ont conquis une part prépondérante du marché : trois véhicules de particuliers sur cinq couverts et une habitation sur deux. Dans le domaine de la santé, ceci s'est traduit par l'extension des champs de prise en charge de la Sécurité sociale et, corrélativement, par la généralisation de l'assurance complémentaire<sup>32</sup>.

### 2.3 Les principaux défis d'après la grande crise financière de 2008

Les mutuelles du secteur de l'assurance n'ont, directement, pas été impactées par la grande crise financière de 2008. Toutefois d'autres phénomènes font surgir des questionnements sur leur future évolution.

Le premier a été le développement de la bancassurance, notamment par les banquiers coopératifs. Du fait d'un relatif retard de réaction, le secteur mutualiste capte une part limitée de l'assurance-vie, ce qui constitue un handicap dans un pays où l'épargne des ménages reste très élevée. Aussi, par souci de satisfaire au mieux un sociétariat en place, les mutuelles d'assurance diffusent une offre financièrement plus difficilement accessible à une part croissante de la population<sup>33</sup>. Enfin, le phénomène de concentration conduisant à de grands groupes, de nature à rassurer des contrôleurs de tempérament colbertiste, semble faire passer au second plan la satisfaction des attentes des consommateurs. Enfin, il faut noter l'apparition du phénomène du big data qui peut faire craindre la disparition des mécanismes traditionnels de mutualisation, au profit de la connaissance individuelle du risque.

---

31. Pour l'historique, v. le site du GEMA : <http://www.gema.fr/profil/reperes-historiques.html>.

32. Aujourd'hui, 96 % de la population est couverte par une assurance complémentaire santé, le secteur mutualiste occupant une place majoritaire quoiqu'en érosion.

33. Ceci est particulièrement le cas dans le domaine de la complémentaire santé. En particulier pour les jeunes en contrat à durée déterminée.

Les banques coopératives, actrices, comme leurs concurrentes capitalistiques, de la mondialisation financière, ont été impactées par la grande crise financière de 2008.

Du fait du faible développement de leurs activités de marché, l'essentiel des banques coopératives du monde en ont surtout été victimes. Les groupes bancaires coopératifs français ont, par leurs filiales opérant sur les marchés, été impactés. Toutefois, la solidarité et la confiance des sociétaires des « maisons mères<sup>34</sup> » ont permis de surmonter cette difficulté. La confiance accordée par les sociétaires, dans le renforcement des fonds propres de ces groupes coopératifs, permet de montrer le dogmatisme du postulat de la supériorité des marchés boursiers pour renforcer les fonds propres d'une banque traversant une période difficile.

En contrepartie de l'utile intervention financière des sociétaires, les banques coopératives françaises ont été conduites à « réinvestir » la question de l'actualisation au monde contemporain des valeurs coopératives<sup>35</sup>.

De surcroît, afin d'éviter d'apparaître « ringardes », lesdites banques doivent renforcer cette adaptation face à l'explosion de la « désintermédiation<sup>36</sup> » et à l'apparition de la nouvelle économie<sup>37</sup>.

Des évolutions significatives sont en cours : redécouverte des vertus de la proximité, initiation des démarches de traçabilité<sup>38</sup> ou développement des démarches d'utilité sociale<sup>39</sup>.

Cependant, ces évolutions sont ralenties ou occultées par la contrainte des régulateurs, qui confine parfois à une dérive bureaucratique.

Le défi essentiel pour les banques coopératives et des mutuelles d'assurance françaises sera de savoir maintenir, à un niveau élevé, leur utilité économique<sup>40</sup> tout en étant capables de retrouver une identité dans un monde ouvert où les critères sociologiques historiques de leurs statuts ne sont plus opérants. En bref, comment « reforcer », dans un monde ouvert, un « affectio societatis » coopératif tout en restant à la pointe du métier de banquier ? Comment servir des « consomacteurs » qui veulent être des acteurs des territoires et des citoyens contribuant à construire « un monde meilleur<sup>41</sup> » ?

34. Les banques coopératives qui assurent le contrôle du groupe bancaire.

35. V. les notes d'orientation pour les principes coopératifs de l'ACI.

36. Ex. Finance participative.

37. Économie collaborative, etc.

38. Révision coopérative généralisée par la loi sur l'Économie sociale et solidaire du 31 juillet 2014.

39. RSE, finance solidaire...

40. En particulier, il leur faudra réfléchir à la meilleure façon de revenir à la théorie du juste prix à destination des catégories les moins aisées financièrement (marketing du Bottom of the Pyramid – BoP).

41. Expression empruntée au slogan de l'Année internationale des coopératives, « Les coopératives : des

## Conclusion

Bien qu'indispensables au bon fonctionnement de l'économie « réelle », les banques sont menacées par la « finance » conçue comme un concept global, pour ne pas dire globalisant. Les fonctions de la banque sont tiraillées entre, ne plus être que des « commodités<sup>42</sup> » ou des « utilities »<sup>43</sup>.

L'assurance a de plus en plus de mal à faire reconnaître, à l'échelon, mondial ses spécificités<sup>44</sup>.

Aujourd'hui les autorités publiques imposent, avec une féroce intensité, aux opérateurs de la banque et de l'assurance cette injonction contradictoire : renforcement de la sécurité et banalisation commerciale. Une partie des pouvoirs publics, nationaux et européens, œuvre avec constance et détermination pour démanteler « les citadelles<sup>45</sup> » de la banque et de l'assurance. Une autre partie des mêmes institutions empile des strates d'obligations régulatrices et prudentielles. Au total, il semble que les responsables politiques donnent le sentiment de n'être plus capables de chevaucher le « Dragon de la Finance ».

En somme, ces tensions contradictoires font diminuer fortement et rapidement le degré de confiance des citoyens vis-à-vis de la banque et de l'assurance. Pourtant la confiance constitue l'« Ultima Ratio » de ces métiers.

Au XIX<sup>e</sup> siècle où, pour satisfaire aux besoins de progrès des populations, la voie coopérative et mutualiste a émergé comme l'alliance constructive entre la rationalité des sciences et des techniques avec le bon sens des citoyens, en ce début de XXI<sup>e</sup> siècle il semble souhaitable de permettre la convergence entre le besoin de réappropriation démocratique et les opportunités apportées par la « Révolution digitale », pour une « Renaissance » de la finance coopérative et mutualiste.

Ce stimulus coopératif s'esquisse dans les rangs de la jeunesse, avec le développement de la nouvelle économie (économie du partage, économie collaborative, etc.). Néanmoins, pour éviter les confusions et appropriations abusives, il sera nécessaire, grâce à la transparence, de montrer que les qualités professionnelles peuvent transformer en actions concrètes des valeurs coopératives qui sont leur blason. Ceci se traduira par des adaptations des modèles d'organisation et de

---

entreprises pour un monde meilleur ».

42. Biens de consommation courante pouvant être fournis par n'importe quel opérateur.

43. Des biens communs, tendant à n'être dispensés que par des institutions « bureaucratiques », indifférentes aux besoins de ceux qui ont recours à leurs services.

44. L'illustration de cela est la démarche du normalisateur comptable international (IASB) qui a voulu analyser les bilans des assureurs en donnant la primauté aux actifs détenus, plutôt qu'aux passifs représentatifs des engagements vis-à-vis des assurés.

45. Par ex. : en sortant les opérations de monétique du champ exclusif des banques, au profit des opérateurs de télécommunication.

fonctionnement. À cette aune, est-il certain que la course à la taille, avec le risque de « déshumanisation » qu'elle comporte, résultant du conformisme ambiant, serait la voie la plus efficace ?

# La Caisse des Dépôts, un investisseur « bicentenaire »

**Pierre-René Lemas**

Directeur Général  
Caisse des Dépôts

La Caisse des Dépôts, créée par la loi du 28 avril 1816, célèbre cette année son bicentenaire. Cet anniversaire de notre institution est l'occasion de rappeler l'importance et l'utilité de son rôle en faveur du développement économique du pays, et cela tout au long de son histoire. La Caisse des Dépôts a su sans cesse renouveler ses priorités au service de la nation ; son objet social est aujourd'hui rappelé dans le code monétaire et financier, en tant qu'« investisseur de long terme au service de l'intérêt général et du développement économique du pays ». La Caisse des Dépôts investit et prête en effet à long terme, principalement sur le territoire français, pour des projets structurants dans les territoires, mais aussi comme actionnaire minoritaire aux côtés d'investisseurs privés. Le Groupe Caisse des Dépôts réalise ainsi deux types d'interventions financières :

- Des investissements d'intérêt général, en faveur des nouvelles priorités stratégiques dans les territoires, ou des investissements financiers de long terme (actions, obligations, immobilier, capital-investissement, infrastructures), qui lui permettent de financer ses missions d'intérêt général.
- Des prêts à long terme, dans les champs du logement social et du développement territorial, auprès des acteurs des territoires, là aussi en lien avec nos priorités stratégiques.

Le modèle économique de la Caisse des Dépôts fait à la fois son originalité et son utilité, centré sur le concept de « foi publique », essentielle pour l'ensemble de ses missions. Ce modèle s'appuie sur des ressources stables, comme celles que constituent les dépôts de professions réglementées (en particulier les notaires), qui lui permettent d'investir à long terme, dans le cadre de son bilan propre. La Caisse des Dépôts gère également des mandats publics. Elle est enfin chargée de

la protection de l'épargne populaire. Concrètement, elle gère une large part de l'épargne réglementée des Français (Livret A, Livret de développement durable et Livret d'épargne populaire), dans un bilan spécifique intitulé le fonds d'épargne, instrument de la transformation de l'épargne populaire en prêts à très long terme et à des taux privilégiés en faveur de priorités économiques d'intérêt général des territoires.

Le bilan consolidé de la Caisse des Dépôts s'élève, fin 2014, à 150 milliards d'euros, dont près de 30 milliards d'euros de fonds propres ; ce bilan intègre les dépôts des professions réglementées. Il porte les participations dans les filiales et les participations stratégiques, les portefeuilles financiers et surtout l'ensemble de nos investissements dans les projets de territoires. Quant au fonds d'épargne, son total s'élève, à la même période, à 261 milliards d'euros, dont 18 milliards de fonds propres et 243 milliards de dépôts d'épargne réglementée (en partie centralisée à la Caisse des Dépôts), sur les 412 milliards d'euros d'épargne collectée par les réseaux bancaires. Parmi ses emplois, les prêts à très long terme à l'économie comptent pour 168 milliards d'euros.

Dans notre nouveau plan stratégique, j'ai organisé nos priorités d'investissement en quatre transitions, qui traduisent les grands enjeux économiques et les mutations auxquels est, à mon sens, confrontée notre économie.

## **1. Transition écologique et énergétique (TEE)**

L'impératif de transformation de la société et de l'économie, vers un modèle sobre en ressources non renouvelables et en gaz à effet de serre, doit être en même temps un vecteur d'innovation et de compétitivité, un levier de création d'emplois et de réduction des inégalités sociales. La transition énergétique concerne nos métiers de l'immobilier et du logement avec le financement de l'efficacité énergétique ; nous soutenons les énergies renouvelables (ENR) dans le secteur de l'énergie, ou encore intégrons la TEE dans le champ de la mobilité. Plus largement, c'est l'ensemble de nos portefeuilles financiers et de nos activités que nous devons progressivement adapter pour atteindre les objectifs fixés par les États dans l'Accord de Paris.

## **2. Transition numérique**

L'impératif de modernisation par la transition numérique concerne d'abord les métiers du Groupe Caisse des Dépôts lui-même ; nos actions portent également sur l'accompagnement par Bpifrance de la transition numérique des entreprises, ainsi que sur le développement des infrastructures numériques en tant qu'investis-

seur ou en tant que prêteur, ou encore sur la contribution au développement des « smart cities », allant de l'ingénierie et du financement à l'intervention comme opérateur.

### **3. Transition démographique**

Nous souhaitons porter une attention particulière à la jeunesse, en intensifiant nos actions en direction des parcours étudiants, pour leur intégration dans la vie active (via l'entrepreneuriat notamment), et l'accès au logement, ou encore dans le champ de la prévention de la précarité. Dans le contexte du vieillissement de la population et pour répondre aux besoins des personnes âgées, de nouvelles initiatives ont été conduites : comme la création du fonds Certivia de viager intermédié, pour la mobilisation du patrimoine immobilier des séniors ; ou le développement de nouveaux produits d'assurance retraite, pour une plus grande adaptabilité des logements pour les personnes vieillissantes ; ou encore, en appui aux collectivités locales avec le développement des services aux personnes âgées.

### **4. Transition territoriale enfin**

La Caisse des Dépôts doit accompagner les territoires dans leurs mutations, qu'elles découlent d'abord des transitions déjà mentionnées (énergétique et écologique, numérique et démographique) mais aussi des nouveaux enjeux économiques des territoires, avec l'émergence des métropoles comme lieux de création de richesse et d'emplois, et leur nécessaire articulation avec les territoires environnants. La Caisse des Dépôts est soucieuse d'appuyer les nouvelles dynamiques territoriales, et bien sûr d'assurer l'accompagnement des différents volets de la réforme territoriale. Les directions régionales, sur le terrain, sont au premier plan de ces évolutions et articulent les offres du Groupe au plus près des besoins des territoires.

Ces transitions font l'objet de réflexions stratégiques internes, puis de feuilles de route pour l'ensemble de nos métiers, tant de l'établissement public que de nos filiales. Ces transitions enfin ont une dimension transversale au sein du Groupe, mais aussi au sein de notre économie, en ce sens qu'elles sont à la fois porteuses de nouvelles filières, et réorganisent nos systèmes économiques et nos territoires. C'est donc à travers leur prisme que nous agissons pour la relance de l'investissement dans notre pays, qui demeure notre priorité de court terme.

Comme je le rappelais en introduction, une institution comme la Caisse des Dépôts, investisseur de long terme, est particulièrement à même d'accompagner ces transitions et les investissements qu'elles impliquent. Même si les ressources

auxquelles ces investissements s'adosent sont juridiquement de court terme, leur stabilité permet à la Caisse des Dépôts d'investir une partie substantielle de ses actifs à long terme, dans le respect des équilibres de bilan. Cette approche de long terme permet de soutenir des projets à longue échéance, à retour assez long ou peu liquides, innovants ou structurants, ou permet encore d'inciter les entreprises à développer des stratégies longues, autant de projets à fort retour pour le développement économique, les transitions, ou encore la cohésion sociale. Nous sommes souvent partenaires avec d'autres investisseurs dans les projets de territoires, réalisant ainsi par notre engagement un effet de levier, essentiel pour des réalisations importantes comme de nouvelles infrastructures.

Côté fonds d'épargne, la stabilité des dépôts du Fonds d'épargne, liée à celle des comportements des épargnants, permet également à celui-ci d'être un financeur de très long terme, avec les prêts d'intérêt général aux collectivités territoriales et aux organismes de logements sociaux, qui peuvent s'étendre jusqu'à soixante ans.

De par son identité, symbolisée par sa devise « foi publique », la Caisse des Dépôts se veut un investisseur exemplaire. Ainsi les questions liées aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) doivent donc, pour assurer le caractère avisé et exemplaire de ses investissements, être pleinement intégrées à tous les niveaux de gestion et de décision. Elle a concrétisé cette volonté dans la signature de plusieurs engagements volontaires, comme les PRI. Elle est persuadée que l'intérêt général, le développement économique et l'approche de long terme sont indissociables d'une approche responsable. Elle cherche ainsi à jouer un rôle d'entraînement et de soutien sur la place financière de Paris ou auprès d'autres investisseurs, en particulier en favorisant le financement des projets, des infrastructures ou des entreprises qui ont un rôle clé dans le développement et la croissance de long terme, en direct ou au travers de ses filiales.

En termes de gestion de son portefeuille, la Caisse des Dépôts développe une politique d'investissement à moyen-long terme, fondé sur un horizon de mesure du capital économique et de ses projections financières de cinq ans, une vision d'investissement incluant les différentes dimensions du capital (capital humain, capital naturel, capital de réputation), et une vision responsable. Pour prendre l'exemple de nos investissements en actions, cette approche se traduit par une gestion active, *bottom-up*, qui privilégie l'analyse fondamentale des sociétés, tant financière qu'économique, juridique, sociale, environnementale et de gouvernance, des notions que l'on regroupe fréquemment sous le terme d'analyse extra-financière bien que ces enjeux puissent avoir des conséquences très financières ! Les titres sont détenus sur plusieurs années, ce qui permet de développer une connaissance fine de l'entreprise, via des échanges directs et réguliers avec la direction de ces sociétés. Ces échanges sont l'occasion de mettre en œuvre concrè-

tement une politique d'engagement actionnarial sur toutes les préoccupations d'investissement responsable (environnementales, sociétales ou de gouvernance) et plus globalement, la stratégie de long terme de l'entreprise. Pour présenter cette démarche, une charte d'investisseur responsable du groupe a été définie, qui rappelle la prise en compte explicite, dans les processus de gestion, des facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance affectant les titres de notre portefeuille. Enfin, la Caisse des Dépôts remplit pleinement son rôle d'actionnaire par un vote systématique à toutes les assemblées générales, souvent précédé d'échanges avec la société sur les résolutions soumises au vote, en conformité avec les principes de vote et le guide de vote validés par la direction générale. S'agissant d'influence sur les comportements des entreprises, ces pratiques seront d'autant plus efficaces qu'elles seront partagées. C'est d'ailleurs de plus en plus le cas pour ce qui est des votes en assemblée par exemple.

Enfin, la Caisse des Dépôts compte jouer pleinement son rôle dans la lutte contre le changement climatique. L'année de la COP 21, en France, a été l'occasion pour notre institution de prendre de nouveaux engagements publics, renforçant notre poids dans l'accompagnement et le financement des transitions :

- En tant qu'investisseur institutionnel, nous avons décidé d'adhérer à l'Engagement de Montréal sur le carbone, et nous prenons donc l'engagement de rendre public et de réduire l'empreinte carbone de nos portefeuilles de placements.
- Cela se traduira par une politique actionnariale, encore plus active, sur les questions énergétiques et climatiques auprès des sociétés que nous avons en portefeuille. Nous allons très prochainement leur adresser une première enquête à ce sujet, et escomptons un dialogue constructif afin de définir ensemble des objectifs de performance en la matière.
- En tant que prêteur public, nous nous engageons également à faciliter l'action du secteur financier privé en faveur du climat. Nous mettons nos moyens et nos ingénieries au service de la création d'actifs verts, qui répondront aux attentes des investisseurs responsables et des collectivités et entreprises engagées dans des projets bas-carbone. À cet égard, nous avons pour ambition de mobiliser quinze milliards d'euros d'ici 2017.

L'ensemble de ces objectifs s'inscrivent entièrement dans les missions qui ont toujours été les nôtres au service du pays.



# ANNEXE

---

## Données statistiques

**Christian Pfister**

**266** Évolution du nombre des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des établissements de paiement en France et des établissements de crédit à Monaco

**267** Évolution du nombre d'organismes d'assurance

**Activité des établissements de crédit (territoire métropolitain) :**

**268** Concours à la clientèle non financière résidente

**270** Dépôts de la clientèle non financière résidente

**271** Entreprises d'assurance

**Placements et financements :**

**272** Sociétés d'assurance et fonds de pension

**273** Ménages et ISBLSM

**274** Sociétés non financières

**275** Souscriptions de titres d'Opcvm

**275** Opcvm monétaires

**276** Titres de créances négociables

**277** Systèmes de paiement de masse

**278** Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

*Réalisation : Banque de France*

## Évolution du nombre des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des établissements de paiement en France et des établissements de crédit à Monaco

	2013	2014	Variation (nombre)
<b>Établissements de crédit agréés en France</b>			
<b>Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque</b>	<b>300</b>	<b>296</b>	<b>-4</b>
1.1 Banques	190	187	-3
dont succursales d'établissements ayant leur siège dans les pays tiers	21	21	-
1.2 Banques mutualistes ou coopératives	92	91	-1
1.3 Caisses de crédit municipal	18	18	-
<b>Sociétés financières</b>	<b>250</b>	<b>106</b>	<b>-144</b>
<b>Établissements de crédit spécialisés (ex sociétés financières et IFS à fin 2013)</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>-</b>
<b>SOUS-TOTAL</b>	<b>550</b>	<b>402</b>	<b>-148</b>
<b>Succursales établissements de crédit de l'Espace économique européen relevant du libre établissement</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL FRANCE</b>	<b>612</b>	<b>467</b>	<b>-148</b>
<b>Établissements de crédit agréés à Monaco</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>-1</b>
<b>TOTAL FRANCE ET MONACO</b>	<b>639</b>	<b>490</b>	<b>-149</b>
<b>Sociétés de financement (sf)</b>			
Sociétés de financement		112	112
Double statut : Sociétés de financement et entreprises d'investissement		2	2
Double statut : Sociétés de financement et établissement de paiement		20	20
<b>TOTAL</b>		<b>136</b>	<b>134</b>
<b>Entreprises d'investissement</b>			
Entreprises d'investissement agréées par l'ACPR	91	83	-8
Succursales d'entreprises d'investissement relevant du libre établissement	45	50	5
<b>TOTAL</b>	<b>136</b>	<b>133</b>	<b>-3</b>
<b>Établissements de paiement</b>			
Établissements de paiement agréées par l'ACPR	19	21	2
Succursales d'établissements de paiement relevant du libre établissement	7	9	3
<b>TOTAL</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>4</b>
<b>Établissements de monnaie électronique</b>			
Établissements de monnaie électronique agréées par l'ACPR	3	4	1
Succursales d'établissements de monnaie électronique relevant du libre établissement	3	5	2
<b>TOTAL</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>

*Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*

## Évolution du nombre d'organismes d'assurance

	31.12.13	31.12.14	Variation
<b>Nombre d'organismes d'assurances</b>			
Sociétés d'assurance vie et mixtes	97	93	-4
Sociétés d'assurance non-vie	212	206	-6
<b>Soit total entreprises d'assurance</b>	<b>309</b>	<b>299</b>	<b>-10</b>
Sociétés de réassurance	16	15	-1
Succursales de pays tiers	4	4	-
<b>Code des assurances</b>	<b>329</b>	<b>318</b>	<b>-11</b>
Institutions de prévoyance	46	41	-5
<b>Code de la Sécurité sociale</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>-5</b>
Mutuelles livre II	599	550	-49
<i>dont mutuelles substituées</i>	203	179	-24
<b>Code de la mutualité</b>	<b>599</b>	<b>550</b>	<b>-49</b>
<b>Total des organismes recensés agréés ou dispensés d'agrément</b>	<b>974</b>	<b>909</b>	<b>-65</b>

*Source : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution*

## Activité des établissements de crédit (territoire métropolitain)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel en pourcentage)

<b>Concours à la clientèle non financière résidente</b>						
	Sociétés financières	Entrepreneurs individuels	Particuliers et adminis- trations privées	Assurances	Adminis- trations publiques	Total
<b>Décembre 2009</b>						
Investissement	294,177	-	-	4,406	155,156	453,739
Trésorerie	185,703	150,288	12,538	3,412	27,986	379,927
Habitat	205,913	659,398	78,184	ND	ND	ND
Autres	83,499	31,827	57,076	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>769,292</b>	<b>841,513</b>	<b>147,798</b>	<b>28,54</b>	<b>194,529</b>	<b>1981,672</b>
<b>Décembre 2010</b>						
Investissement	308,836	-	-	4,461	163,811	477,108
Trésorerie	179,717	151,736	12,658	2,66	42,484	389,255
Habitat	216,173	713,513	84,6	ND	ND	ND
Autres	76,056	31,506	56,5	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>780,782</b>	<b>896,755</b>	<b>153,758</b>	<b>35,773</b>	<b>218,608</b>	<b>2085,676</b>
<b>Décembre 2011</b>						
Investissement	322,539	-	-	4,754	170,32	497,613
Trésorerie	187,541	149,318	11,746	4,499	12,588	365,692
Habitat	224,594	757,135	89,914	ND	ND	ND
Autres	81,234	33,662	59,135	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>815,908</b>	<b>940,115</b>	<b>160,795</b>	<b>35,001</b>	<b>195,068</b>	<b>2146,887</b>
<b>Décembre 2012</b>						
Investissement	329,513	-	-	4,333	175,925	509,771
Trésorerie	174,056	148,866	11,494	3,475	13,148	351,039
Habitat	233,497	784,109	90,075	ND	ND	ND
Autres	81,998	34,339	57,793	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>819,064</b>	<b>967,314</b>	<b>159,362</b>	<b>40,659</b>	<b>207,199</b>	<b>2193,598</b>
<b>Décembre 2013</b>						
Investissement	331,183	-	-	4,091	178,337	513,611
Trésorerie	167,476	145,865	11,403	4,114	16,88	345,738
Habitat	236,769	814,627	92,385	ND	ND	ND
Autres	81,315	36,154	56,17	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>816,743</b>	<b>996,646</b>	<b>159,958</b>	<b>50,192</b>	<b>213,985</b>	<b>2237,524</b>

## Activité des établissements de crédit (territoire métropolitain)

(suite)

### Concours à la clientèle non financière résidente

	Sociétés financières	Entrepreneurs individuels	Particuliers et adminis- trations privées	Assurances	Adminis- trations publiques	Total
<b>Décembre 2014</b>						
Investissement	338,624	-	-	3,117	176,061	517,802
Trésorerie	175,626	147,556	11,948	4,221	18,532	357,883
Habitat	243,041	833,1	94,3	ND	ND	ND
Autres	81,087	37,7	53,8	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>838,378</b>	<b>1018,394</b>	<b>160,002</b>	<b>59,126</b>	<b>215,675</b>	<b>2291,575</b>
<b>Décembre 2015</b>						
Investissement	353,522	-	-	3,555	177,61	534,687
Trésorerie	197,02	152,98	12,1	4,533	19,036	385,669
Habitat	251,759	866,4	97,6	ND	ND	ND
Autres	71,781	36,0	52,6	ND	ND	ND
<b>Total</b>	<b>874,082</b>	<b>1055,333</b>	<b>162,341</b>	<b>62,389</b>	<b>218,241</b>	<b>2372,386</b>
Répartition par secteur bénéficiaire	36,8	44,5	6,8	2,6	9,2	100

<b>Dépôts de la clientèle non financière résidente</b>					
	Sociétés non financières	Ménages et assimilés	Administrations publiques hors admin. centrales	Autres agents	Total
<b>Décembre 2009</b>					
Dépôts à vue	166,9	262,4	51,7	33	513,7
Comptes sur livret	-	501,1	-	-	501,1
Dépôts à terme ≤ 2ans	55,1	30,4	0,6	45,1	131,3
Dépôts à terme > 2ans	22,5	241,4	0,4	98,1	362,4
<b>Total</b>	<b>244,5</b>	<b>1 035,3</b>	<b>52,7</b>	<b>176,2</b>	<b>1 508,5</b>
<b>Décembre 2010</b>					
Dépôts à vue	182,5	278,4	55,4	39,1	555,1
Comptes sur livret	-	518,8	-	-	518,8
Dépôts à terme ≤ 2ans	63,9	24,5	0,7	44,2	133,4
Dépôts à terme > 2ans	34	248	0,6	94,4	377
<b>Total</b>	<b>280,4</b>	<b>1 069,7</b>	<b>56,7</b>	<b>177,7</b>	<b>1 584,3</b>
<b>Décembre 2011</b>					
Dépôts à vue	203,3	284,4	58,6	39,3	585,1
Comptes sur livret	-	559,3	-	-	559,3
Dépôts à terme ≤ 2ans	75,5	31,7	1	42,7	150,9
Dépôts à terme > 2ans	46,6	259	1,1	177	483,7
<b>Total</b>	<b>325,4</b>	<b>1 134,4</b>	<b>60,7</b>	<b>259</b>	<b>1 779</b>
<b>Décembre 2012</b>					
Dépôts à vue	214,7	279,2	62	42,5	598
Comptes sur livret	-	611,7	-	-	611,7
Dépôts à terme ≤ 2ans	79,9	30,9	0,9	40,7	152,5
Dépôts à terme > 2ans	58,1	269,4	1,4	154,7	483,5
<b>Total</b>	<b>352,7</b>	<b>1 191,2</b>	<b>64,3</b>	<b>237,9</b>	<b>1 845,7</b>
<b>Décembre 2013</b>					
Dépôts à vue	231,2	295,5	55,7	35,7	618,1
Comptes sur livret	-	625,1	-	-	625,1
Dépôts à terme ≤ 2ans	87,7	28,6	1	33,4	150,7
Dépôts à terme > 2ans	65,5	274,9	1,9	157	499,3
<b>Total</b>	<b>384,4</b>	<b>1 224,1</b>	<b>58,6</b>	<b>226,1</b>	<b>1 893,2</b>
Répartition par secteur bénéficiaire		20,3	64,7	3,1	11,9
<b>Décembre 2014</b>					
Dépôts à vue	254,1	314,2	58,3	43,6	669,8
Comptes sur livret	-	615,8	-	-	615,8
Dépôts à terme ≤ 2ans	85,1	28	1,6	41,6	156,3
Dépôts à terme > 2ans	72,2	289,6	2,1	92,6	456,5
<b>Total</b>	<b>411,4</b>	<b>1 247,6</b>	<b>62</b>	<b>177,8</b>	<b>1 898,4</b>
<b>Décembre 2015</b>					
Dépôts à vue	296,2	348,5	67,1	55,2	766,5
Comptes sur livret	-	608	-	-	608
Dépôts à terme ≤ 2ans	73,8	15,7	0,7	45,2	135,4
Dépôts à terme > 2ans	84,5	318,9	2,2	89,8	495,4
<b>Total</b>	<b>454,5</b>	<b>1 291,1</b>	<b>70</b>	<b>190,2</b>	<b>2 005,3</b>
Répartition par secteur bénéficiaire	22,7	64,4	3,5	9,5	100

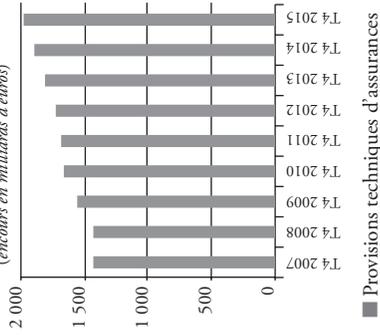
## Entreprises d'assurance (encours en milliards d'euros)

	T4 2007	T4 2008	T4 2009	T4 2010	T4 2011	T4 2012	T4 2013	T4 2014	T4 2015
<b>Éléments de passif</b>									
Titres hors actions et produits financiers dérivés	7,1	6,8	6,8	6,6	8,5	9,3	11,2	15,9	17,5
Crédit	66,0	71,8	67,6	79,4	70,8	77,2	88,4	99,7	104,5
Crédits court terme	40,6	35,5	38,1	48,4	37,5	43,1	53,2	64,0	66,9
Crédit long terme	25,4	36,3	29,6	31,0	33,3	34,1	35,2	35,7	37,6
Actions	104,1	94,3	100,7	107,4	96,2	99,6	115,6	128,8	118,9
Actions cotées	16,4	10,7	13,3	11,6	9,2	11,4	15,3	14,9	15,2
Actions non cotées et autres participations	87,6	83,6	87,4	95,9	87,1	88,2	100,3	113,9	103,7
Provisions techniques d'assurances	1422,4	1427,3	1547,5	1660,6	1680,7	1735,7	1811,0	1897,8	1970,3

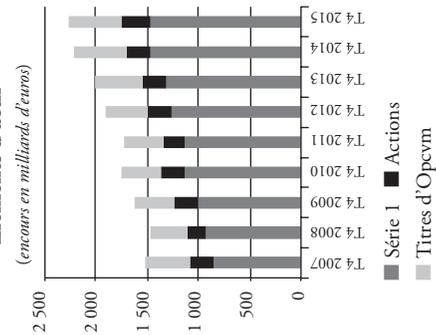
## Éléments d'actif

Numéraires et dépôts	15,2	17,0	15,6	17,8	26,8	29,4	33,7	38,4	41,0
Titres hors actions et produits financiers dérivés	860,2	919,6	1018,9	1147,2	1139,2	1275,5	1319,4	1461,0	1464,6
Crédit	29,5	30,0	34,8	35,3	34,1	35,2	36,1	37,2	38,6
Crédits court terme	14,7	15,0	19,5	19,3	17,8	18,4	18,8	19,6	20,7
Crédit long terme	14,8	15,1	15,3	15,9	16,4	16,8	17,3	17,6	17,8
Actions	225,2	178,4	207,7	211,7	205,4	208,7	232,5	252,6	281,5
Actions cotées	99,2	57,7	82,9	79,7	67,2	66,7	78,7	80,0	90,2
Actions non cotées et autres participations	126,0	120,7	124,9	132,0	138,1	142,0	153,8	172,6	191,3
Titres d'OPCVM	447,4	360,0	402,3	398,6	379,0	433,5	450,3	494,1	524,8
Titres d'OPCVM monétaires	54,2	62,7	58,5	50,8	64,6	84,8	61,6	66,1	67,6

## Éléments de passif (encours en milliards d'euros)



## Éléments d'actif (encours en milliards d'euros)



## Placements et financements *(encours en milliards d'euros)*

	T4 2007	T4 2008	T4 2009	T4 2010	T4 2011	T4 2012	T4 2013	T4 2014	T4 2015
<b>Sociétés d'assurance et fonds de pension</b>									
<b>Placements financiers</b>									
Numéraires et dépôts	15,2	17,0	15,6	17,8	26,8	29,4	33,7	38,4	41,0
Titres de créance à court terme	22,0	22,5	11,1	17,7	36,2	29,9	25,3	24,3	26,5
Titres de créance à long terme	838,2	897,1	1007,8	1129,5	1103,1	1245,7	1294,1	1436,7	1438,0
Crédits	29,5	30,0	34,8	35,3	34,1	35,2	36,1	37,2	38,6
Actions et autres participations	672,6	538,4	610,1	610,3	584,4	642,2	682,8	746,8	806,3
dont actions cotées	99,2	57,7	82,9	79,7	67,2	66,7	78,7	80,0	90,2
Actifs net résiduels	-2,8	2,0	0,9	2,6	3,4	4,2			
<b>Financement</b>									
Titres de créance	7,1	6,8	6,8	6,6	8,5	9,3	11,2	15,9	17,5
Crédits	66,0	71,8	67,6	79,4	70,8	77,2	88,4	99,7	104,5
Actions et autres participations	104,1	94,3	100,7	107,4	96,2	99,6	115,6	128,8	118,9
Provisions techniques d'assurance	1422,4	1427,3	1547,5	1660,6	1680,7	1735,7	1811,0	1897,8	1970,3
Assurance vie	1202,6	1211,2	1315,3	1414,5	1430,1	1475,8	1535,4	1604,6	1660,1
Assurance dommages	219,9	216,1	232,2	246,0	250,6	259,9	275,6	293,2	310,2

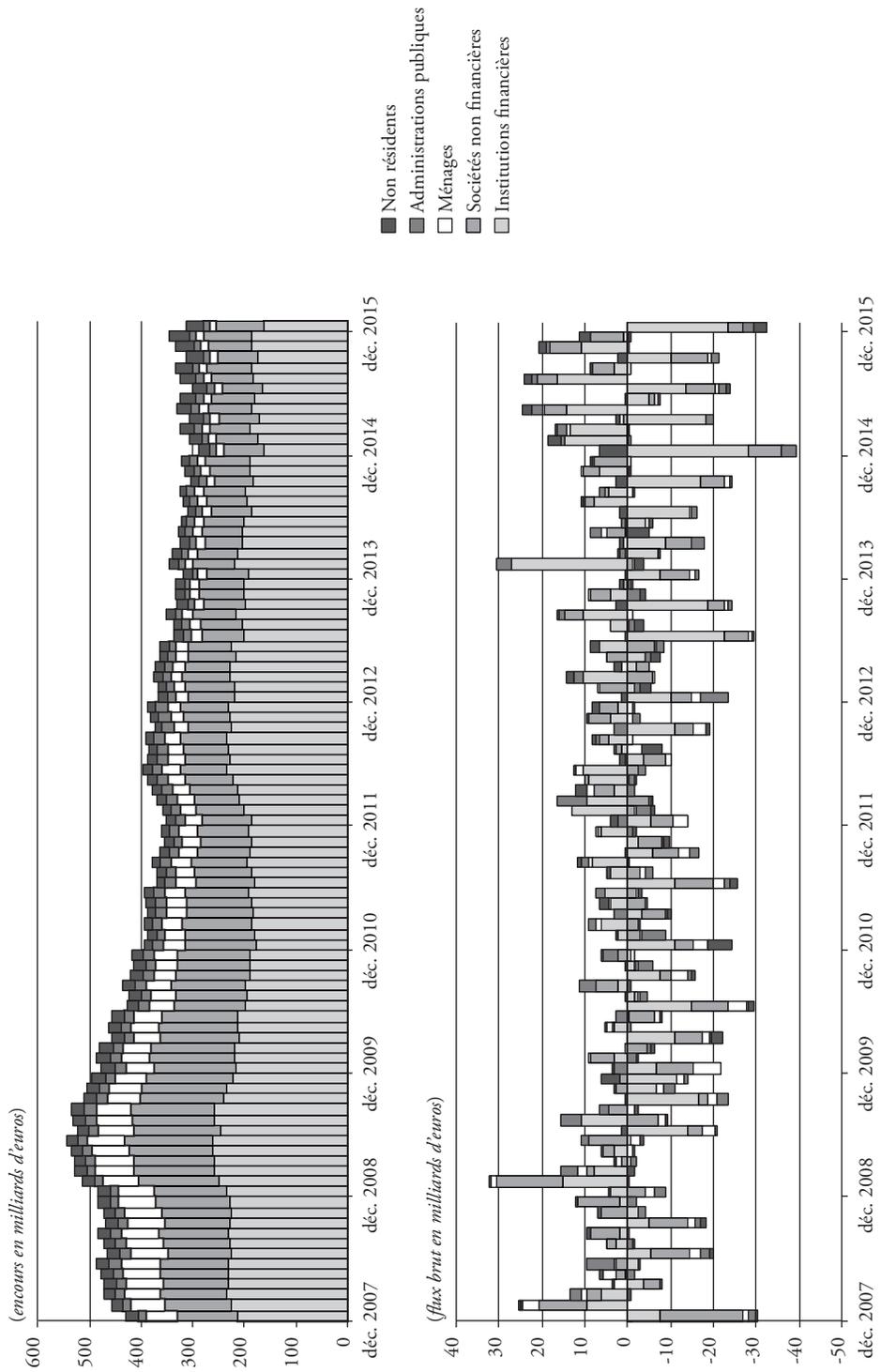
	T4 2007	T4 2008	T4 2009	T4 2010	T4 2011	T4 2012	T4 2013	T4 2014	T4 2015
<b>Ménages et ISBLSM</b>									
<b>Placements financiers</b>									
Numéraires et dépôts	1048,9	1094,4	1110,5	1146,2	1216,0	1268,7	1301,0	1328,3	1378,5
Titres de créance à court terme	16,6	16,5	16,6	16,3	17,9	18,9	18,4	18,6	10,9
Titres de créance à long terme	59,6	63,8	75,5	68,1	66,1	74,1	68,6	60,3	58,2
Actions et autres participations	1264,2	928,4	1018,2	1078,5	1023,7	1139,3	1224,3	1245,3	1354,5
dont actions cotées	206,4	110,5	142,7	161,2	134,5	150,3	175,3	189,4	228,8
dont actions non cotées et autres participations	744,8	744,8	532,9	586,0	636,3	618,7	701,2	748,4	753,7
786,0									
dont titres d'OPCVM	313,0	285,0	289,5	281,0	270,5	287,7	300,7	302,3	339,7
dont titres d'OPCVM monétaires	60,7	78,2	58,9	40,3	31,6	23,3	17,8	13,9	16,6
Provisions techniques d'assurance	1290,0	1291,6	1397,7	1499,6	1521,0	1571,5	1635,8	1712,0	1769,4
Actifs net résiduels	-16,6	18,0	22,1	28,8	44,3	49,3			
<b>Financement</b>									
Crédits	905,3	968,4	1018,8	1073,2	1128,2	1152,9	1176,1	1196,2	1235,5

## Sociétés non financières

(encours en milliards d'euros)

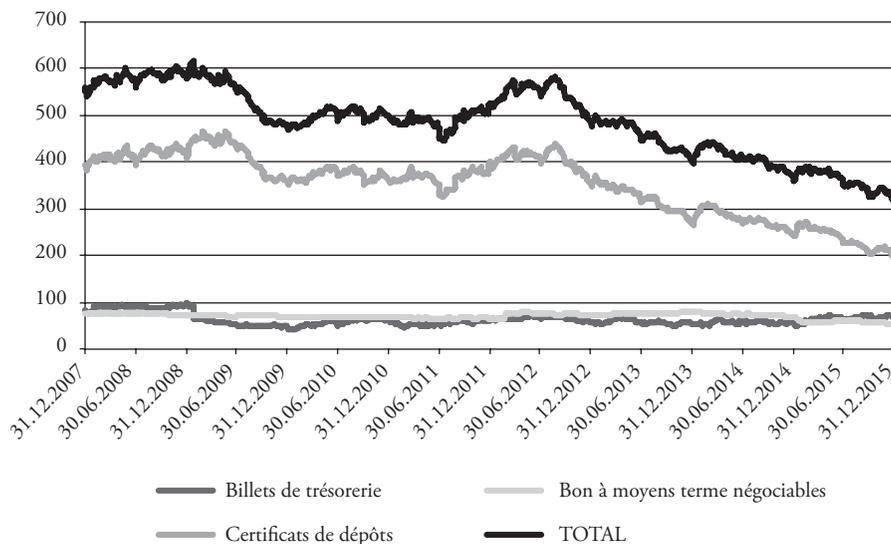
	T4 2007	T4 2008	T4 2009	T4 2010	T4 2011	T4 2012	T4 2013	T4 2014	T4 2015
<b>Placements financiers</b>									
Numéraires et dépôts	256,6	270,8	295,3	338,8	381,0	412,2	452,1	477,8	529,0
Titres de créance	88,3	83,9	62,3	64,1	78,3	68,8	57,7	55,5	51,7
Crédits	935,7	990,9	964,7	978,0	1063,8	1090,5	1117,8	1136,8	1147,6
Actions et autres participations	3344,4	2107,6	2556,2	2708,9	2413,0	2867,6	3176,7	3451,7	3839,4
Provisions techniques d'assurance	45,8	47,4	49,1	50,5	47,1	47,6	48,0	48,7	49,3
Actifs nets résiduels	75,2	11,8	3,8	2,2	-24,9	-30,0			
<b>Financements</b>									
Endettement	2022,9	2172,1	2184,0	2232,7	2405,1	2517,7	2546,8	2662,3	2728,8
Crédits	1760,7	1886,5	1829,2	1847,1	1993,6	2028,7	2051,7	2077,6	2122,4
Titres de créance	262,3	285,6	354,8	385,5	411,5	489,0	495,1	584,7	606,3
Actions et autres participations	5009,3	3224,4	3694,6	4007,8	3723,5	4128,3	4582,5	4852,0	5252,0
Actions cotées	1499,1	890,8	1078,7	1141,0	988,7	1112,5	1325,2	1392,1	1512,4
Actions non cotées et autres participations	3510,2	2333,6	2615,9	2866,8	2734,8	3015,8	3257,3	3460,0	3739,6

## Opvm monétaires



## Titres de créances négociables

(encours journaliers en milliards d'euros)



Source : Banque de France - DSF - STCN.

## Systèmes de paiement de masse

Moyenne quotidienne en millions d'euros								
Évolution annuelle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Images chèques	6533	5700	5590	5478	4947	3986	3662	3509
Virements	8383	8378	8865	9646	10167	10827	11185	11936
Virements SEPA (SCT)	29	95	683	2555	4130	5967	10701	11936
Prélèvements	1814	1801	1827	1938	2004	2048	1868	2079
TIP	147	143	133	130	131	129	125	110
Téléversements	1061	1082	1141	1343	1491	1766	1872	1730
LCR/BOR	1523	1250	1138	1142	1079	981	964	862
Paiements par cartes	921	957	1009	1085	1152	1200	1248	1269
Retraits par cartes	142	143	140	145	146	147	149	149
<b>Total</b>	<b>20554</b>	<b>19550</b>	<b>19844</b>	<b>20907</b>	<b>21116</b>	<b>21085</b>	<b>21073</b>	<b>21644</b>

\* Hors opérations connexes (annulations, rejets, ordres à caractère administratif)

Moyenne quotidienne en milliers d'opérations								
Évolution annuelle	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Images chèques	10996	10206	9507	9112	8588	8040	7555	6933
Virements	7413	7461	7356	7549	7593	7722	7927	8150
Virements SEPA (SCT)	13	39	270	1400	2154	3641	7608	8150
Prélèvements	7864	8165	8194	8502	8680	8737	8603	8904
TIP	425	394	364	342	320	301	280	244
Téléversements	47	56	66	76	101	127	150	137
LCR/BOR	355	332	311	303	291	281	277	264
Paiements par cartes	19219	20420	21505	22969	24489	25868	27405	28419
Retraits par cartes	2462	2456	2375	2422	2407	2397	2409	2341
<b>Total</b>	<b>48794</b>	<b>49530</b>	<b>49677</b>	<b>51275</b>	<b>52469</b>	<b>53472</b>	<b>54607</b>	<b>55391</b>

\* Hors opérations connexes (annulations, rejets, ordres à caractère administratif).

## Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

Capitaux échangés	<i>(moyenne quotidienne en milliards d'euros)</i>						
Nombre de jours ouverts	2009 256 jrs	2010 258 jrs	2011 257 jrs	2012 256 jrs	2013 255 jrs	2014 255 jrs	2015 256 jrs
<b>TARGET</b>							
Allemagne	669	829	818	764	594	615	620
Autriche	28	27	27	25	21	29	26
Belgique	106	95	106	104	84	86	83
Chypre	2	2	2	3	1	1	0
Estonie	-	-	1	1	1	1	1
Espagne	356	342	367	345	255	244	224
Finlande	28	35	47	85	39	39	38
<b>France</b>	<b>366</b>	<b>365</b>	<b>398</b>	<b>431</b>	<b>343</b>	<b>340</b>	<b>309</b>
Grèce	29	28	23	20	34	26	24
Irlande	30	30	21	17	15	15	11
Italie	126	129	129	128	147	162	157
Lettonie	<i>à compter de 2014</i>					1	7
Lituanie						0	14
Luxembourg	40	40	57	70	67	68	65
Malte	0	0	0	1	0	0	1
Pays-Bas b)	287	300	308	412	272	232	218
Portugal	17	20	22	14	11	11	8
Slovaquie	3	3	3	3	2	3	2
Slovénie	2	2	2	3	2	3	2
EPM (BCE)	47	37	36	35	29	39	90
<b>Total TARGET zone euro</b>	<b>2 136</b>	<b>2 283</b>	<b>2 368</b>	<b>2 462</b>	<b>1 917</b>	<b>1 915</b>	<b>1 902</b>
Total TARGET hors zone euro	17	16	15	15	18	16	29
Total TARGET c)	2 153	2 299	2 383	2 477	1 935	1 931	1 931
<b>Autres systèmes</b>							
Euro1 d)	255	241	249	226	191	186	196
Royaume Uni	283	278	286	345	324	331	368
Chaps Sterling	283	278	286	345	324	331	368
États-Unis	2 834	2 914	3 053	2 989	3 279	3 823	4 330
Fedwire	1 797	1 821	1 899	1 858	2 140	2 652	2 986
Chips	1 037	1 093	1 154	1 131	1 140	1 172	1 344
Japon	960	1 077	1 319	2 042	1 819	1 787	2 182
FEYCS	100	180	406	970	919	895	1 171
BOJNET	860	897	913	1 072	900	892	1 011
<b>Systèmes multi-devises</b>							
CLS	2 431	3 114	3 424	3 654	3 772	3 839	4 273

## Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne

Volumes échangés a)	<i>(moyenne quotidienne en nombre d'opérations)</i>						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nombre de jours ouverts	256 jrs	258 jrs	257 jrs	256 jrs	251 jrs	255 jrs	256 jrs
<b>TARGET</b>							
Allemagne	174 602	173 218	172 884	175 611	179 655	172 560	171 333
Autriche	6 539	5 266	6 294	6 711	4 719	4 525	4 671
Belgique	8 517	9 454	10 265	9 955	9 322	10 169	9 146
Chypre	389	466	515	613	872	544	486
Estonie	-	-	329	360	417	616	1 646
Espagne	29 580	29 195	29 509	29 760	30 105	28 420	28 908
Finlande	1 652	1 589	1 571	1 611	1 596	1 620	1 605
<b>France</b>	<b>29 761</b>	<b>31 850</b>	<b>34 139</b>	<b>33 830</b>	<b>35 753</b>	<b>36 791</b>	<b>34 859</b>
Grèce	5 692	5 904	5 861	4 335	4 292	3 322	3 039
Irlande	4 824	4 961	4 376	4 012	3 589	3 589	3 185
Italie	33 824	33 649	33 643	34 837	40 711	45 147	36 731
Lettonie						1 397	1 746
Lituanie						424	3 920
Luxembourg	2 847	3 033	3 229	3 509	4 398	4 881	5 194
Malte	59	65	72	157	236	299	333
Pays-Bas b)	36 930	33 304	32 490	33 144	31 300	25 040	20 707
Portugal	4 190	4 206	4 165	4 166	4 276	4 751	4 280
Slovaquie	606	582	730	1 090	1 255	1 003	1 041
Slovénie	3 073	3 023	3 039	2 786	2 697	2 781	2 572
EPM (BCE)	312	333	379	553	590	679	725
<b>Total TARGET zone euro</b>	<b>343 396</b>	<b>340 099</b>	<b>343 487</b>	<b>347 040</b>	<b>355 785</b>	<b>348 557</b>	<b>336 127</b>
Total TARGET hors zone euro	2 376	3 281	5 017	7 145	7 313	5 705	7 622
Total TARGET c)	345 772	343 380	348 505	354 185	363 099	354 263	343 750
<b>Autres systèmes</b>							
Euro1 d)	227 674	230 124	242 499	260 135	251 518	225 655	215 945
Royaume Uni	124 715	124 682	132 385	132 563	137 157	143 220	146 673
Chaps Sterling	124 715	124 682	132 385	132 563	137 157	143 220	146 673
États Unis	832	857	885	911	945	974	1 005
Fedwire	495	496	506	524	535	538	566
Chips	337	361	379	387	411	436	438
Japon	76 276	76 612	78 636	87 131	93 938	95 157	97 081
FEYCS	25 574	25 939	25 853	25 377	27 396	26 668	27 756
BOJNET	50 702	50 673	52 783	61 754	66 542	68 490	69 325
<b>Systèmes multi-devises</b>							
CLS	568	785	820	706	810	822	859



# Le Centre des Professions Financières

## Le Centre des Professions Financières, ce sont...

- 4 publications
- 7 Clubs et 6 Groupes de travail
- Plus de 50 Manifestations par an
- Plus de 1 000 membres
- Plus de 5 000 personnes mobilisées tout au long de l'année

## Être Membre du Centre des Professions Financières, c'est...

- Participer à la valorisation de nos professions
- Rejoindre un vaste réseau de professionnels
- Enrichir ses compétences
- Confronter ses expériences et convictions
- Développer des projets
- Faire connaître ses expertises
- Partager un espace de convivialité



## **L'Année des Professions Financières**

### **Comité de Rédaction**

Denise FLOUZAT-OSMONT d'AMILLY

*Président – Administrateur honoraire, Fondation Banque de France  
pour la recherche*

Pierre-Henri CASSOU

*Rédacteur en chef – Président, PHC Conseil*

François CHAMPARNAUD

*Responsable du Pôle finance, Agence des participations de l'État*

Ariane CHAZEL

*Directeur des risques, de la conformité et du contrôle, Agence France Locale*

Jean-Marc DANIEL

*Professeur, ESCP Europe – Directeur, Revue Sociétal*

Jean-Pierre HELLEBUYCK

*Vice-président administrateur, AXA IM*

Régis de LAROULLIÈRE

*Directeur, Institut des Actuaire*

Alain LASSERON

*Ancien délégué général adjoint de l'ASF*

Olivier PASTRÉ

*Professeur, Université Paris VIII*

Jean-Jacques PERQUEL

*Président de l'Académie de comptabilité – Agent de change*

Christian PFISTER

*Directeur général adjoint à la Direction générale des statistiques, Banque de France*

Michel PHILIPPIN  
*Ancien administrateur de sociétés*

Hubert RODARIE  
*Directeur général délégué, Groupe SMABTP*

Michel ROUX  
*Ancien doyen de la Faculté, Université Paris XIII*

Thibault de SAINT-PRIEST  
*Associé-gérant, ACOFI*

Gilles VAYSSET  
*Directeur général des activités fiduciaires et de place, Banque de France*

Yves NACHBAUR  
*Secrétaire de la rédaction*

# RB ÉDITION – PARUTIONS 2015-2016

## HORS COLLECTION

### **Banque & finance en Afrique – Les acteurs de l'émergence**

Collectif sous la direction de D. Saïdane et A. Le Noir

### **Big Data : opportunité ou menace pour l'assurance ?**

P. Thourot et K. Amétépé

### **Bilan d'une banque (Le)**

C. Charréron, M. Formagne et S. Grillet-Brossier (2<sup>e</sup> éd.)

### **Capital-investissement – Guide juridique et fiscal (Le)**

F.-D. Poitral (5<sup>e</sup> éd.)

### **Conseil financier – Un levier pour le financement des infrastructures publiques en Afrique (Le)**

K. C. Dabiré

### **Documents de synthèse de l'entreprise – Aide à la lecture de la liasse fiscale et à l'analyse financière (Les)**

G. Morel et O. Arthaud (10<sup>e</sup> éd.)

### **Fiscalité, placements & réductions d'impôt – À jour des dispositions de la loi de finances 2016\***

G. Morel avec la participation de D. Ecochard

### **Gouvernance et fonctions clés de risque, conformité et contrôle dans les établissements financiers**

M.-A. Nicolet

### **Management & Financement de l'innovation**

B. Yon avec la collaboration de B. Attali

### **Stratégie et gouvernance des institutions financières mutualistes\***

M. Roux

### **Traité de comptabilité bancaire – Doctrine et pratique**

J.-P. Caudal (2<sup>e</sup> éd.)

## COLLECTION TECHNIQUES BANCAIRES

**Manuel d'économie bancaire appliquée – Au cœur des entreprises bancaires\***

D. Chabert (2<sup>e</sup> éd.)

**Opérations bancaires à l'international**

Ph. Garsuault avec la participation de S. Priami (2<sup>e</sup> éd.)

## COLLECTION LES ESSENTIELS DE LA BANQUE ET DE LA FINANCE

***Bitcoin et Blockchain – Vers un nouveau paradigme de la confiance numérique ?***

D. Geiben et *alii*

***Cash management – Fondamentaux et offres bancaires***

J. Cavaliero et F. F. Poizat

**Éthique et responsabilité en finance – *Quo vadis ?***

P.-H. Dembinski

**Introduction à la comptabilité bancaire**

M. Formagne et *alii* (2<sup>e</sup> éd.)

**Introduction au *private equity* – Les bases du capital-investissement – France, Belgique, Luxembourg et Afrique francophone**

C. Demaria (5<sup>e</sup> éd.)

**LBO – Montages à effet de levier – *Private equity***

Ph. Thomas (3<sup>e</sup> éd.)

**Révolution *FinTech* (La)**

R. Bouyala

---

\* Ouvrages actualisés sur Internet.





*L'Année des Professions Financières* réunit 33 auteurs, sous la direction de Denise Flouzat-Osmont d'Amilly et de Pierre-Henri Cassou.

Edmond ALPHANDÉRY	Bruno DELETRÉ	Thierry PASCAULT
Attila BALATON	Yann DOYEN	Yves PERRIER
Jean-Louis BANCEL	Catherine KARYOTIS	Christian PFISTER
Marie-Anne BARBAT-LAYANI	Pierre de LAUZUN	Bertrand RAMBAUD
Jean-Baptiste BELLON	Pierre-René LEMAS	Gérard RAMEIX
Didier BENSADON	François MERCEREAU	Michel ROUX
Christian de BOISSIEU	Didier MIGAUD	Natacha VALLA
Michel CAMDESSUS	Yves MILLARDET	Hubert de VAUPLANE
Arthur COHEN	Michel MOUILLART	Jean VECCHIERINI de MATRA
Jean-Marc DANIEL	Robert OPHÈLE	Arnaud d'YVOIRE
Daniel DEGUEN	Françoise PALLE-GUILLABERT	Christian WALTER

Le monde de la finance n'obéirait-il qu'à un seul mobile qui, pour beaucoup, serait uniquement la recherche de gains immédiats par quelques-uns ? N'y aurait-il donc qu'une seule approche, qu'une seule culture, qu'une seule « École de la Finance », ou bien en existerait-il plusieurs ? Ne peut-on pas, en particulier, identifier, dans la finance française, des conceptions et des pratiques distinctives ?

C'est à cette dernière question que cherche à répondre le 10<sup>e</sup> volume de *L'Année des Professions Financières*. Une trentaine de personnalités, d'expériences, de formations et d'âges les plus divers, ont accepté d'y exprimer leurs points de vue sur les approches françaises de la finance.

Cet ouvrage n'est pour autant qu'une première approche. Il ne traite pas de tous les aspects de la finance française ni ne reflète toutes les opinions ; il n'aborde guère non plus les similitudes et les différences que l'École Française présenterait avec d'autres écoles de la finance, notamment celles de nos principaux voisins. Voici autant de sujets qui nourriront les prochaines éditions de l'APF. Les articles réunis dans ce volume permettent d'ouvrir le débat.

ISBN : 978-2-86325-760-9

G70771

34 €

[revue-banque.fr](http://revue-banque.fr)



9 782863 257609