



L'AVENIR DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE

JEAN-PIERRE JOUYET*

La situation des marchés dans le monde au printemps 2009, ainsi que le ralentissement de l'économie mondiale, sont la conséquence directe d'une crise financière ; cette crise est due essentiellement à une perte de confiance dans le système financier mondial. Face à cette situation, le premier objectif de tous les régulateurs est de rétablir la confiance dans le système financier, ce qui ne pourra se faire que par la mise en place des conditions d'un redémarrage sain du marché du crédit.

La confusion qui demeure dans les marchés financiers plus de dix-huit mois après le déclenchement de la crise, a surtout révélé qu'à la différence des affaires Enron ou Parmalat, qui ont résulté de problématiques techniques ou de fraudes spécifiques rapidement identifiées, des sources de dysfonctionnements graves se sont interpénétrées

cette fois tout au long de la chaîne financière. Elles se sont étendues depuis le montage originel des opérations par les banques d'investissement, avec la contribution des agences de notation, jusqu'aux conditions de gestion des portefeuilles par les investisseurs institutionnels, en passant par l'encadrement juridique, prudentiel et comptable des transactions financières, les modalités de négociation de titres sur les marchés de gré à gré ou les systèmes de refinancement des transactions sur le marché des pensions livrées. Il est donc particulièrement difficile de séparer analytiquement les sujets au plan global, tant ils sont interconnectés de manière profonde.

La nécessité d'une coordination accrue entre la régulation de marché et la réglementation prudentielle a été reconnue à la fin des années 1990 lors des crises asiatique et russe (en 1997 et

* Président de l'Autorité des Marchés Financiers.

1998 respectivement). La création du Forum de la Stabilité financière fut un des résultats de cette nouvelle approche. Depuis, les travaux du FSF ont permis de constater un progrès important dans l'analyse des problématiques et dans l'identification de solutions. La déclaration du G20 de Londres en avril dernier, en donnant un statut institutionnel au FSF et en le rebaptisant Conseil de la Stabilité financière, a reconnu l'importance et la qualité de ses travaux.

Le Forum de la Stabilité financière a publié un rapport en avril 2008¹ analysant la crise et identifiant les faiblesses au sein des différentes composantes du marché de la dette désintermédiée, faiblesses qui ont conduit à une crise des financements structurés et, de manière plus générale, à une crise de l'ensemble du système financier. Plusieurs recommandations de ce rapport, dont l'objectif principal était de créer les conditions d'un retour à la confiance des acteurs des marchés et de leur permettre de redémarrer leurs activités sur des bases saines, ont donné lieu à des travaux spécifiques au sein du FSF ou de ses membres. Ces travaux, qui incluent notamment des recommandations en vue d'un meilleur encadrement du marché par une régulation mieux conçue, ont servi de fondement aux recommandations émises par le sommet des chefs d'État du G20 à Londres.

Le G20 a exprimé dans une première déclaration en novembre 2008, et a réitéré le 2 avril dernier, son engagement à s'assurer que l'ensemble des institutions financières, des marchés et des produits financiers d'importance systémique soient soumis à un niveau

approprié de régulation et de supervision. La mise en œuvre de cet engagement passe nécessairement par la recherche de réponses aux questions suivantes : l'approche traditionnelle de la régulation financière doit-elle être modifiée afin de prendre en compte les spécificités des segments non régulés ? Comment élargir le périmètre de la régulation aux entités et aux marchés non régulés dont les activités peuvent impacter la stabilité financière au même titre que les entités et les marchés régulés ?

Il apparaît que le périmètre de la régulation devra être revu de façon à encadrer plus strictement certains aspects laissés jusqu'à présent à l'auto-régulation des acteurs du marché. Cela nécessitera une adaptation de la régulation notamment en ce qui concerne les moyens de sa mise en œuvre aux entités et marchés non régulés. Il existe en effet une grande disparité entre ces derniers, ce qui rend la tâche plus difficile. Les outils du régulateur devront donc nécessairement être adaptés.

La question d'une analyse des outils du régulateur est étroitement liée à celle de la relation entre le fonctionnement des marchés et la question de la stabilité financière. La difficulté provient du fait que la régulation prudentielle est essentiellement concentrée sur la solvabilité des intermédiaires, sans intervention dans le fonctionnement des segments de marchés non régulés dans lesquels des entités autres que les intermédiaires, notamment investisseurs et émetteurs, se retrouvent pour négocier ensemble. Or, la régulation de marché est restée focalisée sur le fonctionnement des marchés réglementés, les codes de conduite des acteurs

de ces marchés et l'information financière obligatoire pour les émetteurs sur ces marchés. L'analyse de la crise a démontré l'impact de l'activité des entités non régulées et de la négociation de produits non régulés sur le système financier mondial.

L'AMF, qui siège au CSF, contribue activement à ces travaux internationaux et estime que les régulateurs devraient concentrer leurs efforts sur les axes principaux suivants afin de contribuer au rétablissement des conditions de démarrage du marché du crédit et ainsi au rétablissement de la confiance dans le système financier global :

- les obligations d'information sur le marché primaire ;
- la transparence du marché secondaire ;
- les diligences des investisseurs ;
- les fonds alternatifs ;
- l'organisation des infrastructures de post-marché ;
- le rôle des agences de notation.

LES OBLIGATIONS D'INFORMATION SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE

Des mesures pour améliorer la transparence du marché du crédit et la pertinence de l'information fournie par les émetteurs ou arrangeurs de produits structurés ainsi que la capacité des investisseurs à prendre des décisions d'investissement fondées sur des données solides sont essentielles pour rétablir la confiance dans le marché.

L'analyse de la récente et profonde dégradation du marché du crédit a

montré la nécessité d'une information mieux adaptée à la nature des produits offerts, à la fois au moment de l'émission, mais aussi et surtout pendant la durée de vie des titres. Si les émissions d'ABS (*Asset-Backed Securities*) cotées en Bourse font d'ores et déjà l'objet d'une réglementation spécifique, en particulier en Europe et aux États-Unis, en revanche, pour de nombreux produits, des efforts importants de clarification et de standardisation restent à faire, notamment au niveau de l'information périodique qui doit être donnée aux investisseurs. Eu égard à la nature spécifique de ces produits, une information régulière sur le comportement des actifs sous-jacents (évolution du taux de défaut des prêts, composition des portefeuilles) est aussi, voire plus importante qu'une information sur les états financiers de l'entité émettrice. Plusieurs associations professionnelles ont travaillé sur ce sujet, notamment les forums européen et américain de la titrisation (*American and European Securitisation Forums*).

Il serait ainsi fondamental d'élaborer des règles générales relatives à la diffusion d'informations à l'émission et dans le courant de la vie du produit, règles qui serviraient de fondement pour le développement par les associations professionnelles de standards plus détaillés et de la documentation juridique nécessaires à l'élaboration des prospectus ou des contrats d'émission. Pour le régulateur français, l'objectif est de créer un cadre suffisamment robuste et clair, qui puisse servir de référentiel et favoriser une convergence globale des pratiques en la matière.

LA TRANSPARENCE DU MARCHÉ SECONDAIRE

Le marché secondaire de la dette est très différent du marché des actions, au sens où les transactions sont essentiellement réalisées en dehors du marché réglementé et font l'objet, notamment en Europe, d'une moindre transparence. Les dispositions de la directive MIF relatives à la transparence sur les marchés ne s'appliquent en effet qu'aux actions. Les transactions sur produits structurés non cotés, réalisées de gré à gré, ne font pas non plus l'objet d'une transparence spécifique. Des initiatives privées permettent aux acteurs les plus importants du marché d'avoir accès à des données de prix et de volume pré- ou post-négociation. Les turbulences financières de l'année 2008 ont cependant mis en évidence les difficultés résultant du manque d'information sur les marchés secondaires de certains actifs parmi lesquels les obligations d'entreprises, les produits structurés et les dérivés de crédit, contribuant ainsi à l'effondrement de la liquidité. Cette carence a eu également pour effet de créer des distorsions entre les investisseurs disposant d'instruments sophistiqués de valorisation et ceux disposant d'instruments plus simples.

L'AMF plaide depuis longtemps pour une plus grande transparence post-négociation comme facteur d'efficience du marché et souhaite qu'en Europe, dans le cadre de la révision de la directive MIF, les marchés de taux soient assujettis à des obligations de transparence qui amélioreront les flux d'information entre les différentes

parties prenantes et accroîtront *in fine* la liquidité du marché.

LES DILIGENCES DES INVESTISSEURS

La crise a montré la nécessité de mieux établir le principe et le détail de diligences accrues de la part des investisseurs dans le domaine des produits de financement structuré. Du fait notamment de la forte asymétrie d'information existant sur ce marché entre les banques arrangeuses et les agences de notation d'une part, et les investisseurs d'autre part, la décision d'investir dans ce type de produits a en effet largement reposé ces dernières années, sur la seule opinion des agences. Ceci a conduit, en particulier pour le marché des dérivés de crédit, à une sous-estimation des risques concernant la valeur des actifs ou concernant la qualité des contreparties et, partant, à un accroissement de la volatilité des prix en période de marché fortement baissier. L'AMF souhaite que les gestionnaires financiers développent leurs diligences propres lorsqu'ils investissent dans des produits structurés pour le compte des OPCVM qu'ils gèrent, notamment ceux offerts aux investisseurs particuliers. Certaines associations professionnelles ont commencé des travaux sur ce sujet. Cette question doit être particulièrement examinée dans le cadre du groupe de travail de l'OICV dédié à la gestion présidé par l'AMF.

Par ailleurs, l'AMF propose que le cadre réglementaire facilite l'émergence de modèles alternatifs d'analyse de

crédit, en complément du système actuel des agences de notation. De nouveaux modèles d'évaluation pourraient ainsi se développer sur un marché plus concurrentiel, avec le soutien des investisseurs, qui permettent à ces derniers de remplir leurs obligations de diligences et d'évaluation des risques de façon professionnelle et indépendante.

LES FONDS ALTERNATIFS

L'activité globale des fonds alternatifs (*hedge funds*) impose d'évidence une coordination internationale, seule à même de définir des règles appropriées garantissant une maîtrise efficace des risques, notamment systémiques, au niveau mondial. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et le Conseil de la stabilité financière (CSF) en sont les enceintes privilégiées.

Ainsi, l'AMF a contribué aux travaux de la Task Force on Unregulated Entities de l'OICV qui, suite à la demande du G20 en novembre à Washington, ont abouti à un rapport qui a été soumis à consultation. Ce rapport pose des principes que les régulateurs membres de l'OICV devront appliquer pour réguler les *hedge funds*, leurs gérants et leurs contreparties.

Au niveau européen également, le sujet des *hedge funds* constitue un enjeu important comme en témoigne le projet de directive sur les gérants de fonds alternatifs que la Commission européenne a publié à la fin du mois d'avril. Si les termes de ce projet corres-

pondent aux grandes lignes fixées par le G20 en avril à Londres, notamment au regard de la réduction des risques systémiques, le projet actuel ne va pas assez loin dans la garantie d'une régulation visant à assurer toute la transparence sur la gestion des fonds. L'AMF a ainsi souligné qu'il fallait mettre un terme à l'opacité qui prévalait jusqu'ici pour des *hedge funds* enregistrés dans des centres *offshore*. Ainsi, il faut assurer que ce projet impose à tous les *hedge funds* gérés par une société de gestion établie en Europe et qui peuvent présenter un risque systémique, un *reporting* à un régulateur prudentiel. L'AMF et les autorités françaises seront particulièrement vigilantes quant aux conséquences potentielles de ces développements sur la gestion alternative française pour éviter qu'ils ne se traduisent par un niveau de concurrence déloyale de la part de fonds situés dans des centres *offshore* en défaveur de la gestion alternative française, soumise à un cadre réglementaire imposant des règles tant sur les fonds que sur les gérants. La crise a montré que ce choix d'un cadre sécurisé est le bon.

LE RÔLE DES AGENCES DE NOTATION

Du fait de leur rôle central sur le marché des financements structurés, les agences de notation ont été rendues en partie responsables des excès et dysfonctionnements considérés comme à l'origine de la crise des *subprimes*. En particulier, le caractère soudain et spectaculaire des dégradations de notes par les agences de notation depuis l'été

2007, de même que le caractère tardif de leur réaction par rapport à l'évolution des fondamentaux économiques, notamment sur le marché immobilier américain, ont alimenté des doutes sur la robustesse des méthodologies, des modèles et des données utilisés et, *in fine*, sur la fiabilité de la notation elle-même. Au plan international, les régulateurs de marché ont réagi de manière rapide à ces dysfonctionnements. En particulier, après avoir examiné en profondeur le rôle des agences de notation sur le marché des produits structurés, l'OICV a modifié certains aspects clés de son code de conduite et a ensuite analysé la mise en œuvre de ce nouveau code par les agences de notation. Elle se penche désormais sur le renforcement de la coordination au plan international de la régulation et de la surveillance des agences, une initiative encouragée par le G20.

Sur un plan plus régional, de profondes évolutions dans le mode de régulation des agences ont été engagées, notamment en Europe, avec la proposition de règlement sur les agences de notation financière publiée en novembre 2008 qui prévoit le passage d'un système d'autorégulation des agences à l'introduction d'une forme effective et coordonnée de supervision communautaire. L'AMF constate que le projet de règlement européen adopté, il y a quelques semaines, marque des avancées. Si l'enregistrement et la supervision des agences ne sont pas dès à présent confiés à CESR, celui-ci demeure un point d'entrée ; nous espérons que d'ici à juin 2010, la Commission sera à même de faire une proposition plus

efficace de supervision européenne des *hedge funds*.

Plus globalement, l'AMF continuera en outre à insister sur la nécessité d'une plus grande transparence des agences sur les notes individuelles et les éléments méthodologiques ou d'appréciations spécifiques qui les sous-tendent, les données statistiques qu'elles utilisent, ainsi que les actifs composant les produits, et, plus généralement, toutes les données nécessaires pour apprécier la performance des agences, c'est-à-dire la pertinence de leur appréciation des risques, afin que les investisseurs puissent améliorer leurs propres appréciations et gestion des risques.

L'ORGANISATION DES INFRASTRUCTURES DE POST-MARCHÉ

La crise des *subprimes* a souligné la nécessité de mettre en place des services de compensation pour les opérations des marchés de dérivés de gré à gré, qui garantissent une meilleure maîtrise des risques de contrepartie et des conditions de transfert du numéraire et des titres entre acteurs concernés. Plusieurs initiatives en la matière ont déjà été annoncées aux États-Unis et en Europe. Au plan européen, à la suite du communiqué du commissaire européen McCreevy du 17 octobre 2008, les services de la Commission européenne ont créé un groupe de travail qui a abouti, en février dernier, à un engagement de principe de la part des acteurs du marché d'utiliser au moins une chambre

de compensation européenne pour la compensation des *credit default swaps* (CDS) avant le 31 juillet 2009. Les services de la Commission se sont également engagés à apporter des éléments de réponse aux aspects techniques relatifs à la structure et aux exigences préalables à la création de telles chambres de compensation. L'annonce parallèle, le 18 décembre 2008, par l'Eurosystème de son souhait de voir établie une chambre de compensation pour les dérivés de crédit en zone euro, constitue l'autre élément fondateur de toute solution opérationnelle en ce domaine. Compte tenu des enjeux en cours, il est désormais nécessaire de faire émerger rapidement une infrastructure en zone euro apportant les garanties utiles tant en termes de qualité des membres des chambres de compensation que d'efficacité dans le traitement des flux financiers. L'AMF soutiendra activement les initiatives que la Commission et l'Eurosystème prendront en ce sens, aux niveaux tant opérationnel que législatif. Cependant, seule une part du marché OTC est susceptible de passer par la compensation. Il convient donc, au-delà de ces initiatives, de déterminer le bon niveau de régulation des opérations OTC non centralisées, tant du point de vue macroprudentiel que

de celui du bon fonctionnement des marchés et de la lutte contre les abus de marché.

Le rétablissement de la confiance dans la qualité du système financier global passera par le renforcement de la régulation financière. Renforcer la qualité de l'information primaire et la transparence du marché secondaire, sécuriser le dénouement des opérations, mettre en place une régulation des acteurs du marché tels que les fonds alternatifs et les agences de notation sont des éléments essentiels. L'AMF est mobilisée pour favoriser l'émergence de principes clairs et harmonisés au plan international dans ces domaines. Sur ces fondements, les régulateurs pourront ainsi définir une politique ambitieuse de surveillance des marchés, à même de leur permettre d'en mesurer les développements et de mieux prévenir les déséquilibres. Le renforcement de l'efficacité de la supervision financière nécessitera aussi une révision de l'architecture institutionnelle au plan mondial, qui a fait l'objet de propositions du Groupe Larosière et a été amorcée lors de la dernière réunion du G20.

NOTE

1. « Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience ».

