

SIX ENGAGEMENTS EN MATIÈRE FINANCIÈRE

GÉRARD BÉDUNEAU*
MICHEL CASTEL**
BRUNO GIZARD***
HUBERT DE VAUPLANE****

AVANT-PROPOS

*L*a finance joue un rôle décisif au regard du fonctionnement de la société. S'il en était besoin, la crise subie depuis le milieu de 2007 suffirait à rappeler les conséquences dramatiques que peuvent entraîner les dérapages susceptibles de se produire en la matière, tant en ce qui concerne la conception des produits eux-mêmes que leurs modalités de circulation et de placement.

Quelles que soient les qualités de la réglementation – et, naturellement, il convient de la parfaire au vu de tout ce qui vient de se passer –, les acteurs professionnels à tous les niveaux, de même que ceux qui participent à l'élaboration des lois de la cité, ne peuvent se soustraire à l'interpellation individuelle et collective que suscite cette crise. Il n'en va de rien de moins que du « bien commun ».

D'ores et déjà, de nombreuses réflexions ont été entamées et se poursuivent sur le sujet. Cet article, fruit d'une analyse conduite par des professionnels de la finance, a pour ambition de contribuer à nourrir ces réflexions, plus particulièrement en proposant quelques principes éthiques en matière financière.

La crise financière que nous connaissons depuis 2007 a suscité de nombreuses réflexions et de multiples travaux ayant pour objet d'en analyser les causes et de proposer des mesures destinées à tenter d'éviter qu'une telle crise ne se reproduise. Le Comité de Bâle pour l'aspect prudentiel, c'est-à-dire pour les contraintes à imposer aux intermédiaires financiers au regard des risques que leur activité leur

* Directeur d'un institut de formation dans le secteur bancaire.

** Ancien directeur au sein d'un régulateur financier ; chargé de cours en Master 2 banque, finance, assurance, université Paris Ouest Nanterre La Défense.

*** Ancien secrétaire général adjoint, Autorité des marchés financiers (AMF).

**** Avocat associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP ; professeur associé, université Paris 2 Panthéon-Assas.

fait encourir, les institutions européennes, comme le régulateur américain, pour la réglementation applicable aux produits financiers et à leur négociation, chacun, dans leur domaine, s'attache à répondre à cette ardente obligation formulée par le G20 : quelles mesures adopter pour limiter les risques systémiques résultant de la mondialisation de la finance moderne ?

Des voix se sont élevées pour en appeler également à la conscience éthique des professionnels de la finance, conscience dont la crise aurait montré la faiblesse et dont la restauration constituerait l'une des conditions du non-renouveau des errements passés.

Soulignons d'abord que jamais la réglementation en matière de déontologie financière – après tout non sans lien avec l'éthique – n'a été aussi précise, aussi détaillée. En voici un exemple : en 1983, lorsque a été élaboré le premier « code » de déontologie applicable en France aux professionnels de la finance qu'étaient les commis d'agents de change, ce code tenait en une page et demie ; aujourd'hui, outre tous les textes (lois et règlement général de l'Autorité des marchés financiers – AMF) applicables en matière d'abus de marché, les règles de bonne conduite en matière financière, celles-là mêmes qui ont pour but d'assurer le respect par les professionnels de l'intégrité du marché et de la primauté des intérêts des clients, font l'objet, en application d'une directive européenne, de près de vingt-cinq pages du règlement général de l'AMF, à quoi s'ajoutent les dispositions déontologiques que chaque intermédiaire financier doit faire figurer dans son propre règlement intérieur !

Que doit-on en conclure ? Que ces règles sont inutiles ? ou inadaptées ? Qu'à force de vouloir tout écrire, tout préciser, la lettre l'a emporté sur l'esprit ? Il n'est cependant pas sûr que les comportements soient plus déontologiquement corrects en l'absence de toute règle écrite.

Toutefois, le comportement humain étant ce qu'il est, il est exact que la tendance la plus naturelle pour un établissement comme pour ses dirigeants et ses collaborateurs sera de s'attacher à respecter la réglementation (les *compliance officers* et autres « déontologues » sont là pour y veiller), considérant que là est leur mission, mais que là s'arrête leur devoir.

Or il nous paraît qu'au-delà du souci de conformité à la loi, il est souhaitable de référer son comportement à quelques principes éthiques dont la crise récente a mis en lumière l'utilité. Certes, rien de ce qui suit n'est à proprement parler obligatoire et le non-respect de l'un ou l'autre de ces principes ne sera pas par lui seul utilisable pour fonder une sanction, à tout le moins tant qu'ils n'auront pas eu une traduction réglementaire ou n'auront pas trouvé place dans un code de bonne conduite. Il reste que si de tels principes ainsi proposés se trouvaient respectés, l'activité financière y gagnerait en sécurité comme en légitimité. La liste qui suit n'a aucune prétention à l'exhaustivité ; elle n'est là qu'à titre de propositions destinées à susciter débats, critiques et compléments.

Cette démarche, entreprise par des professionnels exerçant ou ayant exercé des responsabilités au sein du monde de la finance et animés par une

recherche commune du « bien commun » en milieu professionnel, veut s'adresser aux institutions financières par le biais de leurs dirigeants comme à leurs collaborateurs ; elle s'adresse aussi, naturellement, à ceux que concerne le bon fonctionnement du marché et des systèmes financiers, c'est-à-dire aux institutions en charge de leur régulation.

Premier principe – Tu ne mettras pas un produit sur le marché ou ne feras pas usage d'une technique sans avoir acquis la conviction de leur utilité sociale.

En d'autres termes, l'acteur financier ne peut baser sa décision de commercialiser un produit ou de faire usage d'une technique sur les seuls critères du rendement que ce produit ou cette technique engendrent pour son établissement et de la capacité à en maîtriser les risques.

Certes, la notion d'« utilité sociale » ou de « bien commun » ne peut faire l'objet d'une définition objective et, partant, consensuelle. Après tout, ne peut-on considérer que dès lors qu'une banque pourra tirer profit de tel produit ou de telle technique, ce sera utile socialement non seulement pour ses collaborateurs et ses actionnaires, mais aussi au titre des activités de crédit qu'elle sera ainsi mieux à même de développer ? Il est clair cependant qu'un tel critère a pu justifier la fixation d'objectifs de rendement sur fonds propres assignés aux activités financières, déraisonnables par rapport au reste de l'économie et difficilement reproductibles sur une longue période. À ce titre, la norme implicite de 15 % de rendement des fonds propres, si ce n'est bien davantage, s'est souvent traduite par des prises de risques intrinsèquement excessifs sur des produits à finalité sociale douteuse.

S'agissant des prêts bancaires, le principe préconisé conduit à prendre soigneusement en compte l'intérêt bien compris du client et à exclure toute forme de propositions s'apparentant aux crédits de type *subprime*. Il conduit aussi, par exemple, à s'interroger sur des propositions de crédits destinés à l'accession à la propriété, libellés en devises fortes et destinés au grand public de pays à monnaies fragiles, comme cela a pu être le cas pour des crédits en euros (ou en francs suisses) destinés à des résidents de pays de l'Union européenne non encore arrimés à l'euro.

S'agissant des activités de marché, les bénéficiaires de l'activité des départements « banque d'investissement » des établissements bancaires multicapacitaires ont certes accru les résultats de ces établissements et facilité leur activité de crédit aux entreprises comme aux particuliers. Dès lors, n'est-ce pas suffisant pour justifier la recherche de l'exploitation de toutes les opportunités qu'offre le monde financier même lorsqu'elles n'ont que peu de liens avec le financement de l'économie ?

Deux types d'activités de marché méritent en particulier d'être évalués quant à leur utilité sociale. Le premier correspond aux activités pour compte propre totalement découplées des opérations réalisées au profit d'agents économiques

finals. Le second vise le développement récent et à grande échelle du « *trading* algorithmique » avec son corollaire, le « *trading* haute fréquence » ; plus d'un tiers des transactions en Europe et deux tiers aux États-Unis relèvent de ce type de technique. Indépendamment des risques opérationnels ou des questions que pose ce type de technique au regard de l'intégrité du marché, cette activité ne concourt-elle pas à jeter le discrédit sur la légitimité du marché financier et à en détourner, par voie de conséquence, une partie des investisseurs au détriment des entités à la recherche de capitaux ? Avec quelles conséquences s'agissant du financement de l'économie ?

Pistes de mesures concrètes

Sans conteste, la création auprès des autorités bancaires et financières d'instances en charge de la protection des consommateurs et des épargnants, de même que l'accent mis sur l'importance que les établissements doivent accorder à la démarche de commercialisation concourent à répondre à l'objectif proposé.

De même, les dispositions adoptées aux États-Unis en juillet 2010 (loi Dodd-Frank) limitant les activités pour compte propre des établissements devraient avoir un effet positif, sous réserve qu'elles ne soient pas contournées par des opérateurs échappant peu ou prou à la supervision.

En ce qui concerne le « *trading* haute fréquence », indépendamment des mesures techniques comme l'obligation de maintenir un ordre durant un temps minimal, il apparaîtrait légitime d'imposer à tout le moins un surcroît de fonds propres ou d'assurances à ceux qui le pratiquent au titre du risque opérationnel de cette activité.

Naturellement, la réglementation doit maintenir des « espaces de respiration » pour que le secteur financier puisse continuer d'innover et/ou de satisfaire au mieux les besoins des agents économiques.

À ce titre, au niveau des établissements, il existe aujourd'hui, de par la réglementation, au sein de chaque institution financière, un responsable du contrôle de conformité en charge de veiller à ce que les activités exercées respectent l'intégrité du marché et la primauté des intérêts des clients ; généralement, ce responsable est associé au lancement de nouveaux produits. Ne pourrait-on étendre ses responsabilités afin qu'il ait à se prononcer non seulement au regard de la conformité du produit ou du service à la législation en vigueur et aux bonnes pratiques professionnelles, mais aussi au regard de l'utilité sociale dudit produit ou dudit service, ce qui exigerait un dialogue avec la direction de l'établissement pour définir les critères à retenir ?

Il convient de rappeler, d'une part, que la responsabilité dernière incombe toujours au dirigeant et, d'autre part, que pour les entités dont la taille est trop modeste pour justifier un emploi à temps plein dédié au contrôle de conformité, c'est le dirigeant qui l'assume directement.

Deuxième principe – Tu ne proposeras pas un produit financier à un client, fût-il professionnel, que tu ne proposerais pas à la maison qui t’emploie.

Ce principe va ainsi plus loin que celui dit de « la règle d’or » que véhiculent la plupart des traditions de sagesse : « Ne fais à personne ce que tu n’aimerais pas subir. »

De trop nombreux produits ont été imaginés et commercialisés alors qu’ils ne répondaient manifestement pas aux besoins des clients et dans lesquels l’intermédiaire financier lui-même refusait d’investir pour son propre compte. Ainsi, dans de très nombreuses opérations de titrisation, l’établissement financier transférait l’intégralité du risque aux investisseurs sans se préoccuper du risque y afférant. Pire, certains vendaient même à leurs clients des produits structurés alors qu’ils prenaient des positions à la vente sur ces produits ! Sans remettre en cause en elles-mêmes les techniques de titrisation, les régulateurs prudents se préoccupent maintenant de mieux encadrer pour l’avenir le recours à de telles techniques qui, sous certaines conditions, servent le développement économique. Sur le plan des principes, il s’agit donc de soumettre la création de tout nouveau produit destiné à être commercialisé selon le critère d’un principe simple : serais-je prêt à le faire acquérir durablement par mon propre établissement ?

Certes, il est aisé d’évacuer cette question au motif que mon établissement n’a pas les mêmes besoins, les mêmes objectifs que ceux auxquels j’entends répondre en le proposant à tel client pour lequel j’estime que ce produit correspondra bien. Dans ces conditions, les seules questions à poser seraient, d’une part, celle de l’adéquation entre le produit commercialisé et les besoins du client et, d’autre part, celle de la présentation « exacte, claire et non trompeuse » du produit en cause, questions qu’entend précisément traiter toute la réglementation déontologique destinée à privilégier l’intérêt du client.

Or si ces différentes réponses, d’ailleurs récemment prises en compte par la réglementation, sont importantes, elles n’épuisent pas le sujet. Quand une salle de marché conçoit et propose à un client un produit structuré, le fait de se demander si son propre établissement accepterait d’acquérir ce produit et de le garder aussi longtemps que le client sera probablement appelé à le faire, en supportant les conséquences des hypothèses, par exemple d’évolution des taux, sur lesquelles est basé le produit, peut conduire à conférer à celui-ci un contour différent de celui qu’il aurait eu à défaut d’une telle démarche. La règle prudentielle que la crise a générée et consistant, en cas de titrisation, à obliger l’établissement de crédit à conserver une très faible partie du risque (5 %) que l’instrument de titrisation va permettre de transférer ne suffit pas à répondre au principe éthique proposé tant il est vrai qu’à la différence du client, l’établissement de crédit aura, lui, la faculté de couvrir son risque.

Pistes de mesures concrètes

Sur le plan réglementaire, la part de risque à conserver devrait être significative (20 % ?) afin de responsabiliser l'établissement cédant sans pour autant nuire à la pratique de la titrisation qui, menée dans la transparence et en évitant les produits trop complexes, joue un rôle positif dans le financement des économies modernes. Le principe d'une règle prudentielle de ce type, proportionnée aux risques et aux enjeux, pourrait utilement être appliqué à d'autres produits.

Sur le plan individuel, ne pourrait-on concevoir qu'à l'intérieur de l'établissement, et indépendamment de la règle précédente, l'un des responsables soit chargé de confirmer à l'équipe en charge de la conception du produit que l'on pourrait raisonnablement envisager de conserver celui-ci en totalité au bilan de l'établissement ?

Troisième principe – Tu ne communiqueras pas à ton client une évaluation du produit que tu lui as vendu de gré à gré différente du prix auquel ton établissement serait prêt à le lui racheter.

L'évaluation des produits pour lesquels il n'existe pas ou n'existe plus de marché de référence digne de ce nom a été l'un des facteurs de la propagation de la crise financière. Faute de référence de marché, quelle est la « juste valeur » d'un produit ? Et par conséquent, que valent les actifs de tel fonds d'investissement ? de tel établissement financier ?

La confiance a été plus qu'altérée lorsque tel investisseur, qui se référait pour évaluer l'actif qu'il avait acquis au prix que lui communiquait l'établissement qui le lui avait vendu, a dû constater, lorsqu'il a dû recéder ce même produit, qu'il ne pouvait trouver acheteur, y compris en s'adressant à son vendeur d'origine, qu'à un prix bien inférieur à celui auquel il l'avait valorisé.

Pour éviter une semblable anomalie et indépendamment de la nécessité pour l'acheteur de disposer de la capacité, en interne, de porter un jugement sur les prix qui lui sont communiqués, un principe simple pourrait s'appliquer : l'établissement qui, lorsqu'il vend à un client un produit traité de gré à gré – et non sur un marché véritable où se confrontent offre et demande dégageant un prix significatif –, s'engage contractuellement à communiquer régulièrement une valorisation dudit produit et à le racheter sur la demande du client, c'est au prix communiqué à la date du rachat que celui-ci doit intervenir. Le client pourrait renoncer à ce droit de cession, notamment s'il entend acquérir pour le conserver jusqu'à son terme le produit en question (*buy and hold*) ; dans cette hypothèse, il serait seul responsable de sa valorisation.

Pistes de mesures concrètes

Un tel principe pourrait trouver à tout le moins sa traduction dans un code

de bonne conduite auquel sont soumis les professionnels, voire plus efficacement dans un règlement de l'autorité de marché. Il serait stipulé que hormis les cas prévus contractuellement, nul ne pourrait s'affranchir d'un tel engagement.

Quatrième principe – Tu t'interdiras de faire usage de produits ou de techniques dont tu n'es pas en mesure de maîtriser les effets.

En proposant ce principe, nous nous référons à ce qu'avait rappelé Étienne Perrot dans l'article intitulé « *Subprimes, la morale de l'histoire* » publié dans la revue *Études* en octobre 2008. Il proposait de revisiter le principe posé par le second concile de Latran, en 1139, qui avait condamné l'usage de l'arbalète et des balistes, et ce, pour un motif simple : les carreaux d'arbalète et les rochers envoyés par les catapultes portaient si loin que les soldats ne pouvaient maîtriser les conséquences de leur geste.

À l'évidence, les effets de tel produit, de telle technique ne sont et ne seront jamais totalement maîtrisables. Il reste que la crise a montré que bien peu avaient soupçonné le possible effet domino qu'étaient susceptibles d'engendrer ces prêts consentis à des emprunteurs privés ou publics fragiles et dont le risque était ensuite dilué et transféré par le biais de la titrisation ou par le recours à des produits dérivés, jusqu'à ne plus savoir le mesurer, suscitant ainsi une suspicion généralisée entre les acteurs financiers.

Pistes de mesures concrètes

Ce principe pourrait être mis en œuvre par le régulateur. Celui-ci aurait à appliquer un « principe de précaution » pour les nouveaux instruments ou les nouvelles techniques, comme cela existe dans de nombreux domaines comme celui de la santé. Les acteurs devraient ne pouvoir recourir à grande échelle à ces produits ou à ces techniques qu'après que les autorités en aient mesuré l'impact possible et édicté les dispositions juridiques, comptables, fiscales et prudentielles appropriées.

Par ailleurs, ne serait-il pas de bonne politique que les directions centrales ou les directions générales d'établissements originateurs ou promoteurs de produits ou de techniques, un tant soit peu complexes à appréhender par le client particulier ou même professionnel, exigent des équipes qui créent ou vendent ces produits ou proposent ces techniques une évaluation circonstanciée, à usage interne, des effets qu'ils peuvent générer non seulement au regard des critères de l'établissement en question, mais aussi au regard des modifications ou des inflexions de comportements qu'ils sont susceptibles de susciter.

Corrélativement, il importe que les professionnels qui acquièrent des produits financiers ne se fient pas aux seules notations des agences ou au seul « consensus de place », mais soient en mesure d'exercer leur propre jugement sur les produits proposés.

Cinquième principe – Tu t'interdiras d'exploiter la faille réglementaire que tu auras perçue.

Il arrive que le législateur ou l'autorité de régulation commette une erreur ou tarde manifestement par trop à combler une lacune dont le professionnel a conscience.

S'agissant du premier cas, chacun se souviendra de l'affaire des fonds « turbo » : l'administration, voulant éviter une discrimination entre porteurs d'un même fonds commun de placement, avait, par instruction adoptée en 1983, permis la création de crédit d'impôt fictif ; certains n'hésitèrent pas à s'engouffrer dans la brèche jusqu'à ce que l'administration, consciente de son erreur, corrige le tir.

Quant au deuxième cas, on pourra citer l'exemple, plus récent, de ce que l'on a appelé le *market timing* ou le *late trading* : la réglementation relative aux souscriptions des OPCVM avait laissé la possibilité de permettre à certains investisseurs d'intervenir sans risque jusqu'à ce que le régulateur adapte les textes pour mettre fin à un tel abus de position.

Le respect d'un tel principe éthique doit comporter une dimension positive : les professionnels doivent non seulement s'interdire d'exploiter ce qu'ils perçoivent bien comme une faille, mais aussi s'attacher à favoriser sa suppression en participant activement à la mise à jour nécessairement permanente de la réglementation.

Pistes de mesures concrètes

Comme il en va en matière de risque d'abus de marché ou de risque de blanchiment d'argent, les établissements et/ou leurs collaborateurs ayant repéré une faille susceptible de porter atteinte à l'intérêt général pourraient avoir l'obligation d'informer leur autorité de tutelle.

Sixième principe – Tu t'interdiras de faire faire à l'étranger ce que ne permet pas la législation de ton pays.

À l'heure de la mondialisation, est-il encore réaliste de prétendre poser un tel principe ? Nous pensons que « oui » en observant que son respect devrait soulever moins de difficultés que dans le domaine industriel, par exemple, bien que celui-ci commence, fût-ce modestement, à l'intégrer. À l'évidence, en effet, faire confectionner des vêtements dans un pays autorisant le travail à un âge qui serait interdit en France met en opposition le principe proposé ci-dessus avec la recherche d'un minimum d'occupation et de revenu pour une population qui, à défaut, connaîtrait le désœuvrement et la misère extrême. La question ne se pose pas dans ces termes dans le domaine financier. Le principe indiqué ici consiste à poser à une institution financière, qui fait fabriquer et/ou vend à l'étranger tel type de produits ou propose depuis

l'étranger tel type de services, la question de savoir si elle serait autorisée à se livrer à de semblables activités dans son pays d'origine, que cette délocalisation passe par une filiale ou une succursale. On aura compris que n'est pas ici en cause la nécessité pour tel établissement d'avoir une implantation locale afin d'être en mesure de proposer à une clientèle locale un produit, ou un service, qui ne pourrait lui être proposé depuis le pays d'origine ; c'est soit la nature même de la prestation financière, soit ses conditions de réalisation qui font question parce qu'elle serait illégale dans le pays du siège ou, à tout le moins, au regard des normes de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques).

Pistes de mesures concrètes

Si l'établissement qui entend faire sien ce principe a déjà délocalisé une partie de ses activités ou a établi à distance un courant d'affaires avec ce pays, il lui faut charger un collaborateur de passer lesdites activités en revue afin de vérifier leur compatibilité avec ce principe. Il sera nécessaire d'examiner les situations au cas par cas après avoir fixé en interne la ligne de conduite à tenir.

Si l'établissement s'interroge sur une possible délocalisation, cette tâche sera naturellement menée en amont de toute décision.

Les annexes du rapport annuel des établissements opérant à l'étranger pourraient mentionner qu'ils ont bien effectué les diligences nécessaires pour respecter ce principe ainsi qu'il en va des éléments d'information à communiquer relatifs aux critères sociaux et environnementaux.

Comme indiqué au début de cet article, il s'agit là de pistes proposées à la réflexion. Sans doute, certaines d'entre elles sont d'ores et déjà mises en application chez tel ou tel ; elles peuvent se traduire en dispositions pratiques émanant soit de l'établissement lui-même, soit d'une instance de régulation, mais en ce cas, il conviendra de veiller à maintenir vivant l'objectif poursuivi de sorte que les textes, c'est-à-dire la lettre, ne puissent jamais étouffer l'esprit.

