

CRISE DE L'EURO ET DES MARCHES

Quelle régulation financière ? Les enjeux, les données, les acteurs, le rôle de la France

par **Olivier Poupart-Lafarge**, ancien directeur général délégué de Bouygues, président de la société Opalic

De quoi parle-t-on ? Qui est concerné ? Qu'entend-on exactement par l'idée de « régulation financière » ? Près de trois ans après son déclenchement, la crise financière n'en finit pas de produire ses effets dominos. Après les banques, après les entreprises, voici que les Etats se trouvent à leur tour entraînés dans la spirale de la dette et des déficits massifs. Le débat sur la régulation financière mobilise les médias et les partis politiques sans que l'opinion publique surmonte son désarroi face à la complexité, voire l'opacité, du monde de la finance. Pres@je.Com a demandé à Olivier Poupart-Lafarge de décrire de manière aussi didactique que possible les enjeux et les acteurs des réformes en discussion.

Quelle régulation financière ? La question-titre peut se comprendre de deux manières. De quelle régulation financière parlons-nous ? Quelle régulation financière voulons-nous ? Pour rester dans l'esprit pragmatique de Presaje, nous essaierons de déterminer dans quels domaines et dans quelle mesure nous pouvons espérer une amélioration de la régulation financière.

Depuis que la crise financière a entraîné une crise économique majeure dans le monde, l'opinion publique réclame plus de régulation du monde de la finance. Mais ce monde de la finance est multiple, et le grand public découvre qu'il faut réguler de très nombreuses activités et que cette régulation ne peut pas être française, ni même européenne, mais au minimum transatlantique et si possible, mondiale.

1/ La gouvernance des finances publiques

Le FMI rappelle inlassablement, mais le plus souvent inutilement, les règles de bonne gouvernance des finances publiques. Le traité de Maastricht a fixé pour les États de l'Union européenne les limites à ne pas franchir. La crise a justifié de dépasser les limites fixées, les endettements s'envolent et les déficits se creusent. La situation de la Grèce illustre la nécessité d'un gouvernement économique européen. Des règles du jeu trop laxistes et, surtout, une trop grande indépendance dans ce domaine de chacun des membres de l'Union européenne ne sont pas compatibles avec une solidarité de fait inévitable.

2/ Les normes prudentielles des banques

Pour l'essentiel, il s'agit des nouvelles contraintes imposées par le Comité de Bâle, dites « Bâle 3 ». Ces contraintes se traduisent par la nécessité de respecter des ratios de liquidité à court et à moyen terme, des ratios d'endettement par rapport aux fonds propres, des définitions plus contraignantes des fonds propres, de mesurer et de couvrir les risques de contrepartie. Ces nouvelles contraintes font l'objet de débats difficiles entre les régulateurs prudeniels, les banques centrales, les banques européennes, les banques américaines, les agences de notation. Les enjeux sont considérables pour toutes les parties concernées et chacune prend en otage la croissance économique qu'il ne faut pas bridée excessivement par une régulation trop contraignante du système bancaire.

Il s'agit également de constituer un fonds de garantie des risques systémiques qui sont pris en charge de facto par les États. Pour constituer ce fonds, des prélèvements seraient payés par les banques et versés soit au budget de l'Etat garant en dernier recours soit à un fonds spécifique qui interviendrait en cas de nécessité. Selon le cas, ces prélèvements seraient ainsi assimilés à des primes d'assurances ou à des taxes nouvelles. Est-il utile de dire que les Fédérations bancaires y sont farouchement hostiles alors que le FMI et les États y sont favorables. Le débat est ouvert.

A Bercy, Christine Lagarde a demandé un rapport à Jean-François Lepetit sur le risque systémique. Dans son rapport remis en avril 2010, M. Lepetit propose d'instaurer une taxe ayant pour objet de dissuader les comportements à risque. Cette taxe, loin d'être assimilée à une prime d'assurance qui conduirait au contraire du but recherché, vise à être un instrument de dissuasion. Elle doit avoir un champ large, s'appliquerait aux instruments de marché potentiellement illiquides, et serait affectée au budget général de l'Etat. Afin de ne pas créer de distorsions de concurrence, l'objectif, le champ, l'assiette et le taux de cette taxe doivent être définis et approuvés au niveau international. Les raisons données sont

excellentes, mais ces conditions, rappelées opportunément par Baudouin Prot, président de la Fédération bancaire française et directeur général de BNP Paribas, sont infranchissables et rendent ce projet de taxe, pourtant très utile, sans réelle probabilité.

3/ Les normes prudentielles des assurances

De même que les banques doivent faire face à l'arrivée de « Bâle 3 », les compagnies d'assurances voient venir « Solvency II ». Ce n'est pas le Comité de Bâle organisme international de régulation bancaire, mais la Commission européenne qui prépare une Directive européenne qui définira les fonds propres exigés des assureurs face à la mesure économique des risques qu'ils assurent. Le projet de Directive est en cours d'analyse d'impact. Il a fait l'objet de nombreuses critiques par les compagnies d'assurances pour ses conséquences directes et indirectes. Deux critiques majeures peuvent être mentionnées. Le projet vise à garantir la survie des compagnies à court terme, alors que l'objet de nombreuses activités d'assurance (vie, retraite, santé) doivent au contraire être gérées à long terme. Il pénalise la détention d'actions par les compagnies alors que ce sont des investissements bien adaptés à leur activité et très utile à la recherche de fonds propres stables par les entreprises industrielles et commerciales. Consciente de ces difficultés, il semblerait que la Commission européenne soit prête à concéder quelques assouplissements.

4/ Les agences de notation

Les grandes agences de notation Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings ont largement contribué à la crise en attribuant d'excellentes notes à des produits toxiques ou à des établissements de crédit qui garantissaient des dettes qui se sont révélées irrécouvrables.

Lorsque leur rémunération est directement liée au volume de titres placés sur le marché, il n'est pas surprenant qu'elles attribuent d'excellentes notes après avoir conseillé à leur client la présentation la plus astucieuse pour obtenir ces bonnes notes. Les gouvernements veulent obliger les agences de notation à s'enregistrer et à plus de transparence dans leur procédure de notation. Un règlement européen a été adopté à la mi-septembre 2009. Les agences doivent être enregistrées avant septembre 2010, et seront supervisées par la nouvelle Autorité européenne des marchés financiers, l'ESMA (European Securities Markets Authority) qui devrait être mise en place en janvier 2011. Aux Etats-Unis, la SEC exige que les agences de notation lui communiquent leur méthodologie de notation.

L'influence des notes attribuées par les agences est probablement excessive en raison de leur utilisation dans les règlements publics ou statutaires qui régissent les organismes d'investissements au détriment d'un jugement indépendant par les investisseurs eux-mêmes des risques courus.

5/ Les marchés des actions

La Directive européenne de 2007 a totalement bouleversé le marché des actions en Europe en permettant la création de plates-formes de transactions alternatives aux marchés traditionnels type Euronext. A l'occasion de la révision par la Commission européenne de cette directive, les acteurs concernés réclament plus de transparence, pré et post négociation, et une harmonisation des conditions de concurrence entre ces nouvelles plates-formes et les marchés réglementés classiques.

L'évolution technologique, de son côté, a bouleversé les conditions de travail des intermédiaires. Afin de capturer une partie de l'écart de prix entre le prix offert et le prix demandé, de nouveaux acteurs, les « Traders à haute fréquence », envoient en quelques millièmes de secondes de nombreux ordres dispersés sur de nombreux lieux d'exécution. La SEC aux Etats-Unis, l'AMF en France, cherchent à déterminer les impacts de ce type d'activités, comment les superviser, et comment éviter que ces ordinateurs qui agissent sans intervention humaine ne puissent engendrer des risques systémiques incontrôlables.

Les infrastructures de règlement-livraison de titres sont essentielles pour assurer la sécurité des transactions. Ces infrastructures garantissent à l'acheteur que les titres ont été livrés et au vendeur que le prix a été payé. Certaines de ces infrastructures bénéficient du statut d'établissements de crédit, elles sont donc supervisées comme telles et peuvent en cas de défaillance de liquidité avoir recours à la Banque centrale. Certaines de ces infrastructures en revanche ne sont pas traitées comme des établissements de crédit, et en conséquence présentent des risques de défaillance qui pourraient avoir des conséquences systémiques. Une tentative d'intégration européenne pilotée par la BCE est en cours de mise en oeuvre, mais se heurte à l'opposition d'une partie des membres de l'Union.

6/ Le marché des produits dérivés

Contrairement au produit « action » qui est relativement standardisé et donc assez facile à intégrer dans un marché organisé et transparent, les produits dérivés sont très divers et souvent créés sur mesure à la demande de l'acheteur. C'est dans ce domaine que la créativité financière a donné toute sa mesure. Ils ont été un des vecteurs les plus redoutables pour transmettre les produits toxiques, mais ils sont

également des produits indispensables aux grandes entreprises industrielles et commerciales ainsi qu'aux grands investisseurs pour couvrir leurs risques. Pour mettre de l'ordre dans cette jungle, les États-Unis et l'Union européenne envisagent de réglementer sérieusement ce marché : enregistrement des acteurs, incitation à standardiser ces produits et à les échanger sur un marché organisé, création de chambres de compensation. Certains responsables politiques voudraient même interdire certains types de dérivés tels que les CDS qui promettent une indemnité en cas de défaillance d'un débiteur, que le porteur du CDS soit créancier ou non de ce débiteur. Ces produits diffusent de manière incontrôlée le risque de défaillance ; ils permettent au prêteur d'origine de se dégager complètement du risque qu'il a créé, voire même d'avoir intérêt à la défaillance du débiteur. La valeur faciale des CDS serait passée de 1,2 milliard de dollars en 2002 à 62 000 milliards de dollars en 2008.

7/ Les normes comptables

Le Parlement européen a délégué à un organisme indépendant, l'IASB, le pouvoir de fixer les normes comptables applicables à toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé au sein de l'Union européenne. Les normes établies par l'IASB privilégient l'approche bilancielle et l'information de l'investisseur à court terme sur les marchés financiers. Cette position de principe conduit à valoriser le plus possible les actifs financiers à leur « fair value » assimilée abusivement à leur « market value ». Au cours de la dernière crise, ces choix se sont révélés fortement procycliques. Après avoir contribué à la création de la bulle financière pendant la période de hausse des cours, ils ont fortement contribué à accentuer la crise pendant la chute des marchés. Ce ne sont pas les normes comptables qui sont à l'origine de la crise, mais elles en ont certainement aggravé les conséquences.

Émus par cette situation, les chefs d'États réunis au G20 de Pittsburgh en septembre 2009 ont demandé aux normalisateurs internationaux de constituer un ensemble unique de normes comptables de grande qualité pour juin 2011 en précisant que l'IASB doit améliorer l'implication des différentes parties prenantes. Historiquement, c'est la première fois que des chefs d'États réunis en congrès s'intéressent à la technique comptable ! Ce travail est en cours. Le résultat risque d'être très décevant. Le prétexte de la convergence permet aux théoriciens de la comptabilité de part et d'autre de l'Atlantique d'imposer leurs vues au détriment des souhaits des régulateurs prudentiels et des entreprises industrielles et commerciales. Si l'idée de normes comptables communes au niveau mondial est excellente, la gouvernance des organismes chargés de la mettre en œuvre doit être revue en profondeur, notamment afin de répondre au souhait exprimé in fine par les chefs d'États du G 20 : « améliorer l'implication des différentes parties prenantes ».

8/ La gouvernance financière des émetteurs

La gouvernance financière des entreprises qui émettent des titres sur les marchés financiers est généralement de bonne qualité. Tous les pays développés ont mis en place un ensemble de règles contraignantes ou incitatives qui sont respectées. Des gendarmes tels que l'AMF à Paris, la FSA à Londres, ou la SEC à New-York, sont là pour surveiller leur bonne application et, éventuellement, sanctionner les contrevenants. Des progrès sont néanmoins possibles dans le domaine de l'information financière (analyse des risques, rôle du comité d'audit et du contrôle interne, qualité des informations trimestrielles) et dans le domaine de la gestion des assemblées générales (vote par Internet, régulation des prêts-emprunts de titres en période d'assemblée, etc.).

9/ La protection des épargnants

Le plan stratégique de l'AMF pour 2010, établi et mis en œuvre par son président Jean-Pierre Jouyet, fait une place très importante à la protection de l'épargne. Le gouvernement de Barack Obama en a également fait son cheval de bataille face aux grands opérateurs de Wall Street. Il y a déjà de nombreuses règles qui visent à protéger l'épargne publique. En Europe, la Directive Marché oblige les courtiers à distinguer leurs différents clients selon leur compétence dans l'appréciation des risques courus, et à assurer à tous « la meilleure exécution » des ordres reçus. Concrètement, ces règles ne sont pas opérationnelles, elles vont devoir être renforcées notamment en protégeant l'épargnant contre les risques excessifs qui résultent de l'utilisation d'un effet de levier sous-jacent dans certains produits.

Parlant de la protection de l'épargne et des épargnants, il n'est pas inutile de rappeler l'affaire Madoff. La règle française qui impose la séparation des rôles de gestionnaire et de dépositaire aurait empêché le système Madoff de prospérer comme il a pu le faire aux États-Unis. Elle pourrait être généralisée utilement dans d'autres pays, en l'occurrence elle serait bienvenue aux États-Unis et au Luxembourg.

Conclusion

De la nécessité d'une meilleure régulation financière dans tous les domaines évoqués, et de la nécessité une régulation financière internationale ou, a minima européenne, on peut conclure, comme le faisait déjà René Ricol dans son rapport destiné à préparer la présidence française de l'Union européenne de juillet à décembre 2008, que l'Europe doit renforcer son leadership politique. Pour cela, l'Europe se doit d'agir

avec des objectifs politiques clairs et doit être un acteur efficace de la globalisation.

Est-ce politiquement possible ? Probablement pas simultanément, partout, et sur tous les sujets. Mais comme toujours pour la construction européenne, cela peut se faire progressivement, pas à pas, en sachant profiter de toutes les circonstances favorables.

Ainsi la Commission européenne a adopté en septembre 2009 des propositions législatives visant à mettre en place un nouveau système européen de surveillance macro prudentielle et micro prudentielle plus intégré, plus efficace et plus durable. Ces propositions prévoient la création d'un Comité Européen du Risque Systémique (macro prudentiel) et de trois nouvelles autorités paneuropéennes pour effectuer la surveillance micro prudentielle (banques, assurances et marchés financiers). Il faut souhaiter que ces propositions soient votées par le Parlement européen et que les pouvoirs qui seront attribués aux nouvelles autorités soient le plus étendus possibles afin des les rendre véritablement efficaces.

La France va pouvoir contribuer efficacement dans ce sens. Nous avons à tous les niveaux les meilleurs représentants pour jouer un rôle majeur dans la mise en œuvre de cette nouvelle régulation financière :

- Au niveau du Conseil européen (sommet des Chefs d'États et de gouvernement), le président Nicolas Sarkozy a une capacité d'influence démontrée à maintes reprises, notamment lors de la présidence de l'Union par la France au second semestre 2008.
- Au niveau de la réunion des Ministres des finances et au sein de l'ECOFIN, Christine Lagarde est reconnue publiquement comme l'un des meilleurs ministres des Finances de l'Europe. Elle est très respectée dans les milieux anglo-saxons qui sont les plus difficiles à convaincre de la nécessité d'une réglementation paneuropéenne.
- Au niveau de la Commission européenne, Michel Barnier est le Commissaire en charge de la Direction des marchés intérieurs et des services. Il se trouve en première ligne pour la rédaction et la mise en œuvre des nouvelles réglementations financières.
- Au sein du Parlement européen, Jean-Paul Gauzès est coordinateur des députés PPE à la Commission des affaires économiques et monétaires. Il a remis en février 2010 un rapport remarquable sur la Directive relative aux gestionnaires de fonds alternatifs.
- L'influence française n'est pas négligeable à la Banque centrale européenne présidée par Jean-Claude Trichet, même si celui-ci est soumis aux pressions de Francfort.
- Enfin, Jean-Pierre Jouyet, Président de l'Autorité des marchés financiers et, à ce titre, consulté par le CESR (Comité européen des régulateurs de marchés), par le Parlement européen et par la Commission européenne, a été reconnu comme un solide Ministre des Affaires européennes lorsque la France assurait la présidence de l'Union, ce qui lui a donné une compétence et une réelle autorité auprès de tous les responsables européens à Strasbourg et à Bruxelles.

[<< Retour au sommaire](#)

 [Télécharger le PDF de l'article](#)

PRES@JE.COM

Une publication de l'association PRESAJE

(Prospective, Recherche et Etudes Sociétales Appliquées à la Justice et à l'Economie)

Siège social : 2 avenue Hoche 75008 Paris - Courrier : 30 rue Claude Lorrain 75016 Paris

Tél. 01 46 51 12 21 - E-mail : contact@presaje.com - www.presaje.com

Directeur de la publication : Michel Rouger