

## « La régulation des marchés financiers pendant et après la crise : spécificités françaises »<sup>1</sup>

Par Dr. Amir Rezaee  
Enseignant-chercheur en Finance, ISG

Depuis l'éclatement de la crise financière, suivie par la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, la nécessité de mieux réguler les systèmes financiers a été ressentie par l'ensemble des acteurs mondiaux. De sorte que les tentatives de réforme au niveau supranational (G20, Commission Européenne...) se sont multipliées afin d'encadrer les pratiques financières dans les pays membres. Tout en conservant le plus d'harmonie possible avec les décisions des instances communautaires et internationales auxquelles elle participe, la France instaure sa propre réforme en matière de régulation et de surveillance des marchés financiers. Cette réforme, tant par son impact sur le financement de l'économie réelle que son influence sur la nature des activités de marché des institutions financières, concerne une multitude d'acteurs économiques.

### Les mesures d'urgence pour limiter la spéculation sur la baisse des cours boursiers

Dans la semaine de l'annonce de la faillite de Lehman Brothers, et peu après les réactions des autorités américaines et britanniques, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a pris des dispositions « exceptionnelles » afin de limiter la vente à découvert de certaines actions négociées sur les marchés réglementés français. En effet, la vente à découvert<sup>2</sup> a été désignée comme le facteur aggravant de la chute des cours boursiers et du cataclysme financier.

Contrairement à la SEC américaine et la FSA britannique dont les décisions d'interdire la vente à découvert n'ont duré respectivement que 14 jours (du 19 septembre 2008 au 8 octobre 2008) et 4 mois (du 19 septembre 2008 au 16 janvier 2009), les mesures restrictives de l'AMF sont toujours en application.

Paradoxalement, les levées d'interdiction britannique et américaine ont été décidées alors que les indices boursiers continuent leurs spirales baissières. Ce n'est qu'en mars 2009 qu'a commencé la première période haussière. Deux raisons principales ont été avancées par les autorités américaines et britanniques pour expliquer ce choix. D'une part, étant donné le fait que la vente à découvert

---

<sup>1</sup> Article paru dans *Commerce in France Winter 2010*, « Coping With The Crisis », American Chamber of Commerce, France. Le magazine est téléchargeable depuis:

<http://www.amchamfrance.org/theme1.php?idcontenu=116&idpage=118&idmenu=117>

<sup>2</sup> La vente à découvert est une pratique boursière qui consiste à vendre un actif que le vendeur ne possède pas le jour de la négociation mais celui-ci prend les dispositions nécessaires pour le posséder le jour de sa livraison, soit en l'empruntant soit en l'achetant au marché. Si au jour de la livraison le prix de l'actif est inférieur au prix négocié, le vendeur dégage une plus-value.

constitue une grande partie des volumes de négociations, augmentant ainsi la liquidité des actifs financiers, elle joue un rôle non négligeable dans l'efficacité des marchés financiers. D'autre part, des études ont montré l'inefficacité de l'interdiction de la vente à découvert sur la stabilisation des cours boursiers.<sup>3</sup>

### **La régulation des pratiques courantes relatives aux marchés financiers**

*La loi de régulation bancaire et financière (Journal Officiel 23 octobre 2010, loi n° 2010-1249)*

Au cours de ces deux dernières années, les autorités françaises (Ministère des Finances, AMF, Banque de France...) ont travaillé sur des réformes pour réguler les pratiques financières selon quatre principaux axes.

#### *Les agences de notation*

Après la crise, celles-ci avaient été pointées du doigt à cause des notes élevées injustifiées qu'elles avaient accordées à certains produits titrisés hautement risqués. Cela s'explique soit par la complexité ou le manque d'information relatif aux produits notés, soit par l'existence du conflit d'intérêt avec des émetteurs. D'après la loi, l'AMF pourra désormais « agréer, contrôler et sanctionner les agences de notation ».

#### *L'encadrement de la rémunération des opérateurs de marchés*

La loi transpose les règles d'encadrement des bonus décidées par le G20 de Pittsburgh en y ajoutant une clause supplémentaire qui oblige les banques et les assurances à mettre en place un comité des rémunérations. La mission de contrôler le respect de la loi est confiée à une nouvelle autorité, l'Autorité de contrôle prudentiel, qui aura par ailleurs en charge de contrôler et surveiller les secteurs de la banque et de l'assurance.

#### *La régulation des CDS (Credit Default Swaps)*

Ces produits dérivés permettent de transmettre le risque de défaut des contrats de crédit. Ils ont été considérés comme les sources de diffusion incontrôlée du risque de crédit pendant la crise car réalisés hors bilan et hors bourse. L'AMF pourra désormais « sanctionner les abus » du marché des CDS. Mais les CDS étant des produits non standardisés, ils sont négociés sur les marchés de gré à gré ; leur surveillance sera bien difficile.

#### *L'encadrement des ventes à découvert*

Désormais non seulement la loi rend effectif le pouvoir de l'AMF quant à l'interdiction des ventes à découvert « sur tous les instruments financiers en cas de circonstances exceptionnelles », mais elle interdit aussi les ventes à découvert à nu pour lesquelles le vendeur n'a pas pris les dispositions nécessaires pour livrer les titres au moment de leur livraison. Néanmoins, il sera délicat de vérifier l'ensemble des mesures prises par le vendeur afin de s'assurer de la livraison des titres négociés.

La nouvelle loi de régulation bancaire et financière vient donc compléter les réformes aux niveaux communautaire et international. Parmi celles-ci, la réforme la plus attendue est celle de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MIF) favorisant la multiplication des plateformes de trading. Elle établira l'architecture future des marchés financiers à travers l'Europe.

---

<sup>3</sup> Cf. Niemer, N. & Marsh, I.W., (2008) "The Impact of Short Sales Restrictions", Working paper, et Debon, M.-A. & Hellebuyck, J.-P., (2009) "Rapport du groupe de travail sur les ventes à découvert" AMF. Disponible sur le site Internet de l'AMF: [http://www.amf-france.org/documents/general/8731\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8731_1.pdf)