



INTERVIEW

MICHEL PRADA*

Les systèmes de régulation financière dans le monde se caractérisent par une certaine hétérogénéité. Pensez-vous que l'on assiste à une convergence vers un modèle commun, et lequel vous paraît préférable ?

Je ne sais pas si l'on peut dire que nous allons vers un modèle commun. Ce que je crois, c'est qu'on voit se caractériser des « modèles » d'architecture qui combinent de manière fonctionnelle les différents éléments matriciels de la régulation financière.

Depuis quelques années, on voit s'opérer une différenciation entre la régulation prudentielle, d'une part qui s'applique aux intermédiaires financiers porteurs de risque dans leur bilan, cette régulation prudentielle ayant pour objet de prévenir le risque systémique, et, d'autre part, la régulation de marché qui est une régulation plus microéconomique qui porte sur les règles, les comportements, les pratiques des acteurs du marché dans leurs relations entre eux, c'est-à-dire les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires financiers.

Deuxième grande typologie qui permet de distinguer les architectures : c'est la nature juridique des acteurs de la régulation. Pendant très longtemps on a vécu avec des systèmes financiers dans lesquels une partie de l'intermédiation et notamment la bourse avec ses membres était un quasi monopole de service public (ce que les anglos-saxons appellent une *utility*). La surveillance du dispositif était une combinaison d'autorégulation très décentralisée confiée aux professionnels, avec des règles très générales, souvent de la compétence des autorités centrales, des ministères. Depuis quelques années, on voit se produire dans différents pays un déplacement du centre de gravité des systèmes de régulation, sur lequel je vais revenir.

A partir de ces deux grandes divisions, on peut dire aujourd'hui qu'il y a d'abord une convergence évidente sur le plan mondial pour avoir partout des systèmes de régulation, ce qui n'était pas nécessairement le cas dans un certain nombre de pays. Il y a également partout une tendance à l'homogénéité de l'approche fonctionnelle de la régulation en fonction d'objectifs et

* Président de la Commission des opérations de Bourse.



de principes qui deviennent de plus en plus internationalement reconnus. En revanche, il subsiste une grande différence entre les systèmes actuellement en évolution et je crois qu'on peut dire qu'il y a clairement une distinction entre ceux qui ont choisi de maintenir dans leur architecture la distinction basique entre la régulation prudentielle et la régulation de marché et ceux qui ont choisi un système unitaire.

Les premiers confient à un ou plusieurs organismes, dans chacun des domaines, une responsabilité spécifique : on peut dire que le modèle français est de ce type, avec, d'un côté, les organismes de régulation bancaire, d'entreprises d'investissements et d'assurances, et, de l'autre, la Cob et le CMF, régulateurs de marché. C'est le système qu'on retrouve en Allemagne, en Italie, en Espagne, et, dans une certaine mesure, aux États-Unis.

Les seconds comportent des pays qui, soit pour des raisons de taille, historiquement - notamment les pays nordiques - soit pour des raisons d'analyse fonctionnelle, comme la Grande-Bretagne récemment, ont décidé de tout regrouper à l'intérieur d'un seul ensemble, dont l'exemple aujourd'hui en cours d'achèvement est le *Financial Services Authority*.

Il est toujours très difficile de porter un jugement de valeur sur un système : tout système est ancré dans la culture, l'histoire et le droit du pays dans lequel il se trouve. Si j'avais néanmoins à exprimer une préférence par rapport à cette première grande ligne d'évolution, je défendrais plutôt le système à deux piliers. Je crois qu'il existe certaines contradictions internes entre le contrôle prudentiel, d'un côté, et le contrôle de marché, de l'autre côté, et qu'il y a probablement intérêt à les confier à des organismes différents, pourvu que ces organismes coopèrent étroitement entre eux par des mécanismes de représentations croisées dans leurs organes de direction. Donc, je suis plutôt en faveur du système français, au demeurant en cours de simplification, qu'en faveur du système britannique. Il y a un autre argument, qui peut être également défendu, mais il se retourne dans une certaine mesure, c'est que dans des marchés importants avec des populations à réguler nombreuses et puissantes, le régulateur unique devient véritablement un organisme considérable, dont le pilotage n'est probablement pas très facile, dont la visibilité n'est pas évidente pour tout le monde : on a les avantages et les inconvénients de la concentration. Personnellement, je pense qu'une rationalisation autour de deux piliers principaux (la *twinpeaks regulation* selon la formule des Australiens), est un système qui est raisonnable.

La deuxième ligne sur laquelle je voudrais insister, parce qu'à mon avis elle a été moins perçue au cours des dernières années, mais elle apparaît de plus en plus nettement aujourd'hui, c'est la problématique de la relation entre les autorités centrales et les autorités professionnelles, la problématique de la nature et du statut du régulateur. Je pense que ce qui s'est passé depuis quelques années, particulièrement en Europe, se caractérise, en premier lieu, par un mouvement d'autonomisation de la régulation « publique », confiée à des autorités administratives indépendantes, par délégation en quelque sorte des autorités ministérielles traditionnelles. C'est



un mouvement très ancien aux États-Unis, avec la création de la Sec avant la guerre qui a inspiré la Cob en 1967, mais qui est plus récent dans la plupart des autres pays. Il faut savoir que dans des pays tels que l'Allemagne, le Japon, grands pays industrialisés, jusqu'à ces toutes dernières années la régulation était très largement surveillée par les ministères des Finances eux-mêmes. En second lieu et en contrepoint, l'autorégulation, la régulation confiée aux entreprises de marché notamment, était très largement la règle et venait compléter la régulation ministérielle : elle existe encore en Allemagne, en Hollande, et jusqu'à récemment au LSE britannique. Là encore, la France a été plutôt en avance dans l'évolution, avec la loi de 1996 : on voit le point d'équilibre du système se déplacer, par un double mouvement, à partir du ministère des Finances vers les autorités administratives indépendantes, et, de l'autre côté, par une remontée de la *self regulation* à l'autorité administrative indépendante, avec un dosage qui varie selon les pays, de représentation des professionnels et des « institutionnels ». Il est en effet tout à fait évident qu'on ne peut pas réguler un marché sans une implication forte et directe des professionnels. Il est non moins évident que dans des dispositifs où la concurrence joue de plus en plus, l'auto-régulation ne marche plus, parce que les professionnels ont des intérêts propres, et que la régulation a un champ de vision plus large que les intérêts propres des professionnels : il y a donc un besoin de mixage entre l'intérêt général d'une part et l'intérêt de la Place, des acteurs du marché, d'autre part. Ceci justifie l'émergence, à peu près généralisée dans le monde, d'autorités administratives indépendantes combinant les deux grands types de préoccupations.

Que pensez-vous des réformes en cours en France ?

Je trouve qu'elles vont dans le bon sens : elles sont cohérentes avec le discours que je viens de tenir. Je pense que notre système est philosophiquement cohérent par rapport au modèle que j'ai évoqué, c'est-à-dire d'un côté régulation prudentielle, de l'autre régulation de marché. Je trouve néanmoins que notre système est un peu compliqué par la multiplicité des organismes qui le composent. Même si ces organismes ont entre eux des liens de coopération satisfaisants, la lisibilité de ce système n'est pas évidente. Dans la mesure où nous sommes de plus en plus ancrés dans un univers international et globalisé où la régulation devient un enjeu majeur de l'attractivité des marchés, je crois que nous avons intérêt à rendre le système plus simple. De ce point de vue, les idées et le projet présentés par le ministre de l'Économie des Finances et de l'Industrie me paraissent aller dans le bon sens. Je suis convaincu qu'on peut construire une autorité de marché regroupant la Cob et le CMF et gardant l'essentiel de leurs compétences. Je ne me prononcerai pas sur un domaine que je connais moins bien, qui est l'intimité du système de la régulation prudentielle, mais il est clair, on le voit au plan international, qu'une bonne articulation entre la supervision des banques, des entreprises d'investissement, des compagnies d'assurances



est souhaitable, dans la mesure où l'on voit que les compagnies d'assurances, dans une partie de leur activité, mettent en jeu des natures de risque et utilisent des techniques qui ne sont pas fondamentalement étrangères à celles des autres entités. Je note que la France a déjà fait un mouvement en ce sens en confiant aux autorités prudentielles bancaires la supervision des entreprises d'investissement. Je rappelle qu'aux États-Unis, les choses sont séparées : la Fed surveille les banques, mais c'est la Sec qui surveille les entreprises d'investissement sur le plan prudentiel ; ceci me paraît poser là-bas quelques problèmes qu'au fond nous avons résolus ici. Aller un peu plus loin par une coordination appropriée de la supervision bancaire, de la supervision des entreprises d'investissement et de la supervision des assurances me paraît donc une idée raisonnable.

Quelle organisation serait-il souhaitable d'instaurer en Europe pour renforcer la cohérence et l'efficacité de la supervision de l'industrie des services financiers à l'échelle de l'EEE tout en respectant le principe de subsidiarité ?

C'est une question en cours de traitement puisque le Groupe Lamfalussy lancé à l'initiative de la France doit précisément apporter des éléments de réponse.

Quel est le constat en ce qui concerne la régulation financière européenne ?

Premièrement, nous avons un processus « législatif » d'ouverture du marché qui est extraordinairement avancé : libre circulation, reconnaissance mutuelle, et, pour certains pays, monnaie unique, donc un espace économique qui s'est considérablement ouvert au cours des dernières années. Secundo, dans le domaine de la régulation prudentielle, nous avons, depuis longtemps, des mécanismes de coopération organique entre les banques centrales des pays et les superviseurs bancaires (c'est moins vrai pour les superviseurs d'assurances) des mécanismes qui fonctionnent et qui ont été sophistiqués par la construction qui a accompagné la création de l'euro et du système européen de banques centrales autour de la BCE.

Tertio, et en revanche, dans le secteur de la régulation des marchés financiers, on est dans un univers qui reste extraordinairement fragmenté. Certes, il y a eu entre 1979 et 1993 une série de directives qui ont tendu à structurer le marché : il reste que la plupart de ces directives sont très anciennes, que leur mise en œuvre a été faite de manière très disparate selon les pays, que de nouveaux produits et de nouveaux acteurs sont apparus, et que la réalité, c'est quand même l'extraordinaire hétérogénéité des dispositifs de régulation financière en Europe. C'est le premier constat.

Deuxième constat : devant ce relatif désordre, ou retard, dans la régulation des marchés, pour concevoir des réponses opérationnelles, il ne faut pas oublier que la régulation des marchés est une activité quotidienne, « cousue main », extrêmement imbriquée dans le jeu des relations entre les différents



acteurs. C'est une régulation qui prend en compte des données culturelles et comportementales très importantes...

La conclusion est donc pour moi très claire. La manière de traiter le sujet doit reposer sur deux grandes approches complémentaires :

- il faut que les autorités européennes conduisent avec volontarisme un travail d'approfondissement de l'harmonisation des règles qui régissent les marchés : il faut à tout prix actualiser et compléter les différentes directives. Les priorités sont évidentes : ce qui touche aux offres publiques, aux OPCVM, au droit comptable, aux règles mêmes de l'information financière qui est le carburant des marchés, doit être harmonisé de manière ambitieuse et le plus rapidement possible. Le premier travail est là. C'est l'objet du plan d'action de la Commission européenne ;

- en ce qui concerne la mise en œuvre des règles par les régulateurs, en revanche, nous n'en sommes pas au point, si tant est que nous y soyons jamais, où l'on pourrait imaginer un grand régulateur européen, une Sec européenne que certains appellent de leurs vœux. A mon avis, ils n'en voient pas les implications pratiques. Personnellement, pour des raisons de subsidiarité et surtout pour des raisons pratiques, je crois qu'il faut d'abord construire un vrai réseau de régulateurs avec des relations étroites et organisées entre eux, avec un processus de coordination et d'arbitrage entre eux, à la fois quant aux conditions dans lesquelles ils mettent en œuvre les règles et quant à la coopération organique quotidienne qu'ils doivent avoir, pour surveiller et sanctionner... C'est un peu ce que les régulateurs ont commencé à créer spontanément avec Fesco¹ : Fesco a été créé en 1997 à Paris, à l'occasion du 30^{ème} anniversaire de la Cob et c'est un geste volontaire des régulateurs qui ont voulu se retrouver pour discuter ensemble d'un certain nombre de sujets, pour essayer de trouver des terrains d'entente, et pour bâtir en outre un réseau de coopération organique entre les services de surveillance, baptisé Fescopol. Mais Fesco n'a aucune base juridique institutionnelle : il n'est pas reconnu dans le cadre européen ; c'est donc une institution utile mais ce n'est pas suffisant. Mon vœu, c'est qu'on donne à Fesco une reconnaissance et une capacité.

Je crois que, dans un premier temps, l'articulation de ces deux gestes majeurs : reprise de l'harmonisation des règles d'une part, construction du réseau intégré des régulateurs, et sa reconnaissance juridique, sont la meilleure manière de traiter les problèmes de la régulation en Europe. Je ne dis pas qu'on ne verra pas apparaître des opportunités d'intégration plus forte, mais pour le moment ceci me paraît être la sagesse. Il n'y a qu'une hypothèse dans laquelle je verrais la nécessité de créer quelque chose de franchement intégré au niveau européen, c'est celle dans laquelle dans le domaine des Bourses, le jeu de la compétition, qui est aujourd'hui assez confus, conduirait à une plate-forme dominante. Si on devait avoir un marché paneuropéen dominant, il paraîtrait évident que cette Bourse devrait être surveillée par une autorité européenne, et non par une autorité nationale. Mais on en est loin : la situation est loin d'être stabilisée.

Quel bilan peut-on tirer de l'action récente de l'OICV ? Dans quels axes devrait-elle maintenant développer son action ? Comment mieux assurer la mise en œuvre effective de ses principes ?

Il faut reconnaître que l'OICV qui est à l'origine un club de régulateurs nord-américains créé de manière spontanée, est aujourd'hui devenue un organisme mondial reconnu et respecté mondialement. C'est d'abord une grande réussite de fédération internationale spontanée.

Le bilan de l'action de l'OICV après 25 ans me paraît, en outre, remarquable. On peut distinguer trois grandes catégories de réussite :

- la première, celle dont on parle le moins, c'est précisément la construction de ce réseau de régulateurs : c'est à travers l'OICV que s'est bâti le système de *memorandum of understanding*, par lequel les régulateurs se sont liés les uns aux autres bilatéralement pour échanger de l'information et travailler ensemble, et c'est grâce à l'OICV que les hommes et les femmes qui travaillent à la régulation du marché apprennent à se connaître et à se faire confiance ;

- la deuxième, ce sont les études et propositions analytiques sur les grands sujets, qui ont probablement contribué à la structuration de l'industrie financière dans le monde. Un bon exemple peut être celui du domaine comptable qui est stratégique pour les marchés financiers, puisque l'information financière est structurée par la méthodologie comptable. Or cette méthodologie était, et est encore, hétérogène. L'OICV s'est attaqué à cette affaire au début des années 1990. Très rapidement l'OICV a compris le besoin d'un standard international, et a donc décidé de travailler avec l'IASC². L'OICV a approuvé à Sidney en mai 2000 les *Core Standards* de l'IASC. L'élan ainsi donné à cette organisation a justifié que l'Union européenne se propose de rendre obligatoire le standard IASC à horizon 2005. C'est un bel exemple du succès de l'OICV.

- troisième grande catégorie de réussite : c'est d'avoir opéré la synthèse des travaux engagés depuis une vingtaine d'années et de bâtir à partir de cela ce qu'on a appelé les « Objectifs et les Principes de la régulation financière ». C'est véritablement la charte de la régulation financière qui a été bâtie et adoptée par l'organisation, avec un degré d'opérationnalité assez fin ; ce travail inspire aujourd'hui dans la plupart des pays l'architecture fonctionnelle de ce que doit être une régulation financière.

Pour l'avenir, les axes de travail de l'OICV sont clairs : tout d'abord, elle va continuer de se pencher sur des sujets techniques, comme la problématique du contrôle de la qualité de l'information ou les ECNs et la manière dont on les traite, etc... Son champ d'action dans ces domaines est inépuisable.

Le deuxième axe concerne la mise en œuvre des principes et le renforcement de la coopération. La coopération, à part l'Europe, reste très bilatérale. Quant à l'application des principes, jusqu'à maintenant, l'OICV a fonctionné sur la base du consensus. Elle n'a jamais été confrontée à des problèmes de discipline de ses membres. D'où une délicate balance entre le



désir de voir mettre en oeuvre ses principes, et le désir de moduler son action pour ne pas jeter hors de la famille les gens qui ont du mal à appliquer, volontairement ou non, lesdits principes. On devra probablement mélanger des mécanismes d'autocontrôle, de contrôle par les pairs et de contrôle externe, avec l'aide du FMI et de la Banque mondiale, par exemple.

**Comment le *Financial Stability Forum* remplit-il ses fonctions ?
Fait-il double emploi avec d'autres institutions ?**

L'idée du *Financial Stability Forum* se fonde sur un double constat. Cette affaire est née de la crise financière asiatique. A cette occasion, on s'est rendu compte qu'il y avait éclatement et diversité extrême des organismes dans lesquels on se préoccupait de régulation financière internationale, sans lieu où tous les joueurs se rencontrent, et d'autre part, très important à mes yeux, qu'il pouvait se créer entre la réalité et la perception que l'on en avait dans les instances officielles un écart pouvant avoir des conséquences fâcheuses.

D'où la réponse du *Financial Stability Forum*, qui avait une double vocation : réunir tout le monde, et remplir ce *gap*, ce fossé entre réalité et convention, que l'approche diplomatique et les jeux administratifs tendent à creuser.

Je pense que le Forum remplit son rôle. Il a amélioré les conditions de coopération entre les différentes entités.

Dans le domaine de la régulation financière, il existait déjà le *Joint Forum*, qui a été créé à l'origine pour la supervision des conglomérats financiers, et qui s'est ensuite élargi pour regrouper les régulateurs de banques (Comité de Bâle), de marchés financiers (OICV) et d'entreprises d'assurances (IAIS). Ce *Joint Forum* n'était lui-même que la réunion d'organismes fédérateurs dépourvus de statut international. Le FSF a établi un pont entre ces organismes, les institutions financières internationales officielles, que sont principalement le FMI et la Banque mondiale, et les gouvernements du G7. Le *Joint Forum* a en outre engagé un processus par lequel il a commencé à établir un pont entre les grands pays et les pays émergents.

Le FSF a entrepris un certain nombre de travaux utiles que les autres ne peuvent pas entreprendre, ou tout au moins que les autres ne peuvent pas entreprendre seuls. Chacun peut s'occuper d'un sujet, mais il n'a pas nécessairement la légitimité pour donner à ses conclusions une portée internationale. Dans le cas des *hedge funds* (les fonds à haut effet de levier), au moins cinq ou six rapports ont été écrits sur le sujet, mais aucun d'entre eux ne représentait véritablement une synthèse internationale, sur laquelle une position internationale pouvait se définir. Le fait que le *Forum* ait confié à Howard Davies le soin de produire un rapport de synthèse a probablement clarifié la problématique et la démarche à mettre en oeuvre.

Ne trouvez-vous pas que dans ce domaine, les premières propositions sont particulièrement timides ?

Quand vous essayez de mettre d'accord la plus grande partie du monde

sur un sujet compliqué, vous êtes obligé de tenir compte des positions relatives des différents pays, et de la réalité. Cela n'empêche pas chacun d'avoir une ambition propre, et la France en avait une, marquée, dans cette affaire des *hedge funds*, alors même que ce n'était pas le pays le plus engagé financièrement.

La démarche du *Forum* a permis tout d'abord d'établir une analyse remarquable et consensuelle de la problématique de fond ; ensuite elle a dégagé la conclusion qu'on ne pouvait pas faire une régulation directe, généralisée des *hedge funds*, mais qu'on devait s'appuyer, d'une part sur une transparence accrue de ces fonds, et d'autre part, et surtout, sur la mise en responsabilité de leurs contreparties, notamment bancaires ; troisièmement l'accord s'est fait sur l'idée que si, d'aventure, le processus continuait à dériver, alors il faudrait songer à une régulation directe. C'est typiquement une conclusion de type stratégique, qui correspond bien à une démarche internationale à court-moyen terme.

Quant à l'avenir, je crois que le *Forum* ne doit pas trop développer de travaux propres : il doit surtout jouer son rôle de mise en réseau et de synthèse.

Le *Forum* peut aussi jouer un rôle actif dans la mise en œuvre des principes, et il a commencé à le faire : il a contribué à l'accélération du processus, et notamment il a établi un lien entre les organisations « en charge de la puissance publique » (les organisations étatiques et les organisations internationales intergouvernementales) et les réseaux de régulateurs. L'appui des grandes organisations pour la mise en œuvre des principes est sans doute nécessaire.

Le *Forum* a enfin été capable, dans le domaine des centres *offshores*, de poser en quelques mois une analyse claire et de prendre la décision difficile et controversée de publier une liste, en les classant, des centres *offshores* en fonction de la qualité de leur régulation et de leur coopération dans le domaine de la supervision financière internationale. Je crois que cette dynamique ne s'arrêtera pas et qu'elle a relancé les efforts engagés par ailleurs.

Au total, le *Forum* doit se défendre de devenir une nouvelle organisation internationale, mais être un lieu de coordination, et aussi un lieu où l'on peut parler du réel notamment avec les professionnels.

NOTES

1. Le Forum of European Securities Commissions.
2. International Accounting Standard Committee.