

# Comment refonder la régulation financière ?

## Rencontre de Lisbonne

Compte rendu des débats du 19 mai 2009

Avec

**Françoise Buisson**, adjointe au chef du Service des Affaires internationales  
de l'Autorité des marchés financiers

**Ariane Obolensky**, directrice générale de la Fédération Bancaire Française

**Georges Ugeux**, chairman & CEO de Galileo Global Advisors

# Comment refonder la régulation financière ?

## Rencontre de Lisbonne du 19 mai 2009

**Benoît Cougnaud**, président d'Azurris, présente cette rencontre sur le renouvellement de la régulation financière. Un consensus s'est établi en France sur la nécessité d'une régulation accrue du secteur financier. Mais cet accord se fissure dès lors qu'il s'agit de définir des mesures précises... Cela n'a pas empêché la mise en chantier de certaines réformes : la promulgation de codes de bonne conduite pour éviter les actions pro cycliques, ainsi que la révision des Accords de Bâle, afin de rendre plus stricts les ratios de fonds propres alloués aux risques de marché par les banques.

### ▲ **ARIANE OBOLENSKY**

Directrice générale de la Fédération Bancaire Française

**Ariane Obolensky** revient d'abord sur le thème du supplément de régulation. Il serait plus pertinent de chercher une régulation plus appropriée aux marchés actuels. Il ne s'agit pas de savoir s'il faut plus ou moins d'encadrement, mais plutôt de trouver une autre régulation. C'est en suivant ce fil directeur qu'elle se propose d'analyser une possible réforme de la régulation de marché, puis celle de la supervision.

### ***Revoir avant tout la régulation des marchés***

C'est d'abord la régulation des marchés qui est à revoir. Il faudrait commencer par dissiper certaines confusions. Avant la crise, on a appelé « activités de marché » des activités qui n'en étaient clairement pas. Ainsi de l'échange de produits sur mesure, peu liquides, entre grands acteurs financiers... Certaines catégories de titres ont beau être utiles, voire indispensables, ce ne sont pas pour autant toujours des outils de marché. On a aussi mélangé des produits faciles à évaluer avec d'autres qui l'étaient beaucoup moins. Là encore, il ne s'agit pas de critiquer la complexité financière, mais Ariane Obolensky réclame une plus grande clarté terminologique pour éviter les erreurs passées.

Elle ne peut que regretter les carences des agences de notation, qui n'ont pas su faire la part entre ce qui relève ou non du marché. Au delà de ce problème, c'est l'organisation physique des marchés qui est à réformer. Le rôle du *back office* y est essentiel, comme le montrent les processus de compensation, ou de règlement-livraison. La Fédération Bancaire Française préconise un rôle accru des banques centrales, qui devraient s'engager plus, en garantissant le fonctionnement de chambres de compensation dans chaque zone monétaire. Cela implique une normalisation des produits financiers, mais Mme Obolensky insiste sur le fait que celle-ci

ne pourra avoir lieu qu'une fois les chambres de compensation instituées.

### **Soumettre l'ensemble des acteurs bancaires à la même régulation**

Une même régulation pour l'ensemble des acteurs bancaires est par ailleurs nécessaire, et la fragmentation des systèmes de supervision est une aberration responsable du déclenchement de la crise. De même les banques ne peuvent pas se comporter en toutes circonstances en *brokers*. Elles font aussi de la transformation de capital, ce qui ne relève pas d'une activité de marché. Mais l'usage de la *fair value* a parfois permis de valoriser des actifs et de distribuer une richesse qui n'existait pourtant pas. Enfin les normes prudentielles se sont révélées défaillantes, malgré les Accords de Bâle II. Lourds et coûteux, ceux-ci ont montré quelques inconvénients ; ils étaient inachevés au début de la crise, et n'avaient pas pu traiter certains problèmes, ceux justement qui se sont révélés plus aigus ces derniers mois : hors-bilan, sous-capitalisation pour compenser les risques de marchés, titrisation... La pro-cyclicité des mesures de Bâle II s'est également avérée pénalisante : la simple détérioration de signatures dans le portefeuille d'actifs entraîne une diminution des ratios de fonds propres, et exige donc un besoin accru en capital au plus mauvais moment du cycle économique... En temps de crise, les solutions miraculeuses n'existent pas, et l'on doit s'en remettre à quelques mesures pragmatiques. Il s'agit de recourir davantage à des provisionnements dynamiques. Il faut aussi trouver une régulation qui ne se fonde pas que sur les exigences en capital : on a en effet vu que les 4 à 8 % de fonds propres utilisés en *buffer* n'ont pas suffi à protéger les banques, alors qu'il est quasiment impossible de trouver de tampon *equity* sur le marché.

### **Imposer un examen de fond des systèmes de supervision**

La supervision doit aussi faire l'objet d'un examen de fond. C'est aux États-Unis que la supervision a commis les plus graves erreurs. Le métier de prêteur n'y a pas été exercé de manière responsable, et les superviseurs n'ont rien fait contre cela. D'un point de vue macroéconomique, les grands déséquilibres, bien que connus de longue date, n'ont fait l'objet d'aucun traitement. C'est ainsi le cas de la surliquidité qui a régné jusqu'à l'été 2007. Les conclusions du Forum de stabilité mondiale, comme celle du rapport Larosière, insistent également sur l'importance des superviseurs. La bonne formule reste à trouver pour assurer un lien réel et efficace entre les observations macroéconomiques et les mesures mises en place par les superviseurs de base.

En Europe, l'existence d'une régulation et d'une supervision unique s'appliquant aux grandes banques internationales fait défaut. Mais Ariane Obolensky rappelle que la création de collèges de superviseurs transnationaux ne servira à rien sans *rulebook* commun. Or pour l'instant, les règles sont trop éclatées, voire divergentes, ce qui est dangereux.

### **FRANÇOISE BUISSON**

Adjointe au chef du service des affaires internationales à l'AMF

**Françoise Buisson** commence par rappeler que des « tours de contrôle » existent déjà en Europe et à l'échelle mondiale ; que ce soient des forums de coordination au plan international, comme le conseil de stabilité financière, incluant des représentants des ministres des finances et des autorités des membres du G20 et élargi récemment à la

Commission européenne, et le « Joint forum » créé par l'OICV, le Comité de Bâle et l'IAIS, qui coordonne l'action des autorités des trois secteurs, ou bien au plan européen, les comités des régulateurs des trois secteurs comme CESR, CEBS ou CEIOPS qui sont une forme plus aboutie de coordination et de concertation entre régulateurs au plan européen. Créés pour certains après la crise asiatique de 1997, ils ont révélé leurs limites à l'épreuve de la crise actuelle. C'est pourquoi différentes réformes sont à l'étude, et Françoise Buisson en donnera un aperçu en s'appuyant sur les conclusions du rapport Larosière, qui envisage d'aller au-delà des simples politiques de coordination, ainsi que sur les conclusions des autorités européennes.

### **Comblers les lacunes de la réglementation actuelle**

Pour remédier aux faiblesses mises en évidence par la crise, le rapport Larosière propose de réformer les règles existantes qui ont montré leurs limites dans la crise tant au plan européen qu'au plan international (révision Bâle II, régime des agences de notation, règles comptables relatives au principe du *mark to market*, gouvernance et surveillance de l'IASB, *solvency 2*). Le rapport insiste sur l'importance des lacunes de la réglementation actuelle, qu'il faudrait rapidement combler : réglementation des gestionnaires de *hedge funds*, produits structurés et instruments dérivés OTC. Il s'agit par ailleurs de renforcer l'efficacité du marché unique, en dotant l'Union européenne d'un ensemble de règles cohérentes et véritablement harmonisées, d'accroître les pouvoirs de supervision des autorités nationales, ainsi que de durcir et d'harmoniser les régimes de sanctions. Cela n'irait pas sans difficulté, comme en ont témoigné les récentes

divergences d'application des textes apparues au lendemain de l'affaire Madoff en ce qui concerne le rôle du dépositaire et ses responsabilités.

### **Renforcer la supervision financière en Europe**

Le deuxième volet du rapport Larosière vise à renforcer le cadre de supervision financière en Europe. Au plan macro-prudentiel, grâce à la mise en place d'un Conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Council*). Au plan micro-prudentiel, par l'établissement d'un Système européen de surveillance financière (*Euro System of Financial Supervision*), réseau décentralisé formé des trois comités de niveau 3 aux pouvoirs renforcés et transformés en autorités. Procédant en deux temps (2009-2010/2011-2012), la réforme commencerait par une phase de renforcement des autorités de supervision nationales.

En exigeant d'améliorer la coordination des organisations en charge de l'élaboration des standards internationaux, ainsi que la coopération entre superviseurs, le rapport plaide pour une politique préventive plus concertée. Cela passerait par une représentation cohérente de l'Union européenne dans la nouvelle architecture mondiale (FMI, FSF, Comité de Bâle, G20).

Les conclusions du rapport ont été largement reprises à son compte par la Commission Européenne. Dans sa communication du 4 mars 2009, celle-ci propose ainsi la transformation du CESR en une *European Securities Authority* au statut juridique reconnu au plan européen et disposant d'instruments (mesures de niveau 3) ayant une certaine force contraignante.

Certains sujets restent à approfondir malgré tout. Les aspects institutionnels du projet de réforme du système européen de surveillance sont encore à régler. Sur des thèmes directement liés à la restauration de la confiance sur les marchés, comme les statuts, rôle et responsabilités du dépositaire d'OPCVM, la régulation des *hedge funds*, la transparence des marchés, la Commission n'est pas assez ambitieuse.

### **Adapter les structures et mettre en place des règles plus contraignantes**

Au niveau international, les institutions compétentes (groupes de travail du G20, CSF, Joint Forum, OICV, BCBS, IAIS) ont déjà commencé de travailler à la mise en place de structures et de règles plus adaptées. Au-delà de son changement de nom, le Comité de Stabilité Financière (ancien Forum de Stabilité Financière) s'est élargi et a adopté des règles plus contraignantes. La composition des organismes s'est rééquilibrée vers une meilleure représentation des « grands émergents », Inde et Chine. On peut en revanche se demander comment le FMI articulera son action avec un CSF aux missions élargies et sur certains points, en concurrence avec les siennes.

Pour Françoise Buisson, la crise a créé les conditions pour procéder à une réforme institutionnelle mais aussi pour des réformes en matière de régulation. Ce qui ne signifie pas forcément davantage de réglementation. La régulation doit comprendre des actions plus ou moins dosées de réglementation (besoin pour que de nouvelles règles soient vite adoptées dans les domaines où elles font défaut : entités et marchés non régulés par exemple), d'organisation (*trading* et compensation des CDS) et de supervision (enregistrement des *hedge funds*

eux-mêmes et *reporting* sur leurs risques systémiques aux régulateurs pruden- tiels).

Il faut espérer que la volonté affichée aujourd'hui en paroles se traduira sans tarder par des actes forts, de nature à restaurer la confiance des investisseurs et des épargnants. Mais il faut être vigilant : au-delà de la rhétorique, on ne s'entend pas nécessairement sur les mots. Il n'y a pas de consensus sur le modèle de régulation en Europe notamment. C'est vrai lorsqu'il s'agit du modèle de supervision dans les États membres – c'est vrai sur le degré de subsidiarité entre l'échelon communautaire et l'échelon national. Mais cela ne peut pas être une excuse pour ne pas agir, d'autant plus que les marchés ont la mémoire courte et pourraient retomber très vite dans leurs excès passés.

### **▲ GEORGES UGEUX**

Chairman et CEO de Galileo Global Advisors

**Georges Ugeux** rappelle son expérience passée de responsable de l'activité internationale à la bourse de New York : celle-ci lui a permis de voir la régulation financière en action. C'est avec ce souci de l'efficacité concrète qu'il souhaite aborder quatre points sensibles : les agences de notation, la vente à découvert, les conseils d'administration et la rémunération des dirigeants d'entreprise. On constate que sur chacun de ces points des divergences entre États-Unis et Union européenne apparaissent... Le problème vient aussi de la difficulté de la tâche du régulateur : agissant a posteriori, il sera toujours en retard, et aura 99 % de chance qu'on le critique...

### **Agence de notation : la réforme s'impose**

Les agences de notation n'échapperont pas à une réforme : déjà critiquées au lendemain de l'affaire Enron, elles ne pourront faire l'économie d'un encadrement plus strict. Aux États-Unis, il existe déjà un *Rating Agency Act*, qui instaure une supervision de la SEC. Des forums existent également, mais ils reflètent les divergences d'appréciation entre Européens et Américains. En Amérique du Nord, les deux principales agences, qui sont des filiales de conglomérats, ont anticipé les critiques en proposant de séparer leurs activités de notation proprement dite et celles de conseil. La pression des autorités a été déterminante : la FED a désormais cessé de prendre pour argent comptant les notations établies par les agences de *rating*, et a déclaré que celles-ci ne seraient utilisées qu'après examen. À l'inverse, l'Union européenne semble beaucoup moins déterminée. Proposant de rendre obligatoire l'enregistrement des agences, l'Europe semble ferme. Mais cet enregistrement pourra se faire auprès d'un pays choisi par la société, et sachant qu'il n'existe pas de règle commune sur la notation, les agences n'auront qu'à se déclarer à Chypre, Malte ou Monaco... Et si le comité CEISAR est officiellement chargé de surveiller le secteur du *rating* il n'en laisse pas moins les États libres d'agir comme bon leur semble.

### **Vente à découvert : contraindre leur utilisation**

Il est certain que les ventes à découvert ont joué un rôle aggravant dans la crise. Ce sont ces mécanismes qui ont ainsi précipité la chute de Lehmann Brothers. Déréglementées aux États-Unis jusqu'aux années 2000, elles font à nouveau l'objet de projet d'encadrement. La SEC prévoit de les restreindre, tandis que les Européens sont plus hésitants. Mal-

gré tout, ce type d'opération peut être utile dans certaines circonstances, et il s'agit alors de trouver la bonne formule pour en permettre un usage raisonnable tout en empêchant qu'elles soient transformées en armes de destruction massive. Pour Georges Ugeux, il s'agirait d'en réserver l'utilisation sur de longues périodes. C'est la position des autorités américaines, qui pourraient interdire le *naked short*, positions de court terme et sans garantie.

### **Conseils d'administration : corriger leurs carences**

Les conseils d'administration ont révélé leurs carences à l'épreuve de la crise. Censés donner une impulsion aux entreprises, ils ont été lents à réagir, et sont apparus comme le maillon faible entre management et actionnaires. L'élection des administrateurs ressort le plus souvent de la pure et simple cooptation, voire de l'inceste, puisque le droit des actionnaires à proposer de nouveaux membres n'est pas toujours garanti. Quant à la compétence des conseils d'administration, elle est parfois incertaine : au moment de l'affaire Kerviel, le conseil d'administration de la Société Générale ne comptait qu'un seul... banquier ! Alors que l'obligation de transparence s'accompagne d'une quantité sans cesse croissante d'information, les entreprises n'ont que plus besoin de spécialistes capables d'analyser leurs résultats et d'en tirer des conséquences opérationnelles. On peut en dire autant de la confusion entre CEO et Chairman ; en Europe, les codes de gouvernance sont inexistant, à l'inverse des États-Unis. Les propositions de changement ne manquent pas, et Georges Ugeux cite une mesure avancée par un rapport britannique : interdire à un dirigeant de devenir président de la société dont il aurait été directeur général auparavant permettrait

de limiter les conflits d'intérêt. L'État lui aussi pourrait montrer la voie à suivre. La disjonction entre conseils d'administration et actionnaires est patente, et la voix des minoritaires rarement écoutée. Or les États n'ont eux non plus accordé aucune place aux actionnaires non majoritaires des sociétés nationalisées.

### **Rémunération des dirigeants : la lier aux résultats de long terme**

La question de la rémunération des dirigeants devrait quant à elle être traitée de manière durable. Au lieu d'être payé en fonction d'objectifs à un an, voire moins, le management devrait être évalué à trois, quatre voire cinq ans. Il y a d'autant plus urgence à agir, que les banques américaines ont déjà provisionné 35 milliards de dollars pour les bonus de leurs employés. Si rien n'est fait, un retour à l'explosif *statu quo* n'est pas à exclure. Georges Ugeux montre alors un graphique exposant les salaires perçus par quelques CEO de grandes compagnies avec les résultats de celles-ci : malgré une chute de 59 % de son retour sur investissement, le directeur général de Chesapeake Energy Corporation a touché 112,5 millions de dollars en 2008 ! On se demande comment les actionnaires acceptent de céder de pareils montants, qui devraient pourtant leur revenir ! Seuls quelques actionnaires minoritaires désespérés se sont jusque-là élevés contre de tels abus, sans succès. On revient donc aux problèmes de gouvernance, et d'ici un an, il est plus que probable que les autorités européennes n'auront rien fait. Il faudrait aussi un peu plus de morale dans la conduite des dirigeants, mais ce type de problème ne se règle pas par la loi...

## ▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

### **Manque de supervision : qui est en cause ?**

**Philippe d'Arvisenet**, directeur des études économiques de BNP Paribas, revient sur le manque de supervision ; des acteurs en particuliers sont-ils visés ? Faut-il s'en prendre plus particulièrement aux pratiques de *shadow banking* ?

**Ariane Obolensky** n'a pas de « cible » particulière. Les défauts de supervision se sont appliqués à tous les acteurs financiers, des courtiers qui n'ont fait l'objet d'aucune surveillance, aux banques d'investissement à Wall Street qui bénéficiaient d'une supervision différente.

**Georges Ugeux** ne voit pas d'erreur conceptuelle dans le fait qu'on a appelé activités de marché des activités qui n'en étaient pas. Il s'agit selon lui de gestes conscients, de perversions. Les banques ont organisé elle-même l'externalisation d'actifs risqués, les dissimulant hors bilans et se garantissant des commissions *up front* qui permettaient aux opérateurs de s'attribuer des bonus...

### **Du risque de recommencer les mêmes erreurs**

**Michel Taly**, avocat-associé au cabinet Arsène Taxand, fait part de sa perplexité : quelles sont les chances que les États-Unis et le Royaume-Uni résistent à l'envie de tout recommencer comme avant ?

Pour **Ariane Obolensky**, un retour au *statu quo ante* est impossible. Les marchés ont certes tendance à l'amnésie, mais ils sont encore très encadrés par les États, alors que le financement de l'économie reste problématique.

**Benoît Cougnaud** part de l'exemple d'AIG qui concentrait jusqu'aux deux tiers des protections totales (CDS) dans son bilan pour insister sur la nécessité de réfléchir à des moyens de prévenir la concentration du risque, surtout lorsque l'on voit le coût des déboires d'AIG pour la collectivité.

Pour **Françoise Buisson**, l'un des outils qu'il convient de renforcer est la surveillance du risque systémique, d'où les propositions de réforme en la matière du G20 et celles du rapport Larosière.

**Ariane Obolensky** pense que ce genre de risque existera toujours. Mais deux parades existent : observer le risque systémique, c'est ce que font les divers forums, et rendre obligatoire une contre expertise de risque au sein des grandes institutions lorsque leurs bilans est sérieusement engagé, comme le préconise un rapport de la FED paru en 2008.

**Georges Ugeux** s'élève contre l'idée d'une Europe active opposée à celle d'une Amérique opposée à toute régulation et prête à revenir en arrière. En réalité, les États-Unis sont en avance dans pratiquement tous les domaines, malgré une situation de « guerre » due à la résistance farouche des partisans du *statu quo*. La nouvelle administration réforme à marche forcée et bénéficie de solides appuis au Congrès, alors que les Européens en sont toujours à chercher un accord sur les mesures concrètes à prendre. En 2010, les Européens risquent de n'avoir rien achevé, au contraire des États-Unis qui pourraient alors imposer leur point de vue à des partenaires divisés.

### **Stock options : les indexer sur le cours de l'action**

**Gérard Valin**, président d'Andefi, évoque le cas particuliers des stocks options. Pour favoriser les comportements responsables chez les financiers, ne pourrait-on pas s'inspirer du modèle Goldman-Sachs ? Pour la première fois, les traders de cette banque verront leur prime indexées non pas sur les résultats de leur portefeuille, mais sur le cours de l'action de leur propre entreprise.

### **Un retour au statu quo est-il à craindre ?**

**Un intervenant** exprime ses doutes sur l'effort des pouvoirs publics ; ne risquent-ils pas de laisser les acteurs de marché revenir au statu quo, comme en 2001 ?

Pour **Georges Ugeux**, un tel scénario est à exclure, surtout chez les Anglo-saxons. L'administration américaine réfléchit à la création d'un organisme unique pour surveiller le secteur financier. En Grande-Bretagne, le constat d'échec du système *light* est admis, et un *heavy system* est à l'étude. Il ne faut en aucun cas retomber dans la facilité de l'autorégulation : en 2004, l'abolition de ratios stricts fonds propres/dette pour les banques aux États-Unis s'était doublé d'un engagement de modération de celles-ci. Cela ne les a pas empêché de multiplier leurs bilans par quatre sans augmentation de capital entre 2004 et 2008...

### **Comment prévenir les phénomènes spéculatifs ?**

**Eric Lamarque**, professeur à l'Université de Bordeaux IV, interroge Georges Ugeux : si les régulateurs sont toujours en retard, comment prévenir les phénomènes spéculatifs ?



Pour **Georges Ugeux**, il s'agit d'identifier les problèmes potentiels, pas forcément prévisibles longtemps à l'avance, mais repérables dès qu'ils atteignent une masse critique. C'est à ce moment que les régulateurs devront prendre des initiatives. Mais qu'on ne pense pas pour autant que les autorités seront toutes puissantes. Tandis que les fonds de *private equity* et les *hedge funds* voient leur poids réduit par la crise, et alors que les désordres macroéconomiques réduisent les possibilités de financement sur les marchés, la dépendance aux banquiers ne va que s'accroître !

**François Essig**, conseiller de la direction générale de Deloitte, se montre lui aussi pessimiste ; bien souvent, l'intervention étatique affaiblit les entreprises nationalisées, notamment du fait des restrictions sur les bonus. Leur personnel le plus qualifié migre vers les sociétés privées, entraînant une perte de compétitivité que les États devront compenser en s'endettant encore davantage.

**Ariane Obolensky** conclut sur une nuance, en rappelant la fragilité des initiatives américaines : aussi rien de concret n'a été fait aux États-Unis sur la rémunération des professionnels de marché.

# Comment refonder la régulation financière ?

Si les sommets du G20 ont fait du renforcement de la régulation une priorité pour restaurer la confiance dans le système financier, les modalités pratiques d'une telle réforme restent à préciser et continuent de susciter un large débat.

La détermination des modalités pratiques du contenu et de la mise en œuvre de cette nouvelle régulation est essentielle. Elle conditionne en effet largement son efficacité et sa capacité à empêcher sur la durée de nouveaux épisodes de dysfonctionnement et d'instabilité aussi marqués et coûteux que ceux que nous connaissons actuellement.

Des questions cruciales méritent toutefois d'être posées en préalable. Quel devra être le champ de cette régulation ? Devra-t-elle couvrir l'ensemble des acteurs du système financier, en y incluant notamment les entités peu ou pas régulées actuellement, à l'instar des *hedge funds*, conduits et autres véhicules de transferts et de déconsolidation des risques ? Comment traiter les frontières entre secteurs d'activité (banques/assurances) ou entre juridictions ? Comment assurer une coordination internationale des régulateurs apte à éviter la mécanique du moins-disant réglementaire ?

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par Auxence Denis.



29, rue de Lisbonne  
75008 Paris  
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28  
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01  
[www.institut-entreprise.fr](http://www.institut-entreprise.fr)