



LA RÉGULATION FINANCIÈRE DANS LE MONDE POST-ENRON

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

Le capitalisme, débarrassé de son ennemi de l'extérieur depuis la chute du mur de Berlin, doit désormais relever de sérieux défis internes. Une configuration qui n'est pas nécessairement plus confortable que la précédente, et qui soulève de redoutables questions à l'articulation de l'efficacité et de la légitimité du système, appelant des réponses à la fois réfléchies et rapides (s'il est possible de concilier les deux...). La multiplication des crises et des déconvenues, depuis Enron jusqu'aux grands opérateurs de télécommunications, en passant par WorldCom, Tyco, Vivendi Universal, sans oublier la crise économique et financière en Argentine, au Brésil ou en Turquie, suscite aujourd'hui une « demande » de rérégulation financière. L'offre est en train de s'adapter, plus ou moins intensément, plus ou moins vite (avec les retards habituels de la réglementation par rapport aux évolutions de marchés), et avec une efficacité différenciée selon le niveau considéré :

national, européen ou mondial. Au plan international et pas tout à fait mondial, l'exercice de coordination en cours, à Bâle (Comité de supervision bancaire) et à Bruxelles, pour améliorer la gestion des risques par les banques et le ratio de solvabilité qui leur est appliqué représente l'*aggiornamento* réglementaire par excellence. D'autres chantiers, mis en avant depuis les événements du 11 septembre 2001 et l'essor du terrorisme international, relèvent de la lutte contre le blanchiment de l'argent sale, contre le financement du terrorisme... Sans oublier les sujets récurrents que représentent les paradis fiscaux, les zones de non-droit ou, de façon plus centrale, la réforme de l'architecture financière internationale à propos de laquelle peu de progrès, malheureusement, ont été enregistrés depuis que l'on en parle.

L'objet de cette contribution est de centrer l'attention sur quelques axes de la régulation financière dans ce que j'appelle, pour simplifier, le monde

* Professeur à l'université de Paris I (Panthéon-Sorbonne).

post-Enron, en abordant trois aspects : les principaux défis à relever ; l'exigence de transparence de l'information ; enfin, les changements dans le dispositif et l'organisation de la régulation financière.

LES PRINCIPAUX DÉFIS POST-ENRON

Points transversaux

La déconfiture d'Enron à la fin de 2001, et tout ce qui a suivi depuis, ont engendré une crise de confiance de la part des investisseurs, des marchés en général. Ceci est venu se rajouter à une situation économique et financière mondiale dégradée depuis le milieu de l'année 2000, avec l'amorce en mars 2000 du krach lent mais dur que nous avons vécu depuis, et sur fond d'un contexte géopolitique délicat (11 septembre, terrorisme international, incertitudes à propos du scénario irakien).

Renouer le fil de la confiance suppose aujourd'hui d'apporter une réponse claire à deux interrogations transversales : faut-il privilégier des réponses nationales ou internationales ? Comment répartir les réponses appropriées entre ce qui passe par la réglementation et ce qui relève de l'autorégulation, de la discipline collective ou de la seule éthique des affaires ?

Sur la première question, la réponse est évidente. Dans ce monde globalisé, il faut coordonner les réponses en Europe, mais aussi au plan mondial face aux défis post-Enron. Force est de constater que le bon sens n'a pas tou-

jours prévalu... Les Américains ont fait voter l'importante loi Sarbanes-Oxley en juillet 2002, sans concertation avec les autres pays du G7. Même en Europe, sur nombre de sujets, les particularités nationales prévalent sur les exigences de coordination et de convergence.

Sur le second point, le curseur est difficile à placer entre la réglementation et l'autorégulation, et l'empirisme devrait, en l'espèce, l'emporter sur les présupposés idéologiques.

Tout ne passe pas par la réglementation. Il faut compter aussi sur les exigences de l'éthique individuelle et collective, sur l'amélioration de la déontologie et des pratiques dans chacune des professions concernées (banques, courtiers, assurances, auditeurs, experts-comptables et commissaires aux comptes...), et sur le développement de phénomènes d'autorégulation. Dans le domaine financier, l'autorégulation concerne par exemple « l'encadrement » d'une fraction du marché OTC (de gré à gré) des instruments dérivés : depuis le milieu des années 1990, se sont développées, à l'initiative de grandes banques commerciales, des chambres de compensation privées pour le *clearing* de leurs engagements réciproques sur des swaps de change, de même que les banques intervenant en bilatéral avec les *hedge funds* ou d'autres opérateurs risqués, ont pu exiger de ces contreparties le respect des mêmes règles prudentielles que celles en vigueur sur les marchés organisés d'instruments dérivés (dépôt de garantie, mécanisme d'appel de marge...). Dans un contexte où l'impulsion régulatrice vient et doit venir d'en haut, il ne faut pas rejeter, sans pour autant l'exagérer, le mouve-



ment décentralisé vers un peu plus d'autorégulation.

Pour appliquer certaines des conclusions du rapport Bouton sur le gouvernement d'entreprise, il faudra passer par des textes législatifs ou réglementaires (je pense par exemple à l'instauration d'une proportion minimale - 30 % - d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration). Beaucoup d'aspects permettant d'améliorer le fonctionnement concret de ces conseils ne relèvent pas, eux, de la loi, mais d'une bonne pratique.

Les normes comptables et les règles de valorisation

Sans insister sur les comportements délictueux, on ne peut pas aujourd'hui faire l'impasse sur la transparence et la pertinence de l'approche comptable, qu'il s'agisse de comptabilité nationale, publique ou privée. À la lumière des événements et des révélations depuis un an, on peut avoir le sentiment que la « créativité comptable » n'a pas de limites quand il s'agit de gonfler des profits, de masquer des pertes, de dégonfler des déficits publics. La « créativité comptable » n'est pas le monopole du secteur privé. On a bien vu, dans la période récente, l'Italie multiplier les opérations de titrisation de la dette publique pour réduire, à court terme, l'ampleur de ses déficits publics. Disons seulement que la suspicion sur les comptes des entreprises privées a encore plus d'impact négatif pour la confiance dans le système que celle portant sur les finances publiques.

Évoquons juste ici quelques thèmes

essentiels relatifs aux normes comptables.

La question des normes comptables internationales

Les Européens ont été sans doute un peu vite en besogne en soulignant les carences des normes américaines. Nous avons aussi les nôtres, et la convergence comptable n'est même pas totalement assurée à l'intérieur du marché unique, malgré la directive européenne rendant obligatoire l'alignement progressif sur les normes IAS. Des normes qui, sur certains points, rejoignent, voire même reprennent, les normes US-GAAP. Il y a donc, chez nombre de décideurs européens, le sentiment d'avoir effectué l'essentiel de l'ajustement par rapport à cet objectif (ou cette contrainte) de convergence des deux côtés de l'Atlantique. Les forums de concertation et de coopération ne manquent pas. Plutôt que d'en rajouter de nouveaux, il vaudrait mieux renforcer l'efficacité de chacun d'entre eux, et éviter des modifications unilatérales des règles du jeu, comme la Securities and Exchange Commission (SEC) américaine l'a fait en exigeant des dirigeants de firmes étrangères cotées à New York de certifier personnellement leurs comptes.

Les règles de consolidation

Dans le contexte comptable américain, les règles de consolidation avaient permis à Enron de prendre quelques libertés. La consolidation touche aussi bien à la prise en compte conjointe de la maison-mère et des filiales, mais aussi, par exemple, à la connaissance fiable et transparente des opérations dites « hors

bilan » à côté de celles figurant dans le bilan.

Les règles de valorisation des créances et des dettes

Le débat sur la « juste valeur » (*fair value*) est loin d'être clos. Au plan des principes généraux, on voit bien en quoi une comptabilité aux prix de marché (lorsqu'ils existent, ou lorsque des substituts corrects sont disponibles) ou bien la référence à des modèles (le *mark to model* remplaçant alors un *mark to market* défaillant) rapprochent de la réalité, en contraste avec la comptabilité aux coûts historiques. Donc, *a priori*, la « juste valeur » sert l'objectif de transparence de l'information. En même temps, la réévaluation en plus ou en moins et en temps quasi continu de l'actif et du passif des entreprises, des banques, est susceptible d'accroître la volatilité et l'instabilité. Par exemple, en période de krach sur les marchés financiers (krach sur les actions ou bien sur le marché obligataire), la crise de marché va se propager très vite et en totalité sur les banques pratiquant le *mark to market*. On rencontre une nouvelle fois le risque d'un arbitrage entre l'exigence de transparence d'un côté, la stabilité financière et la gestion des risques systémiques de l'autre.

Le débat sur la comptabilisation des survaleurs

Les survaleurs (*goodwill*) représentent les différences entre le prix d'achat de certaines entreprises et le prix de marché ultérieur. La crise dans le secteur des télécommunications alimente

depuis plusieurs trimestres les débats sur le traitement comptable de ces survaleurs (en France, pour Vivendi Universal, France Télécom...). En l'espèce, c'est une certaine « sagesse conventionnelle » comptable plus que l'opportunisme financier qui doit prévaloir.

Pour un nouveau gouvernement d'entreprise

Comme indiqué, la réglementation est ici nécessaire pour impulser les réformes, certainement insuffisante puisque peuvent apparaître des écarts entre le cadre législatif et la pratique du gouvernement d'entreprise. Il faudra donc aussi beaucoup compter sur d'autres forces que la réglementation imposée d'en haut : l'autorégulation ; l'auto-discipline ; l'essor de la démarche comparative (le *benchmarking*) dans un contexte où la qualité globale du gouvernement d'entreprise doit être perçue comme une composante de la compétitivité et de la crédibilité d'une entreprise, plutôt que vécue comme un coût additionnel ou comme du luxe. Les axes à creuser sont nombreux. Ils touchent au cœur du capitalisme et à l'articulation de ses différentes versions mises en évidence depuis près de trente ans par Andrew Shonfield, Michel Albert (capitalisme rhénan, français, anglo-saxon...). Avec la globalisation financière et tout ce qu'elle entraîne (pressions des marchés financiers, rendements exigés par les actionnaires, renforcements de la concurrence) avec les opérations de restructuration transfrontalières, on constate une certaine convergence des systèmes de gouver-



nement d'entreprise d'un pays à l'autre, sans que, pour autant, disparaissent les spécificités culturelles, sociétales et nationales. Il n'est donc pas étonnant que certaines améliorations soient à apporter un peu partout.

Améliorer la quantité et la qualité de l'information accessible aux actionnaires, aux salariés, aux régulateurs, sur la vraie situation d'une firme relève d'un gouvernement d'entreprise plus adapté au monde d'aujourd'hui et plus crédible. En France, les deux rapports Viénot nous ont permis de progresser dans cette direction et de nous rapprocher de certains standards internationaux sans toujours les atteindre. Le rapport Bouton s'inscrit dans la continuité des rapports Viénot et, en même temps, il insiste sur les défis les plus récents. La généralisation des comités d'audit et des comités de rémunération va dans la bonne direction, même si elle se fait dans de nombreux secteurs trop lentement et parfois même avec une mauvaise volonté évidente. Il nous reste du chemin à parcourir, comme d'ailleurs pour la plupart de nos partenaires d'Europe continentale. Parmi les axes à privilégier, je cite, en particulier, l'accroissement nécessaire des administrateurs indépendants (par hypothèse peu ou pas exposés à des situations de conflits d'intérêts), même s'il est difficile de s'accorder sur la définition et le contenu exact de cette « indépendance », et le renforcement de l'information disponible pour les membres des conseils d'administration. La présence d'administrateurs indépendants n'est pas une assurance tous risques (il y en avait plusieurs dans le conseil d'administration d'Enron), mais elle est une condition nécessaire, pas suffi-

sante bien sûr, pour trouver un meilleur équilibre entre l'intérêt des actionnaires (*shareholders*) et celui de l'ensemble des parties prenantes (*stakeholders*) à la vie de l'entreprise, entre les objectifs à court terme et à long terme de l'entreprise, et pour contenir la multitude de conflits d'intérêts.

À propos justement des conflits d'intérêts, inévitables par certains côtés puisque notre vie économique et sociale repose en partie sur leur jeu subtil mais qu'il convient absolument d'endiguer et même de réduire, il faut partir d'une évidence : l'indépendance de l'information conditionne sa transparence. Et cette indépendance n'est plus garantie lorsque se multiplient les conflits d'intérêts entre l'audit légal et le conseil, entre le comptable et le décideur, entre les dirigeants et les actionnaires, pour une banque qui serait à la fois actionnaire, créancière et conseillère de la même entreprise. Trop c'est trop. Les mésaventures d'Arthur Andersen ont conduit les grands cabinets qui ne l'avaient pas déjà fait à opérer des scissions entre l'audit et le conseil et à s'abriter derrière de nouvelles murailles de Chine. N'en attendons pas, cependant, de miracles, car la tentation, pour ces cabinets comme pour d'autres entreprises dans des secteurs très différents, va être de vouloir contrôler tout ou partie de la chaîne de valeurs par une politique d'intégration verticale, donc de combiner à nouveau certaines activités susceptibles d'engendrer des conflits d'intérêts. Il faudra donc, au plan européen mais sans doute également mondial, resserrer le dispositif réglementaire pour contenir une telle tentation.

Derrière l'amélioration du gouver-

nement d'entreprise et la réduction des conflits d'intérêts, surgit rapidement une question fondamentale : dans le monde d'aujourd'hui, et compte tenu de la pression des marchés financiers, une entreprise peut-elle avouer des pertes ? Si la réponse à cette question était positive, Enron et quelques autres grandes entreprises n'auraient sans doute pas développé des trésors d'imagination, certains légaux mais illégitimes, d'autres illégaux, pour camoufler leurs pertes. Certes, il y a pertes et pertes, certaines modérées, d'autres abyssales, certaines transitoires, d'autres plus structurelles. Mais il faudrait quand même arriver à vivre dans un monde où une entreprise totalement transparente sur des pertes à court terme, par exemple justifiables dans le cadre d'une stratégie de long terme, ne serait pas immédiatement sanctionnée par les marchés parce que justement transparente... Où l'on retrouve, sous un autre angle, le thème de l'éventuel décalage entre l'horizon de la gestion stratégique de la firme et l'horizon des marchés financiers. Il est décidément plus facile de changer les réglementations que les mentalités et les comportements.

L'EXIGENCE DE TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIÈRE

Un nouveau leitmotiv

Il n'est pas facile de définir en une phrase la transparence de l'information. Disons qu'il y a là une exigence d'une information qui reflète sans aucun biais

la situation de chacun (de l'État, d'une entreprise, d'une banque), et qui soit très largement partagée, faisant partie de la « connaissance commune » (*common knowledge*). L'information ne peut pas être transparente, lorsqu'elle est accaparée par certains agents économiques ou par certains groupes. Cette transparence renvoie donc au moins à deux dimensions complémentaires, la quantité et la qualité (la nature) des informations accessibles.

Le thème de la transparence de l'information était déjà à la mode avant la faillite d'Enron, et d'autres affaires ultérieures relevant de la même problématique (comme le scandale Tyco). Encore plus depuis. Et les signes d'une telle prégnance sont multiples. Un exemple parmi d'autres : le pilier 3 du nouveau dispositif sur le ratio de solvabilité des banques (ratio McDonough qui va remplacer le ratio Cooke à partir de 2006) insiste sur la nécessité de renforcer la « discipline de marché ». L'idée est qu'une transparence accrue de l'information est nécessaire, mais pas suffisante, pour accroître la « discipline de marché ». On l'aura compris, la quantité et la qualité de l'information sont des éléments essentiels pour le bon fonctionnement de l'économie de marché, mais aussi pour sa régulation par les pouvoirs publics (dans l'exemple précédent, il s'agit de réglementation bancaire, mais le raisonnement est de portée beaucoup plus générale).

Pourquoi l'objectif d'une information transparente ?

Il est aisé de comprendre les motifs de ce qui est certainement plus qu'un



phénomène de mode. Une information plus transparente du côté des banques et des entreprises, de façon plus générale de l'ensemble des intervenants (y compris donc aussi l'État), permet de rapprocher les systèmes comptables de la réalité économique, de mieux guider l'allocation des ressources, de pouvoir compter sur un meilleur équilibre entre emprunteurs et prêteurs, de réduire certaines inégalités dans l'accès à l'information pertinente (les fameuses « asymétries » d'information). La transparence est ainsi indispensable au bon fonctionnement des circuits de financement. Certains de ces points méritent une attention spéciale.

Les asymétries d'information ? Le modèle néoclassique de concurrence pure et parfaite supposait, au départ, une information parfaite, gratuite et également partagée par tous les intervenants. L'hypothèse d'asymétrie d'information remet en cause cette dernière propriété. Plus qu'une hypothèse, c'est souvent un constat : le banquier connaît, *a priori*, mieux la qualité de ses engagements que ceux qui déposent leur épargne auprès de lui, même lorsqu'ils sont éduqués et relativement bien informés ; l'entreprise qui fait appel au marché financier connaît, en principe, mieux sa véritable situation que les investisseurs disposés à souscrire les actions ou les obligations émises par elle ; les actionnaires ont, *a priori*, moins d'informations que les dirigeants sur la situation exacte de l'entreprise faisant appel à l'épargne publique. On peut multiplier à l'infini les cas d'asymétrie d'information. On comprend aisément l'enjeu : dans un monde où l'information conditionne largement la dévolution du pouvoir

- l'accès à l'information est l'une des composantes centrales du pouvoir et de son exercice -, les asymétries d'information créent des inégalités, différentes bien sûr des autres formes d'inégalité (de revenu, de patrimoine...), mais également déterminantes. Les asymétries d'information sont-elles condamnées au nom de la science économique ? Certains des arguments précédents pourraient le laisser entendre, même si les jugements restent souvent implicites. Disons que ces asymétries ont souvent pour conséquence d'éloigner de l'équilibre walrasien, référence incontournable des paradigmes dominants. Un premier exemple concerne le rationnement du crédit : c'est l'asymétrie d'information et spécialement l'incertitude des banques sur la véritable situation des emprunteurs qui les incitent, sous certaines conditions, à refuser de distribuer du crédit aux plus risqués plutôt qu'à durcir leurs taux d'intérêt, engendrant ainsi un équilibre non walrasien sur le marché du crédit. Un second exemple, beaucoup plus net, d'asymétrie d'information problématique, est fourni par le délit d'initiés en Bourse. Autant le rationnement du crédit n'a rien de répréhensible en soi du point de vue du droit et de la morale, autant le délit d'initiés relève d'une infraction pénale et doit être sanctionné en tant que tel.

La fréquence optimale de l'information

L'analyse économique pose souvent, implicitement ou explicitement, le postulat suivant : plus l'information disponible est riche et fréquente, plus

le système fonctionne bien. En fait, il y a là une conclusion trop rapide, si l'on tient compte d'autres critères, à côté de celui d'efficacité économique et d'efficience des marchés financiers.

Avec Internet, le flot d'informations accessibles est beaucoup plus continu qu'avant, même si les systèmes comptables n'ont pas nécessairement reflété, dans la fréquence des données qu'ils fournissent, l'évolution exacte des technologies (la comptabilité nationale, par exemple, est, au mieux, trimestrielle ; elle n'est pas - encore - mensuelle, et c'est peut-être aussi bien comme cela...). La position exprimée à plusieurs reprises par Bill Christ, le patron de CalPERS, premier fonds de pension américain, illustre le propos. Il a dénoncé le fait que les entreprises publient des résultats trimestriels, alors que, d'après lui, des résultats semestriels seraient largement suffisants pour informer le marché et les diverses parties concernées (actionnaires, salariés, clients et fournisseurs...). Autrement dit, dans ce monde caractérisé déjà par une forte instabilité financière, de l'information trop fréquente ajoute « du bruit à du bruit », de la volatilité à la volatilité existante. L'argument porte encore plus lorsqu'il s'agit d'informations faisant elles-mêmes l'objet de révisions statistiques fréquentes (chiffres d'inflation ou de croissance...). On voit apparaître ici un arbitrage entre la recherche d'une information de plus en plus transparente, reflétant de mieux en mieux une réalité elle-même rapidement mouvante, et la nécessité de contenir la volatilité et l'instabilité en deçà de certains seuils. Et on perçoit mieux l'enjeu du débat à propos de la direc-

tive européenne qui a introduit, à l'instar de l'exemple américain, la publication des résultats trimestriels pour les sociétés cotées.

Il y a là un important programme de recherche qui doit être traité à sa juste valeur : déterminer, de façon endogène, la fréquence optimale de l'information disponible au lieu de la supposer donnée *a priori*. En règle générale, cette fréquence optimale ne sera pas la fréquence maximale, car elle se situera au point d'équilibre entre des considérations de transparence et d'efficience des marchés, d'une part, des critères de stabilité ou d'instabilité systémique, d'autre part. Cette fréquence optimale ne sera pas non plus *a priori* la même selon le type de marché considéré (tous les marchés n'ont pas la même propension naturelle à « surréagir » aux dernières informations que les marchés financiers, les marchés des changes ou le marché pétrolier) et selon les opérateurs considérés (les intérêts des actionnaires, des salariés, des dirigeants, des clients ne sont pas nécessairement convergents du point de vue de l'information accessible).

Faut-il conserver certaines asymétries d'information ?

La difficulté du raisonnement tient au fait qu'à côté des asymétries d'information nuisibles à la bonne allocation des ressources ou à l'équilibre souhaitable entre les différentes parties concernées (prêteurs et emprunteurs, dirigeants et actionnaires, salariés et actionnaires...), il en existe d'autres qu'il



faut conserver voire même organiser. Prenons un exemple concret qui rejoint, par une autre voie, la problématique déjà évoquée du président de CalPERS. Si une banque était conduite, par la réglementation ou par la concurrence, à donner toutes les semaines de l'information sur sa situation à sa clientèle, en particulier aux déposants, elle risquerait de provoquer de l'instabilité à court terme dans leur comportement, le plus souvent sans véritable justification. Par contre, augmenter la fréquence des informations transmises par la même banque aux autorités de supervision - à condition bien sûr que le coût n'en devienne pas excessif - serait une façon de resserrer cette supervision, sans augmenter pour autant la volatilité des comportements privés. On peut très bien imaginer que les superviseurs aient besoin, non pas nécessairement plus mais plus souvent, d'informations pertinentes que les actionnaires, les clients, les salariés... Il y a là un exemple d'asymétrie d'information qui, sans sacrifier l'objectif d'efficacité économique, sert à prévenir les crises et à contenir les risques systémiques.

AUTRES AMBITIONS POUR LA POLITIQUE FINANCIÈRE ET POUR LA RÉGLEMENTATION

L'importance de la liquidité des marchés de capitaux

Avec l'arrivée de l'euro, l'Europe se doit de trouver le bon équilibre entre

la logique de concurrence et la logique de partenariat. Ceci concerne toute une gamme d'aspects complémentaires (ouverture des marchés domestiques en application du marché unique, fiscalité de l'épargne, respect des principes d'une concurrence loyale) et, en particulier, les restructurations bancaires et l'intégration des marchés financiers. À terme, pour des raisons convergentes (implication de l'euro, existence d'économies d'échelle à concrétiser), nous irons vers une Bourse européenne totalement intégrée. Le chemin pour y parvenir passe d'abord par la phase actuelle de concurrence renforcée entre Euronext, d'une part, les autres places financières majeures (Londres, Francfort...) agissant pour l'instant en ordre dispersé, d'autre part.

Des marchés plus profonds et plus liquides ne fournissent pas une assurance tous risques contre la volatilité. On l'a bien vu avec Wall Street, la constitution et l'explosion de la bulle financière sur le Nasdaq (et par ricochet sur les marchés non américains). Mais la liquidité aide, en principe, à amortir un peu la volatilité. Surtout, elle fournit un attrait indiscutable aux investisseurs internationaux, sensibles, à côté des arguments habituels (qualité des services financiers, taux d'intérêt servis, régime fiscal...), à la quasi-assurance de la liquidité dont ils peuvent bénéficier sur les marchés secondaires les plus actifs. Cet argument a sans doute joué un rôle, avec d'autres facteurs, dans la bonne tenue du dollar (et la persistance de placements des non-résidents aux États-Unis) depuis deux/trois ans malgré l'ampleur du déficit extérieur américain.

Que faire à l'égard des zones de non-droit ou de non-réglementation ?

Plutôt que d'introduire la taxe Tobin, séduisante mais en fait inapplicable, il faut renforcer la lutte contre les paradis fiscaux et le blanchiment de l'argent sale. Le drame du 11 septembre a ouvert une « fenêtre » pour une coopération internationale plus effective, en particulier en modifiant pour quelque temps l'attitude des États-Unis sur ces dossiers, et sur quelques autres similaires. D'où l'urgence qu'il y a à saisir les nouvelles opportunités.

Faut-il réglementer les fonds spéculatifs (mal nommés *hedge funds*) ? Je ne crois pas à l'efficacité d'une régulation directe car sous une autre forme et un autre nom, le phénomène se retrouvera ailleurs. On connaît la force de la dialectique entre la réglementation et l'innovation dans la dynamique des systèmes bancaires et financiers. Par contre, il vaut mieux compter sur une régulation indirecte des *hedge funds*, en renforçant les exigences prudentielles sur les opérateurs qui servent de contreparties à ces fonds. Par exemple, le renforcement des fonds propres exigés pour les opérations des banques avec des *hedge funds* devrait être systématiquement introduit dans le futur ratio McDonough.

Un autre souci touche au transfert des risques *via* les instruments dérivés et à ses conséquences. Ces instruments servent à redistribuer les risques (de marché, de crédit...) vers des agents ayant une moindre aversion, voire une affection, pour ces risques. On conçoit donc la possibilité que les risques soient assez systématiquement transférés des

entités les plus régulées (par exemple, les banques, les compagnies d'assurances) vers celles qui échappent aux réglementations prudentielles (les entreprises non financières). La riposte face à cette concentration possible des risques dans les zones de non-réglementation ne consiste pas à élargir le périmètre du contrôle prudentiel (cela n'aurait pas de sens d'étendre le ratio Cooke, demain le ratio McDonough, aux firmes industrielles, commerciales...); elle passe par un renforcement du contrôle interne et de la gestion des risques à l'initiative de ces firmes non régulées (ou en tout cas moins régulées).

Coordination interne et coordination européenne

Les défis se situent à différents niveaux. Au plan domestique, il faut améliorer la coordination entre les différentes instances chargées de la supervision et du contrôle des opérateurs et des marchés financiers. La formule britannique du Financial Services Authority (FSA), qui rassemble en une seule entité l'ensemble des superviseurs, a séduit quelques autres pays européens qui l'ont plus ou moins transposée. Avec le projet de fusion Commissions des opérations de Bourse (COB)/ Conseil des marchés financiers (CMF) qui devrait être mis en œuvre en 2003, la France va se rapprocher de la formule à deux pôles sur le modèle australien : un pôle en charge de la surveillance des marchés financiers, l'autre (avec le rapprochement, sans fusion, de la Commission bancaire, de la Commission de contrôle des assurances...) étant compétent pour le



contrôle prudentiel des intermédiaires financiers.

Plus de coordination s'impose également en Europe, vu l'intégration déjà constatée et encore à venir des marchés de capitaux. Le rapport Lamfalussy a initié un important mouvement de « comitologie » (d'après le jargon du moment) : il s'agit d'améliorer l'efficacité de la coordination européenne, en confiant à des comités spécialisés la compétence pour traiter des mesures d'application, tout en laissant aux directives européennes, négociées au terme de processus forcément longs, le soin de fixer les principes. La « comitologie »,

déjà engagée pour mieux coordonner les autorités nationales en charge des marchés financiers, est en train de s'étendre aux banques, au secteur de l'assurance. Il faudra absolument veiller à ce que la recherche de la rapidité et de l'efficacité ne se fasse pas au détriment des exigences démocratiques du contrôle parlementaire et de la responsabilité (*accountability*) des régulateurs. Tout le débat consiste à pouvoir s'appuyer, là où l'autorégulation et l'autodiscipline ne suffisent pas, sur des régulateurs réactifs face aux changements de leur environnement, et en même temps suffisamment responsables.



