

# LES RÉGULATEURS DOIVENT-ILS ENCOURAGER LE DÉVELOPPEMENT DE LEUR PLACE FINANCIÈRE ?

GEORGES UGEUX\*

Cet article examine le rôle que les régulateurs peuvent jouer dans le développement de leur place financière : il insiste sur le fait que ce développement n'est pas le rôle principal des autorités de contrôle. Toutefois, en étant une autorité transparente, indépendante, courageuse et professionnelle, l'autorité financière peut assurer l'intégrité de la place et le respect des émetteurs, des investisseurs et des opérateurs de marché.

Posée en ces termes, la question peut paraître étrange. En effet, le rôle des régulateurs est différent de celui du développement de leur place financière. Cependant, en y regardant de plus près, la réponse est plus complexe qu'il n'y paraît.

## LA RECHERCHE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

Parmi les nombreuses missions des régulateurs des institutions et des marchés financiers, celle qui consiste à assurer la stabilité financière des marchés sur lesquels ils ont juridiction est centrale, même si les régulateurs ne sont que l'un des facteurs. Cette mission s'exerce en liaison avec le ministère des Finances et la banque centrale.

Réformer la façon dont la sphère financière est régulée implique des arbitrages, notamment entre l'accroissement de la capacité de résistance aux chocs des systèmes financiers et le maintien de leur sensibilité au risque. En d'autres termes, nous devons clarifier quel est notre appétit pour le risque. Il existe un autre arbitrage, entre concurrence et innovation financière, d'une part, harmonisation de la régulation, d'autre part. Nous devons avoir une idée du degré de diversité du secteur

---

\* Président-directeur général, Galileo Global Advisors ; professeur de *European Banking and Finance*, faculté de droit de Columbia University ; ancien vice-président exécutif, NYSE (New York Stock Exchange).

financier qui doit être optimal pour la stabilité financière. Cette affirmation de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, en 2009, reste plus vraie que jamais<sup>1</sup>.

Les crises que nous venons de traverser, tant celle de Wall Street que celle des emprunts souverains de l'Eurozone, ont démontré la fragilité de certaines structures financières. Les régulateurs ne peuvent en effet pas se désintéresser de ce que j'appellerais la « santé » de leur place financière.

## DIAGNOSTIC DE LA « SANTÉ » D'UNE PLACE FINANCIÈRE

Tenter un diagnostic d'une place financière n'est pas chose aisée. Finalement, ce sont les investisseurs qui votent en faveur de l'une ou l'autre place financière. C'est pour cette raison qu'il est vain de tenter d'attaquer une autre place financière. Voici quelques-uns des critères des investisseurs :

- la qualité de l'information disponible sur les actifs financiers est certainement l'une des tâches essentielles des régulateurs de marché. Les diverses manœuvres qui, de temps à autre, émaillent les vicissitudes des marchés proviennent souvent d'une information trop complexe, fautive, manipulée ou simplement opaque. Le sérieux avec lequel le régulateur de marché utilise les pouvoirs dont il dispose pour assurer cette qualité est l'un des piliers de la confiance des investisseurs. « Plus j'observe nos sociétés, en Europe et dans le monde, plus je me persuade que la fiabilité, la transparence, la qualité de l'information et, par voie de conséquence, ce que j'appellerais la lucidité de l'opinion publique sont des facteurs décisifs du succès collectif en termes de prospérité, de stabilité et de cohésion sociale. », déclarait le président de la Banque centrale européenne (BCE), Jean-Claude Trichet, au journal *Le Monde* en décembre 2009<sup>2</sup> ;

- la transparence des marchés eux-mêmes est aussi du domaine des régulateurs de marché. L'opacité engendre la méfiance et permet des manipulations qui inquiètent. Cela comprend également les risques de délit d'initiés. Il n'est pas évident que la pratique des pays de l'Union européenne soit harmonisée. Elle n'est en tout cas pas appliquée avec la même vigueur. Une infraction à ce devoir peut avoir de lourdes conséquences, dans la mesure où les investisseurs ont une mémoire d'éléphant. Certes, les politiques veulent que les erreurs soient vite oubliées. Mais ceux qui en doutent n'ont qu'à se référer à la manière dont le pouvoir politique a protégé les actionnaires d'EADS il y a quelques années. Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'exprime en ces termes : « Instaurer une plus grande transparence sur les marchés financiers, une plus grande efficacité et une meilleure protection des investisseurs. (...) L'enjeu est de taille. En rendant les marchés financiers plus transparents, l'Europe s'assurerait que la Bourse remplit son rôle de soutien de l'économie et que les actions représentent la valeur réelle des entreprises. (...) Instaurer une plus grande

transparence sur les marchés financiers, mais on nous raconte ça à chaque fois que les marchés vont mal<sup>3</sup>. » ;

– la liquidité des marchés est un facteur essentiel. Malgré de nombreux efforts, elle n'est pas encore européanisée. L'expérience d'Euronext est intéressante à ce sujet. Il aura fallu plus de dix ans pour qu'une vraie fongibilité entre Paris, Amsterdam et Bruxelles soit établie. Les actions se traitaient sur chaque place avec une liquidité, et donc un prix différent. Car la liquidité est un facteur essentiel du prix. Un marché étroit n'est pas liquide et la marge entre le prix de vente et le prix d'achat est large. Pour peu que la liquidité du titre soit meilleure à l'étranger, la place financière devient non compétitive sur ce titre. La taille du pays joue un rôle, mais ce n'est pas le seul. Arnaud Bervas, de la Direction de la stabilité financière à la Banque de France, a analysé « les frictions liées à l'échange dans un marché imparfait à l'aide de mesures représentatives de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur, ainsi qu'à travers l'impact négatif sur le prix résultant de la liquidation d'un portefeuille de taille importante<sup>4</sup> » ;

– la santé des institutions financières. Ici, nous sommes surtout dans un domaine où la régulation est hybride. Si les banques centrales assurent la supervision ultime des banques, les autres acteurs de marché sont diversement régulés. Les intermédiaires de marché (agents de change, *brokers-dealers*, etc.) sont généralement régulés par les autorités de marché. Par contre, la régulation des banques de marché au sein des banques universelles rend la supervision compliquée entre le contrôle prudentiel et le contrôle de marché. Alors que dans les pays anglo-saxons, le contrôle des entités de marché est effectué par l'autorité de marché, l'Europe continentale a tendance à mettre l'entière responsabilité du contrôle des banques universelles sous la juridiction des banques centrales. La décision européenne de confier à la BCE cette responsabilité pour les 124 banques jugées systémiques devrait assurer une harmonisation des bulletins de santé de ces institutions qui représentent 90 % du système bancaire. Il s'agira de prendre en compte les bilans de ces institutions, mais aussi leur sensibilité à des variations macro-prudentielles. La directrice générale du FMI (Fonds monétaire international), Christine Lagarde, a parlé, le jeudi 9 janvier 2014, de l'« incertitude » qui entourerait la santé des banques européennes alors que des tests de résistance doivent être menés cette année par la BCE. « L'une des zones d'incertitude pour l'Europe réside dans l'état de santé de ses banques<sup>5</sup>. » ;

– la taille et la diversité des investisseurs institutionnels sont un facteur essentiel. Nous entrons ici dans un domaine qui échappe partiellement à la juridiction des régulateurs. Toutefois, parmi ces investisseurs, les compagnies d'assurances, les *hedge funds* et les fonds communs de placement sont l'objet d'une régulation européenne dont l'application s'exécute au niveau national. La diversité de ces institutions requiert une autorité de contrôle.

On pourrait multiplier les critères qui permettent un diagnostic sur la santé d'une place financière. Un marché qui fournit une information de qualité, une vraie transparence, la meilleure liquidité pour ses titres, des institutions

financières en bonne santé et des investisseurs institutionnels diversifiés et importants, voilà des critères qui inspireront confiance aux investisseurs et soutiendront le développement de leur place financière.

## LES POUVOIRS STATUTAIRES DES AUTORITÉS DE CONTRÔLE

Pour qu'une place financière dispose de la crédibilité nécessaire, encore faut-il que les pouvoirs dont disposent les autorités de contrôle soient adéquats. Dans le kaléidoscope européen, il n'est pas toujours facile de trouver une ligne conductrice sur ces pouvoirs. Dans le cas de la faillite frauduleuse de Parmalat en Italie, la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), le régulateur de marché, disposait d'informations inquiétantes. Sous Silvio Berlusconi, cependant, l'Italie avait émasculé les pouvoirs d'intervention de la Consob. Dès que la faillite s'est déclarée, le parquet est immédiatement intervenu et les dirigeants ont été incarcérés. L'autorité de contrôle fut critiquée et dépassée.

La gouvernance des autorités de contrôle est au premier plan des préoccupations. Comme il s'agit d'institutions publiques, les nominations sont politiques. Qui plus est, l'autorité de tutelle du régulateur est généralement le gouvernement. Le résultat est que la nomination des membres du conseil répond plus à des équilibres politiques qu'à des recherches de compétences.

Les moyens d'action des autorités de contrôle sont très diversifiés. C'est ce qui est communément appelé les pouvoirs statutaires. Les pouvoirs de perquisition, d'appel aux forces de l'ordre ou d'interrogatoires sont diversement octroyés aux autorités de contrôle. On se souviendra qu'en France, une spécialité de l'AMF est d'avoir un comité des sanctions qui permet toutes les dérives politiques. C'est lui qui a « épargné » les dirigeants d'EADS et principalement le groupe Lagardère, grand financier du pouvoir en place.

Les pouvoirs statutaires en Europe sont entre les mains du parquet. Les autorités de contrôle ont la possibilité de saisir cette autre branche de la fonction publique. Dans les pays qui suivent le modèle anglo-saxon, elles saisissent directement la police. Cela leur donne un pouvoir qui n'a pas toujours besoin de s'exercer tant sa seule existence lui confère l'autorité nécessaire.

L'un des obstacles à une coopération entre régulateurs est la différence des pouvoirs statutaires. J'ai à plusieurs reprises, lorsque je dirigeais les activités internationales du NYSE, tenté d'obtenir des accords de reconnaissance mutuelle qui auraient permis aux entreprises européennes de coter leurs actions aux États-Unis sur la base de l'information qu'elles fournissent dans certains pays. La seule reconnaissance mutuelle existante est et reste le Canada. La principale objection était l'absence de pouvoirs statutaires qui auraient permis aux régulateurs d'agir immédiatement sur la base de leurs droits sans autre forme d'« interférence ».

Il est intéressant de noter que le Québec a concentré les pouvoirs de décision et d'exécution entre les mains du président-directeur général de l'Autorité. Il est investi de tous les pouvoirs relatifs à l'application des lois qui encadrent les intervenants du secteur financier. Il pourvoit également au développement du cadre réglementaire propre à assurer la croissance saine du secteur financier ainsi que la protection des épargnants et des investisseurs<sup>6</sup>.

## **L'EUROPE POURRAIT-ELLE ÉVITER LA CONCURRENCE RÉGLEMENTAIRE ?**

Les nombreux projets de la Commission européenne influenceront incontestablement dans un sens positif l'harmonisation des règles de marché. La directive MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) entre dans sa seconde phase. « Je salue l'accord de principe intervenu aujourd'hui entre le Parlement européen et le Conseil européen sur la mise à jour de la réglementation concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II). Ces nouvelles règles amélioreront le fonctionnement des marchés de capitaux au profit de l'économie réelle. Elles marquent une avancée décisive vers l'instauration d'un système financier plus sûr, plus ouvert et plus responsable, et vers un rétablissement de la confiance des investisseurs après la crise financière. », a déclaré le commissaire Michel Barnier<sup>7</sup>.

D'autres directives, comme EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), joueront un rôle d'harmonisation pour les produits dérivés. Le règlement impose également que l'ensemble des produits dérivés standardisés soient compensés par une contrepartie centrale (CCP – *central counterparty*) et établit des standards prudentiels stricts sur l'organisation et la conduite des activités de ces CCP. Cela améliorera considérablement la stabilité financière et la sécurité dans l'Union européenne, en éliminant le risque que la défaillance d'une institution financière n'en entraîne d'autres dans sa chute. Nous tirons les leçons de la crise de 2008<sup>8</sup>. Malgré les efforts de la Commission européenne, des ambiguïtés continuent à exister sur la définition même des produits dérivés.

Mais la question la plus difficile à régler est celle de la gouvernance des autorités créées par la Commission européenne : dans le domaine qui nous préoccupe, c'est l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) qui aura le rôle le plus influent en matière de règles européennes relatives aux marchés de capitaux, et donc influencera les places financières.

La gouvernance de ces autorités est assurée par les régulateurs nationaux. C'était apparemment politiquement indispensable, mais cette décision statue une structure où les régulateurs européens seront entre les mains des autorités nationales qui ont pour mission, en leur sein, de développer le marché européen tout en défendant les intérêts nationaux. L'avenir dira si ce modèle évitera

la concurrence que les places financières se font à travers leur réglementation. Cette concurrence a pour effet de réduire les standards réglementaires au plus petit dénominateur. La France et l'Allemagne ont également tenté d'utiliser ces mécanismes pour réduire l'influence de la City de Londres.

## LA PROMOTION DES PLACES FINANCIÈRES N'EST PAS DU RESSORT DES RÉGULATEURS

Cette analyse fait apparaître l'importance des autorités de contrôle dans le développement de leur place financière. Il ne s'agit pas d'une activité propre. C'est dans la qualité de leur rôle de régulateur, leur gouvernance et leur transparence que les autorités réglementaires donnent à une place financière un soutien appréciable.

Son objectif est d'assurer la confiance des sociétés émettrices et des investisseurs. La promotion d'une place financière n'est pas une initiative des autorités de contrôle. Elle émane de ce que l'on appelle les *stakeholders* de la place financière.

On y retrouve les sociétés émettrices et les investisseurs, mais le fer de lance de ces activités est, dans la plupart des pays, le secteur financier : banques et opérateurs de marché pour qui le développement de leur place financière est essentiel à leurs activités de salle de marché.

Le principal acteur reste cependant les Bourses. Elles cherchent à promouvoir leur liquidité et leur importance pour les investisseurs et les émetteurs. Elles le font sur le marché national, souvent en conjonction avec leurs activités d'éducation des investisseurs. Elles n'hésitent pas à le faire internationalement. La plupart des Bourses internationales ont un bureau à Beijing pour convaincre les autorités et les entreprises chinoises de se coter à Paris, Londres ou Francfort.

S'il n'est pas inhabituel pour les autorités de contrôle de participer à des événements promotionnels de leur place financière, il est important qu'elles ne dépassent pas leur fonction qui consiste à exposer les qualités de leur activité prudentielle.

Je me souviendrai longtemps d'une visite commune à une grande entreprise européenne où le président de la SEC (Securities and Exchange Commission) de l'époque a attaqué de plein fouet le CEO (*chief executive officer*) de l'entreprise parce qu'il défendait les mérites des standards comptables internationaux et plaidait pour ne pas avoir à réconcilier ses comptes en US GAAP. Le président de la SEC lui a répondu que c'était la chose la plus insultante qu'il avait entendue. Inutile de dire que depuis vingt ans, l'entreprise a toujours refusé de se coter aux États-Unis.

## L'AMBIGUÏTÉ DU RÔLE DES POUVOIRS POLITIQUES

Pour qu'une place financière puisse se développer, elle a incontestablement besoin du soutien des pouvoirs publics. Les gouvernements acceptent volontiers de participer à certains *road shows* des Bourses ou des places financières. Ce soutien politique est utile et met le rôle de la place financière dans un contexte plus vaste.

« Au cœur de la zone euro, ouverte sur le monde, la place de Paris offre aux intervenants de marché l'innovation, la sécurité et la liquidité qu'ils recherchent. En témoignent le dynamisme de la gestion de la dette publique française, la position de *leader* sur les marchés de titres courts et dans la gestion collective, ainsi que les services de postmarché et des infrastructures techniques de premier ordre. », déclare Christian Noyer<sup>9</sup>.

Cela ne veut pas dire que les gouvernements ou les parlements, qu'ils soient nationaux ou européens, considèrent que le développement de la place financière est un objectif prioritaire. Leur rôle est particulièrement essentiel dans le domaine de la gouvernance.

L'ambiguïté vient de divers côtés :

- le soutien des décisions des autorités de contrôle à travers les moyens judiciaires et policiers nécessaires pour que les décisions soient effectuées et les sanctions imposées ;

- la mise en place des lois et des règles nécessaires pour créer le cadre assurant l'intégrité de la place financière ;

- le respect par les pouvoirs publics des règles de gouvernance qu'ils ont édictées lorsqu'ils se trouvent dans une situation où elles s'imposent à eux. C'est particulièrement important lorsque l'État se trouve en position d'actionnaire. Trop souvent, les autorités agissent comme si elles étaient au-dessus de la loi et agissent sans considération pour les principes de gouvernance. Au lieu de se montrer exemplaires, elles se comportent souvent en abusant de leur pouvoir politique ;

- le discours politique est trop souvent teinté de propos qui traitent les marchés financiers, et en particulier les Bourses, d'adjectifs qui donnent à penser que leur soutien à la place financière a plus à voir avec un discours qu'avec une volonté politique.

## CONCLUSION

Cette analyse conclut à une implication des régulateurs dans la promotion des places financières. Mais, pour ce faire, il serait contre-productif de diluer leurs principes et leur action.

La promotion de la place financière ne peut être ignorée tant sa santé est essentielle à l'économie et à la valorisation adéquate des actifs financiers. Mais elle n'entre pas dans l'objet social des autorités de contrôle.

Toutefois, c'est en remplissant leur fonction que les régulateurs donneront à la place financière la transparence, l'intégrité et la gouvernance qui sont des conditions *sine qua non* de la confiance des investisseurs, des entreprises et des opérateurs de marché.

Cette intégrité doit être respectée, soutenue et mise en place avec l'aide des autorités, sans compromis pour des avantages immédiats de nature politique ou partisane.

Lors des vœux de l'AMF en début d'année, Gérard Rameix, son président, a résumé la situation de cette coopération entre place financière et autorité de contrôle : « En 2013, la place et l'AMF ont, me semble-t-il, travaillé efficacement et en bonne intelligence. J'ai noté avec satisfaction que le plan stratégique, élaboré à l'issue d'une forte mobilisation des collaborateurs de l'Autorité, recevait une approbation quasi générale des professionnels comme des épargnants et des utilisateurs. »<sup>10</sup>

Il est essentiel que la bonne intelligence se développe dans un cadre où les rôles restent distincts dans l'intérêt de tous.

## NOTES

1. Voir le site : [www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/2009/septembre-2009/revue-stabilite-financiere-de-septembre-2009.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2009/septembre-2009/revue-stabilite-financiere-de-septembre-2009.pdf).
2. Voir le site : [www.lemonde.fr/actualite-medias/article/2009/12/18/jean-claude-trichet-la-lucidite-de-l-opinion-publique-est-un-facteur-decisif-du-succes-collectif\\_1282492\\_3236.html](http://www.lemonde.fr/actualite-medias/article/2009/12/18/jean-claude-trichet-la-lucidite-de-l-opinion-publique-est-un-facteur-decisif-du-succes-collectif_1282492_3236.html).
3. Voir le site : <http://economie.lefigaro.fr/transparence-marches.html>.
4. Voir le site : [www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/archipel/publications/bdf\\_rsf/etudes\\_bdf\\_rsf/bdf\\_rsf\\_08\\_etu\\_2.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_rsf/etudes_bdf_rsf/bdf_rsf_08_etu_2.pdf).
5. Voir le site : [http://abonnes.lemonde.fr/economie/article/2014/01/10/lagarde-pointe-des-incertitudes-entourant-la-sante-des-banques-europeennes\\_4345802\\_3234.html](http://abonnes.lemonde.fr/economie/article/2014/01/10/lagarde-pointe-des-incertitudes-entourant-la-sante-des-banques-europeennes_4345802_3234.html).
6. Voir le site : [lautorite.qc.ca/files/pdf/a-propos-autorite/codes-ethique-gouvernance/enonce-gouvern.pdf](http://lautorite.qc.ca/files/pdf/a-propos-autorite/codes-ethique-gouvernance/enonce-gouvern.pdf).
7. Michel Barnier salue l'accord du trilogue sur la réactualisation des règles européennes. Communiqué de presse du 14 janvier 2014. Voir le site : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-15\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_fr.htm?locale=fr).
8. La directive EMIR est maintenant en place. Voir le site : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-15\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-15_fr.htm?locale=fr).
9. Voir le site : [www.paris-europlace.net/goals\\_and\\_missions\\_fr.htm](http://www.paris-europlace.net/goals_and_missions_fr.htm).
10. Voir le site : [www.amf-france.org/Actualites/Prises-de-paroles/Archives/Annee-2009-2014.html](http://www.amf-france.org/Actualites/Prises-de-paroles/Archives/Annee-2009-2014.html).