



TIRER LES LEÇONS DE LA CRISE

JEAN-PIERRE JOUYET*

Les articles qui précèdent le montrent tous à leur manière, nous vivons une crise qui est à la fois une crise financière et une crise de la régulation.

Les manifestations de la crise financière sont bien connues. C'est le retournement à la baisse des marchés d'actions, qui n'est pas un phénomène nouveau en tant que tel, mais qui est sans doute exceptionnel, au moins dans l'histoire récente, par son ampleur et sa durée.

De nombreux signes d'une crise de la régulation sont, eux aussi, évidents : un certain nombre de faillites retentissantes ont ainsi révélé l'inadaptation de certaines règles, notamment en matière de normes comptables, et le dévoiement de certains comportements, notamment en matière de gouvernement d'entreprise, d'audit des comptes, ou d'analyse financière.

Mais, au-delà de ces manifestations de crise, des changements profonds affectent les marchés financiers, et sont autant de facteurs de propagation de la crise financière et de défis nouveaux à

relever pour la régulation. La sophistication des produits financiers et des techniques de négociation conduit à diffuser les informations et les tendances, à la fois, plus rapidement, plus brutalement et surtout plus largement. En effet, le développement accéléré des instruments financiers complexes, des produits dérivés, des clauses contingentes, aboutit à effacer la frontière traditionnelle entre les différentes catégories de financement, en capital, en dettes et, au sein de celles-ci, entre dettes bancaires et dettes obligataires. La fluidité des évolutions entre les différentes catégories d'instruments financiers d'un même émetteur est, ainsi, plus grande que jamais. Dans un contexte où, à travers le jugement des agences de notation comme les évolutions récentes des normes comptables, l'exigence d'immédiateté est de plus en plus forte, les ajustements se font aussi plus fréquents et plus violents, ce que traduit bien l'accroissement récent de la volatilité que l'on aurait tort de n'attribuer qu'à l'action des seules entités non régulées opérant *offshore*.

* Directeur du Trésor.

POUR UN RENFORCEMENT DE LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES ET DES MARCHÉS

À l'évidence, le moment est venu, et la demande insistante, de soumettre à un examen critique l'ensemble de nos instruments de régulation et de passer en revue le système mondial de gouvernance des marchés financiers et des entreprises. Il ne s'agit pas nécessairement de lutter à tout prix contre la volatilité : la volatilité est une constante des marchés financiers, elle reflète l'incertitude fondamentale dans laquelle ils évoluent, elle n'est donc pas critiquable, ni nocive en soi. Mais, l'expérience récente montre que ses excès peuvent grandement déstabiliser les acteurs des marchés financiers : émetteurs, investisseurs et épargnants, mais aussi nombre d'intermédiaires et de gestionnaires. Il ne s'agit pas non plus nécessairement de revenir sur la sophistication croissante des produits et des marchés financiers, ni de remettre en cause un certain nombre d'instruments, comme les produits dérivés, dont le rôle en faveur d'une meilleure répartition des risques ou d'une plus grande efficacité des marchés est ici ou là justement souligné ; mais leurs effets sur la stabilité financière mériteraient, à tout le moins, d'être mieux connus pour, le cas échéant, mieux les maîtriser. Il ne s'agit pas, enfin, nécessairement de substituer des régulations publiques partout où les acteurs s'organisent aujourd'hui, mais il faut apprécier point par point ce qu'il est juste de laisser en dehors de toute régulation, ce qui peut être laissé à l'autorégulation

des acteurs et ce qui doit être régulé, en déterminant alors comment.

Cette exigence peut paraître paradoxale alors que, en Europe et notamment en France, nos systèmes de régulation et de gouvernance n'ont pas révélé les mêmes failles qu'ailleurs, et qu'il apparaît même que, sur bien des points, nous étions peut-être en avance d'une crise - ainsi en matière de règles comptables de consolidation, de commissariat aux comptes, de transparence des sociétés... Mais nous devons nous garder de tout triomphalisme et veiller à rester toujours au niveau des meilleurs standards mondiaux, voire à les anticiper ou à les susciter. La France a toujours plaidé pour une régulation forte, pour un renforcement de la gouvernance des entreprises et des marchés, et l'expérience lui a bien souvent donné raison.

LE PROJET DE LOI DE SÉCURITÉ FINANCIÈRE

Cette exigence se décline tout d'abord au niveau national, avec le projet de loi sur la sécurité financière qui sera prochainement présenté par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et le garde des Sceaux.

La régulation des marchés et des professions financières

Il s'agit, tout d'abord, d'avoir des autorités de régulation fortes. Avec l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui résultera de la fusion de la Commission des opérations de Bourse (COB),



du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF), la France se dotera d'un régulateur à la mesure des enjeux nouveaux des marchés financiers, et à même de tenir son rang face à ses homologues étrangers. La fusion des différentes institutions actuelles permettra de rendre notre système de régulation plus efficace, grâce notamment à une capacité de contrôle accrue et à un mécanisme de sanctions rapide et sûr. Dans cet esprit, l'AMF disposera, sur le plan juridique et financier, de tous les moyens lui permettant de remplir sa mission. La fusion rendra également notre système plus lisible et moins coûteux pour les émetteurs, par exemple dans les cas d'offres publiques. Du côté prudentiel, essentiel dans un contexte où la stabilité financière repose largement sur la solidité des institutions financières, le projet de loi permettra de rationaliser la surveillance prudentielle du secteur de l'assurance, en fusionnant la Commission de contrôle des assurances (CCA) et la Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCMIP), et de développer les coopérations entre le superviseur du secteur bancaire, la Commission bancaire, et le nouveau superviseur du secteur de l'assurance, la Commission de contrôle des assurances et des institutions et mutuelles de prévoyance.

Il s'agit ensuite de porter une attention particulière aux acteurs qui, en produisant sur les entreprises de l'information « indépendante », qui prend aux yeux du marché une valeur particulière, presque d'intérêt général, jouent un rôle « d'auxiliaires de la transpa-

rence ». Ce sont les commissaires aux comptes, les analystes financiers et les agences de notation.

S'agissant des commissaires aux comptes, il s'agit tout d'abord des conditions de leur sélection et de leur désignation. Forts de l'expérience d'affaires comme Enron, nous devons veiller à ce que l'indépendance des commissaires aux comptes vis-à-vis du management soit strictement assurée. Les moyens d'y parvenir varient selon les pays. En France, la réflexion est en cours ; le comité d'audit a un rôle majeur à jouer sur ce point, mais il faudra peut-être poser quelques règles simples sans bouleverser le cadre juridique existant. Il s'agit ensuite de l'interdiction d'exercer, au profit d'un même client, des fonctions d'audit et de conseil. Celle-ci existe déjà, mais devra être élargie aux réseaux, dont il ne s'agit pas d'interdire pour autant la pluridisciplinarité. Cette clarification aura sans aucun doute un coût, mais il est dans l'intérêt de la collectivité des entreprises et donc de chacune d'entre elles. Il s'agit, enfin, de la création d'une autorité de contrôle externe à la profession, car - tout le monde en convient désormais - l'autorégulation a fait son temps. Une nouvelle autorité publique de supervision du commissariat aux comptes sera la garante de l'indépendance et de l'autorité des commissaires aux comptes. Elle disposera des moyens, des compétences et des pouvoirs lui permettant d'exercer pleinement ce rôle, et pourra aussi bénéficier de l'expérience acquise par la COB, dans les années récentes, en matière de contrôle des comptes des sociétés cotées.

S'agissant des analystes financiers,

des réformes ont été menées en France en 2002. Après l'adoption de la directive sur les abus de marché, le Comité européen des régulateurs (CESR) doit produire ses recommandations pour harmoniser les dispositions relatives à l'indépendance des analystes. C'est un sujet majeur, sur lequel des évolutions radicales semblent se dessiner aux États-Unis. L'Europe et les institutions financières européennes devront être irréprochables sur ce terrain.

Les agences de notation interviennent dans un cadre de concurrence limitée, du fait des critères d'agrément utilisés aux États-Unis par la Securities and Exchange Commission (SEC), seul régulateur mondial, ce qui peut susciter quelques questions. Or, leur influence peut être déterminante sur les mouvements de marché. À tout le moins, il faut engager, au niveau international et notamment avec nos partenaires américains, des discussions sur ce thème.

La gouvernance des entreprises

Il s'agit, enfin, d'améliorer encore notre système de gouvernement d'entreprise, au-delà des mesures prises par les entreprises elles-mêmes, à la suite notamment des rapports Viénot, et des dispositions importantes introduites, en 2001, par la loi sur les nouvelles régulations économiques. Le gouvernement a choisi d'intégrer certaines mesures de gouvernement d'entreprise dans le projet de loi sur la sécurité financière, mais dans une proportion limitée : le gouvernement considère que c'est avant tout aux entreprises de mettre en œuvre leurs propres recommandations, et que ce n'est que dans

les matières les plus importantes, ou lorsque les retards sont trop grands, que la loi doit intervenir ; c'est également l'esprit du rapport Winter. En outre, par tradition juridique, la France est attachée au principe de la collégialité du conseil d'administration, et il a paru difficile de consacrer dans la loi des notions comme le comité d'audit ou les administrateurs indépendants.

Sous ces réserves, le projet de loi sur la sécurité financière devrait comprendre plusieurs mesures relatives à la transparence des sociétés :

- une plus grande transparence vis-à-vis de l'assemblée générale sur l'application du règlement intérieur, l'organisation des travaux du conseil, le contrôle interne, les délégations de pouvoirs ;
- dans le même esprit, rapport des commissaires aux comptes à l'assemblée générale sur ces questions ;
- pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, information du marché sur ces questions *via* la documentation boursière, sous le contrôle de l'AMF ;
- rapport annuel de l'AMF sur les pratiques des sociétés faisant appel public à l'épargne en matière de gouvernement d'entreprise ;
- une plus grande transparence dans les relations avec les commissaires aux comptes, les dirigeants et les administrateurs liés à la société ne prenant plus part au vote sur leur désignation, et leur rémunération étant portée à la connaissance de l'assemblée générale ;
- obligation pour les dirigeants de sociétés faisant appel public à l'épargne de rendre publiques immédiatement toutes les transactions effectuées par eux



ou leurs proches sur les titres de la société.

Parallèlement, les exigences en matière de commissariat aux comptes seront renforcées :

- pour les entreprises avec, dans le cadre du double commissariat déjà existant, le renouvellement tous les trois ans de l'un des deux commissaires aux comptes ;

- pour les entreprises faisant appel public à l'épargne, l'AMF recevra le pouvoir de demander des informations aux commissaires aux comptes, de rendre un avis public sur leur nomination, et de répondre à leurs questions ; ceux-ci devant obligatoirement, dans certains cas graves, alerter l'AMF ;

- pour les commissaires aux comptes eux-mêmes avec l'interdiction, au niveau des réseaux, du cumul d'activités d'audit et de conseil au profit d'un même client, et avec le renforcement des interdictions de prises d'intérêts dans les groupes dont ils sont auditeurs.

LA DIMENSION EUROPÉENNE

Notre droit offre, aujourd'hui, un haut niveau de régulation des différents intermédiaires de marché, et donc de protection pour les émetteurs, les investisseurs et les épargnants qui y recourent. La France souhaite que ces exigences, ainsi que celles comparables ou meilleures qui peuvent exister chez nos voisins, soient reprises au niveau européen. C'est pourquoi la France a initié et soutient la démarche engagée par la Commission européenne avec le plan d'action sur les services financiers, de

même que la simplification et l'accélération de la procédure de production des normes à travers le « processus Lamfalussy », que nous souhaitons voir étendu, dans des conditions comparables, à la banque et à l'assurance.

Dans cet esprit, la France a soutenu l'adoption de la directive sur les abus de marché ; elle a joué un rôle moteur et très constructif dans la recherche d'un compromis sur le projet de directive sur les prospectus ; et elle soutiendra l'adoption de la directive sur les OPA.

Des enjeux majeurs entourent maintenant les travaux de révision de la directive sur les services d'investissement, dont la Commission européenne vient d'adopter le projet. Les autorités et les professionnels français sont favorables à la concurrence, tant entre les marchés réglementés eux-mêmes qu'entre les marchés réglementés et d'autres formes de systèmes de transactions ; c'est, en effet, la concurrence qui pousse les différentes plates-formes à se moderniser et à rendre un service toujours moins coûteux aux émetteurs comme aux investisseurs. Pour autant, les différents systèmes doivent être placés, au plan réglementaire, sur un pied d'égalité. Et l'encouragement légitime de la concurrence ne doit pas déboucher sur une excessive fragmentation des marchés, telle que les informations et les prix ne seraient plus aussi bien partagés, que les investisseurs, et notamment les plus petits d'entre eux, perdraient les garanties de bonne exécution des ordres dont ils disposent aujourd'hui, et que les régulateurs veraient leur tâche compliquée. Les régulateurs américains ne s'y sont d'ailleurs pas trompés : après avoir laissé la fragmentation des marchés se développer,

ils sont aujourd'hui déterminés à revenir sur ce qu'ils considèrent comme des effets pervers excessifs.

Enfin, le plan d'action que la Commission européenne envisage de proposer en matière de gouvernement d'entreprise pourra être l'occasion de progresser, à travers des formes de régulation qui restent à débattre, vers un standard européen encore plus élevé en la matière.

Une meilleure maîtrise des risques suppose également d'avoir des normes comptables qui permettent d'en prendre la juste mesure et qui soient un facteur de lisibilité et de stabilité. La France soutient le choix européen des normes IAS pour les comptes consolidés des sociétés cotées. Mais celui-ci n'implique pas pour autant une adoption irréfléchie, et il doit y avoir un débat sur certaines normes, dont l'état de maturation est contestable, car les normes retenues ne doivent notamment pas accroître l'instabilité financière. La réunion de novembre du Comité européen de réglementation comptable (ARC) a permis d'engager ce débat. Par ailleurs, nous devons anticiper davantage les questions de demain, et accélérer nos réflexions sur la manière dont cette évolution interagit sur les comptes sociaux et les comptes des petites et moyennes entreprises, sachant que plusieurs de nos partenaires européens ont, d'ores

et déjà, décidé de passer au tout IAS dès 2005.

LA COORDINATION INTERNATIONALE

La France souhaite, enfin, promouvoir ces exigences au niveau international, notamment dans le cadre de sa prochaine présidence du G7, pour laquelle le président de la République a souhaité faire de la gouvernance des entreprises et des marchés une priorité. La mission confiée par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à Michel Prada doit permettre de dresser un état des lieux et d'engager le débat avec nos partenaires.

Il faut, en effet, bien réfléchir aux domaines qui peuvent justifier une action coordonnée au niveau international, et tenir compte des intérêts et des cultures juridiques parfois différentes de nos partenaires.

Mais certains sujets comme les agences de notation, la réassurance ou les *hedge funds* viennent naturellement à l'esprit.

C'est en tout cas un des grands enjeux pour conforter au niveau mondial les efforts entrepris par chacune des grandes puissances économiques et financières pour restaurer la confiance dans les entreprises et les marchés.