

---

# 2011

# Mars

---

## LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 13*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions  
Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Marie-Jeanne MAILLOT

### Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

[a.barbosa@professionsfinancieres.com](mailto:a.barbosa@professionsfinancieres.com)

\* \*

\*

## EDITORIAL

Jean-Jacques PERQUEL..... page 1

## MARCHÉS FINANCIERS

### Contrôle des risques 2011

Edouard François de LENCQUESAING..... page 2

### Comment ramener la confiance dans les marchés financiers ?

Jean-Jacques PERQUEL..... page 5

## NORMES COMPTABLES

### Déjeuner avec les membres de l'Académie de Comptabilité du 25 octobre 2010

Jean-Pierre JOUYET..... page 8

## AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL

### Autorité de Contrôle Prudentiel et le secteur de l'assurance

Jean-Philippe THIERRY..... page 15

## ÉTUDES

### Indicateurs Avancés

Arnaud CLÉMENT-GRANDCOURT..... page 21

Ce numéro-13 des Cahiers du Centre des Professions Financières cherche à faire le point sur l'état actuel des réglementations décidées après la plus grande crise financière d'après-guerre, et cela dans le contexte de la mondialisation.

On veut ainsi :

- 1) simplifier les opérations financières pour les rendre plus compréhensibles,
- 2) mieux définir les règles comptables pour faciliter la comparaison entre sociétés de pays différents,
- 3) mais également mieux coordonner les organismes de contrôle pour lutter contre toutes les formes de détournements des réglementations.

Ces trois buts ne sont pas facilement conciliables. Les différents articles de ce Cahier envisagent divers aspects de la prise de conscience existant actuellement.

Arnaud CLÉMENT-GRANDCOURT expose un problème de gestion prévisionnelle : l'usage des indices. Il en fait un tableau très complet. Il montre l'intérêt de certains d'entre eux et leurs limites en particulier lorsque des événements politiques interviennent et modifient de façon imprévue les comportements économiques.

Jean-Philippe THIERRY fait un tableau de l'organisme principal de contrôle des gestions du secteur bancaire et de celui des assurances : l'ACP dont il est le Vice-président. Il montre le progrès réalisé en unifiant et simplifiant toute l'activité financière et défend également les mesures prises à Bâle en particulier dans le domaine des assurances.

Edouard-François de LENCQUESAING revient sur l'étude de la crise financière. Il en montre l'ampleur. Il justifie la remise en cause des structures pré-crise. Partant de cette analyse il envisage les principaux problèmes économiques et politiques posés à l'Europe face aux structures mises en place aux USA.

Jean-Jacques PERQUEL analyse l'effort réalisé pour améliorer la situation du secteur financier en particulier par les mesures prises aux USA par la loi DOBB-FRANK et surtout par la décision d'effectuer une séparation entre activité pour compte propre et compte d'autrui (VOLCKER Plan). Mais, il est obligé de constater la réaction des opérateurs qui voudraient appliquer la formule « Business as Usual ».

L'exposé le plus important de ce Cahier est celui de Jean-Pierre JOUYET, Président de l'AMF. Celui-ci compare les politiques de contrôle européennes et américaines, et montre l'effort de synthèse, sans dissimuler les difficultés dues à des différences d'interprétation de règles en apparence similaires ainsi qu'à l'existence de problèmes politiques locaux ou à des structures historiquement différentes.

Ainsi, ce 13<sup>ème</sup> Cahier du Centre des Professions Financières tente de répondre à une des questions posées par la crise : comment les Autorités Financières réagissent pour tenter d'éviter un retour à une situation comparable à celle que l'on a pu connaître en 2007.

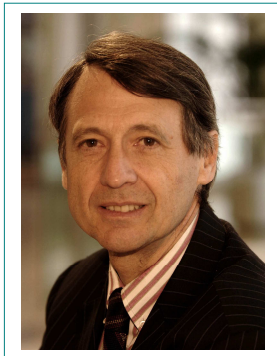
Jean-Jacques PERQUEL

## CONTRÔLE DES RISQUES 2011

– AGEFI Séminaire du 14 Octobre 2010 –

### Risques et surveillance des marchés : confiance et compétitivité des marchés

#### Biographie :



**Edouard-François de LENCQUESAING** ; est conseiller auprès de PARIS-Europlace et du Pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION et est délégué général de l'EIFR (European Institute of Financial Regulation). Il a débuté sa carrière comme consultant chez ACCENTURE en 1975 puis a rejoint le CCF en 1980 comme directeur central en charge des métiers de banque de transactions ainsi que des systèmes d'informations et des services immobiliers. Il a présidé des filiales d'administration de Fonds et d'Épargne salariale et était administrateur de l'UBP. Il a été administrateur en particulier de la SICOVAM, de la CRI, du SIT et de SWIFT et président du Cluc des 10 dans la conservation des titres, vice-président de l'PAFTI et membre de l'ISSA. Il est administrateur d'EUROCCP (filiale à Londres du dépositaire de titres américain DTC) depuis Mars 2008. Il a créé sa société de consulting NETMANAGERS en 2003. Il est capitaine de Frégate de réserve et ex- adjoint au maire d'une commune rurale du Pas de Calais. Il est délégué départemental pour le Pas de Calais pour l'Ordre de Malte France

#### Des Leçons de la crise

- La crise que nous vivons n'est pas juste une crise banale « contrepartie naturelle » et inéluctable de l'innovation, comme parfois le laissent entendre les financiers américains.
- Elle est d'une ampleur et d'un coût systémique qui marquera l'histoire et atteint de manière durable la confiance contre les acteurs de la finance.
- Chacun connaît la nature des « erreurs » commises aux différents niveaux : macro économique, régulation, surveillance, conception des produits, dissémination des risques, gestion des risques (buy and sell side) etc.... A tous ces niveaux, on peut dire que cette crise met en cause **la responsabilité collective et individuelle** de la chaîne d'acteurs concernés (cf rapport A Turner FSA).
- Pour nous « français » qui avons une perception plus « systémique » des organisations, cette crise est un révélateur d'initiatives de bon sens que nous appelions depuis longtemps soit au niveau mondial soit au niveau européen : convergence des règles, consolidation d'infrastructures de marché, surveillance renforcée sur la base de règles homogènes au moins pan européennes, meilleure transparence... Cette crise est donc aussi une chance pour accélérer des processus bloqués par l'euphorie de la compétition (cf rapport Larosière).
- La crise va donc changer au fond nos organisations, les business models, la gouvernance régionale /mondiale. Les leçons de la crise doivent donc prendre en compte cette ampleur du défi et ne pas se contenter de mesures « techniques » ou « politiciennes ».
- Elles doivent s'inscrire dans une véritable perspective à long terme, inspirée par une réelle « politique industrielle » appliquée à l'industrie financière selon laquelle avant de sauter aux conclusions on doit traiter en « confiance » entre les acteurs les sous-jacents de la nouvelle régulation et des processus public/privés de surveillance et gestion des risques (cf Rapport « Crisis » du 29 septembre 2010 au Parlement Européens/P. Bérès.)

- Plusieurs thématiques sont à aborder :
  - Notion de stabilité : politique de précaution vs innovation et croissance ;
  - Rôle de l'industrie financière vs l'économie réelle : choix du modèle entre crédit et marché (vs US) ;
  - Management du risque sous contrainte de capitaux propres et/ou de processus de surveillance renforcée, analyse comparé du coût pour l'économie ;
  - Du long terme au court terme, quid de la chaîne des fonctions essentielles pour un marché efficace.....bonne vs mauvaise spéculation ? ;
  - Régulation et level playing field ;
  - Etc.

### **De l'Europe vs le reste du monde : quid des priorités ?**

- L'Europe est confrontée à un double défi en matière de régulation :
  - o 1- Convergence et compatibilité mondiale
  - o 2- Construction d'une région « domestique »
- Notre priorité compétitive est la consolidation de notre masse critique et le renforcement d'un marché intérieur appuyé sur une finance européenne harmonisée. L'ouverture au monde est bien entendu une exigence, mais pas au prix d'un affaiblissement de notre consolidation intérieure → l'arbitrage entre normes mondiales et normes compatibles avec la compétitivité du modèle européen. On pourra citer comme exemple IASB vs USGAAP ou bien Bâle 3 vs CRD4.
- Vis-à-vis des États-Unis, l'objectif est d'assurer, sur la base du G20 le parallélisme et la compatibilité des mesures avec confiance et sans « naïveté », car au-delà de la nécessaire convergence pour une meilleure efficacité et robustesse des marchés, les différentes régions sont en compétition pour l'emploi, les capitaux et leur gestion.
- Un double front : structures vs contenu :
  - Structures : les nouvelles autorités ; « tout Larosière » ; gouvernance de la recherche ; gouvernance des risques
  - Contenu : ne réformer que ce que la crise a identifié comme nécessaire, sans pénaliser les modèles qui ont fonctionné. Comblers les trous : le risque de liquidité, les risques macro-économiques, les capitaux vs les instruments de marché sous capitalisés

### **Vers une « smart regulation », équilibrée, adaptée à l'innovation, levier vers économie réelle.**

- Bien entendu un complément de régulation prudentielle est nécessaire, mais comme le dit Daniel Lebègue, le plus important sera non pas le cumul de nouvelle régulation, mais sa pertinence et la qualité des processus de gouvernance qui l'accompagneront. Il est donc nécessaire qu'en amont, comme le suggère Henri de Castries l'industrie réfléchisse aux sous-jacents, aux concepts. Pour cela il faut un bon niveau de confiance entre régulateurs et régulés telle est la mission de l'EIFR.
- Consolider le modèle européen.
- Rendre plus efficace la gouvernance des collèges de régulateurs, d'abord au niveau européen, puis au niveau mondial.

- Creuser les impacts des scénarios des nouvelles régulations sur le business model des institutions financières. Le doublement des capitaux propres implique une réflexion sur leur rémunération, soit moindre justifiée par moins de risque, soit équivalente par un mix entre baisse des coûts et augmentation des tarifs, etc.
- Amplifier les chances de succès du dialogue avec les États-Unis.
- Le programme de régulation n'est pas qu'un réflexe sur «la régulation» mais il correspond aussi à une adaptation «politique» d'un nouveau modèle de marché plus efficace et robuste entre l'industrie financière et l'économie réelle (soit le rééquilibrage des marchés organisés vs Over The Counter, le processus de formation des prix plus «lisibles», les conditions de surveillance plus réalistes, le rééquilibrage Opacité et la transparence conduisant aussi à un rééquilibrage bénéfique sell side/buy side).

\* \* \*

## Comment ramener la confiance dans les marchés financiers ?

### Biographie :



**Jean-Jacques PERQUEL**, Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Aguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). **Œuvres** : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). **Décor.** : Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

D'après Axa, entre 2000 et 2008, les compagnies d'assurance européennes ont vendu, par solde, pour 400 milliards d'euro de titres. Dans le même temps, les OPCVM - Actions ont du constater des retraits importants. Est-ce du à la crise ou à un phénomène plus malsain : une désaffection du public pour un système devenu terriblement opaque et qui semble agité de multiples scandales ?

La crise en est partiellement la cause car elle a provoqué une panique dans les milieux financiers, mais comme les résultats des entreprises s'améliorent très vite (dus souvent aux revenus d'investissements en pays émergents), une certaine reprise a lieu actuellement. L'année 2010 a ainsi terminé avec des hausses fortes (en Allemagne, aux USA et les Pays émergents.)

Certes il y a eu de multiples scandales (Kerviel, Madoff, etc). Mais, on ne peut pas dire qu'il n'y en a pas eu au cours des crises précédentes (Affaires Stavisky ou bien Oustric pendant la crise des années 30).

On peut noter cependant deux différences :

1. le développement de la communication : les Média se vendent d'autant mieux qu'ils favorisent dans le public, l'amour du « lynchage ». Aussi donnent-ils un maximum d'importance à tous ces « faits divers ». Il s'agit d'un phénomène d'autant plus important qu'il paraît irréversible .On doit donc en tenir compte lorsque l'on se pose le problème d' « un retour à la confiance »

2. Dans le même temps, au nom de la « concurrence », on a multiplié les organismes opérant sur les marchés financiers. Grâce au progrès de l'informatique, on a inventé des produits dérivés dont certains sont très utiles, mais dont la plupart grâce à leur opacité permettent, sous le nom superbe de « proprietary trading » de faciliter une énorme spéculation cause fondamentale de la brutalité de la crise actuelle.

Le problème posé aux autorités financières et politiques consiste, si l'on veut ramener la confiance, à distinguer dans ce fatras le « bon grain de l'ivraie », c'est-à-dire à donner au public des produits « transparents, compréhensibles et efficaces ».

Cependant, pour bien analyser cette situation il nous faut en voir les deux aspects : la solution que recherchent les autorités financières et comment se comportent les opérateurs.

## **I. La politique des Autorités Financières**

.Elle est déterminée par deux décisions prises à Bâle (Bâle III et Solvency II) et la loi Dodd-Frank (D.F.) votée aux U.S.A. L'idée essentielle de ces mesures est la protection de la Banque Centrale. On parle même en Europe de lui interdire de rester « Banque de Dernier Ressort. ». Aux U.S.A. la Tea Party, propose même la suppression de la FED. En fait, cela consiste à augmenter considérablement les coefficients de réserves des banques et des compagnies d'Assurance. Ainsi pour les banques le « Tier One » doit passer en 2015 de 4 à 6 %, le « Core Tier One » de 2 à 4%, mesures parfaitement insuffisantes s'il y a un jour un « rush » sur les banques comme en Angleterre en 2008.

Aussi on a inventé le «coefficient de liquidité », sorte de machine infernale tant par la complexité de l'évaluation que par le désir de bloquer des fonds sur un mois et sur un an. Certes au cours des négociations qui ont suivi cette construction démoniaque, les banquiers ont obtenu des délais pour l'application de ces deux mesures.

Cela provoque des distorsions de concurrence entre pays car les Fonds de Pensions sont principalement anglais, américains et hollandais, et ils ne subissent aucune contrainte de la part de Bâle III. En effet, les pays de l'Europe Continentale ont peu de tels fonds .Par ailleurs, tous ces pays ont peu développé leur clientèle privée actions, l'épargne étant le plus souvent utilisée en placements immobiliers. Certes pour assurer son développement l'Allemagne a établi un modèle original basé sur un placement d'actions auprès de « Banques Universelles », mais ce système a atteint ses limites et évolue actuellement vers celui des autres pays continentaux.

Ainsi, tous ces pays vont donc avoir de grandes difficultés à trouver des fonds (actions) pour le développement de leurs entreprises. Il faut ajouter à cela un élément politique qui « vulnérabilise » encore plus l'Europe par rapport aux U.S.A. L'Amérique n'a toujours pas réussi à faire voter Bâle II et même si à la dernière réunion du G20, les Américains ont pris des engagements concernant l'application de Bâle III on n'est pas sûr du tout que le Congrès actuel approuvera les décisions prises par les politiques.

Certes, la loi D.F. comprend quelques mesures pour répondre au vrai problème : l'excès de spéculation. Elle interdit (Volcker Rule) aux banques commerciales les opérations, pour compte propre, sur produits dérivés et limite à 3% leur participations dans des Hedge Funds. De la même façon, Bruxelles étudie le moyen de limiter les opérations de vente « nue » et les C.D.S. non représentatifs d'une créance. Mais, ces mesures difficiles à mettre en place se heurtent au « dynamisme » des opérateurs financiers

## **II. La réaction des Opérateurs : « Business as Usual »**

Les Autorités Financières cherchent à éviter la responsabilité de nouvelles déconfitures. Les « Funeral Plans » qui fixent les conditions des « haircuts » que doivent subir créanciers et actionnaires quand une banque est en difficulté, ont été inventés pour « organiser en douceur » des liquidations d'organismes financiers. Mais les opérateurs ont parfaitement oublié quelles étaient les raisons qui les avaient conduits au bord de la ruine. Bien plus, on assiste à un déploiement exceptionnel des produits les plus risqués

Prenons quelques exemples :

Les « Exchange Traded Funds (ETFs) » avaient été à l'origine des solutions moins coûteuses que des OPCVM, indiciers classiques pour investir sur des marchés boursiers. Mais, on a utilisé ces « produits » pour des spéculations plus ou moins raisonnables ; ETF.s à effet de levier, de spéculation à la baisse, synthétiques pour « jouer » sur des produits dérivés.



Plus récemment on a imaginé des ETC (C pour commodities) permettant de spéculer sur l'or et depuis peu les principaux métaux (cuivre, plomb, aluminium, etc) au risque de provoquer des phénomènes inflationnistes dans le monde (achat par J.P.Morgan pour ses ETC de la moitié du stock de Cuivre détenu dans les bourses mondiales).

Les « Credit Default Swaps(CDS) », créés vers 1998, sont des contrats d'assurance protégeant des crédits dont on n'est pas sûr qu'ils pourront être honorés à l'échéance, contrats beaucoup moins coûteux et plus souples que des contrats classiques auprès de sociétés d'assurance. Mais, la simplicité et le coût peu onéreux de ces opérations en font de remarquables outils de spéculation. Il suffit de profiter d'une situation malsaine comme par exemple celle de la Grèce, aggravée par les tergiversations allemandes, pour permettre aux spéculateurs non détenteurs de créance sur ce pays de faire des bénéfices très importants en faisant monter le cours des CDS grecs sachant qu'il n'y a aucun moyen de fixer un prix optimum. Il y a bien une autre solution possible qui consiste à vendre à découvert des emprunts publics mais c'est beaucoup plus difficile car il faut pouvoir trouver des prêteurs car ce sont des titres qu'il faut pouvoir livrer.

Lancés en 1990 en Angleterre et très récemment introduits en France, les « Contracts For Difference (CFDS) » sont eux de purs produits de spéculation. Il s'agit avec une somme donnée d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'une devise, d'actions, d'indices, d'une matière première, etc avec un effet de levier qui peut atteindre 400 fois pour une devise, 10 à 20 fois pour de actions. Cela transforme les marchés financiers en Casinos.

Les marchés boursiers sont de plus en plus pénétrés par des opérateurs pratiquant des techniques de gestion quantitatives à base d'algorithmes. Mais, l'idée est venue de rechercher des rapidités d'opérations pour « passer avant les autres opérateurs ». Ainsi, on est arrivé à réaliser des ordres en moins de 0,001 seconde. Ces « Flash Orders » permettent des manipulations de marchés, des opérations dites de « gaming » (c'est-à-dire détection d'ordres importants pour prélever par des « allers-retours » des bénéfices au détriment d'opérateurs sérieux). A titre d'exemple, une société spécialisée dans cette activité fait travailler 300 mathématiciens de haut niveau pour ce genre de trading. Heureusement le scandale du krach boursier du 6 mai 2010 dû à un algorithme mal calibré oblige les pouvoirs publics à réfléchir, avec retard, aux problèmes posés par ce type d'opérations qui représente 30% de la Bourse de Paris et près de 60% de celle de New-York. Cette analyse ne tient pas compte des développements de « Black Pools », du scandale de « l'internalisation des ordres » organisé par le MIFID, des « Crossing Networks », etc.

### **Conclusion**

Il ne faut surtout pas oublier que la « confiance » sur les marchés financiers dépend en grande partie de la hausse de ces marchés et que la raison fondamentale d'un tel mouvement est essentiellement l'amélioration des résultats des entreprises.

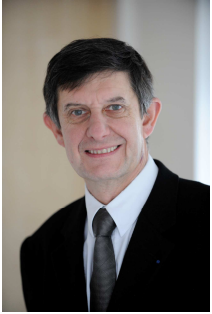
Mais, le développement d'une spéculation incontrôlée, opaque, incompréhensible pour le public a tendance à le pousser à fuir la Bourse, et cette désaffection devient d'autant plus sensible que les institutions, du moins dans les grands pays d'Europe Continentale, vont avoir de moins en moins de moyens de participer au placement d'actions locales, au profit des Fonds de Pensions étrangers, des Fonds Souverains, etc. (effets Bâle III et Solvency II).

Aussi, il est indispensable de mettre des freins aux « innovations », d'en contrôler certaines, d'en interdire d'autres. On peut espérer que les nouveaux organismes créés comme le « FSOC » américain et l'« ESMA » européen auront une autorité suffisante pour restructurer les marchés financiers en facilitant ainsi le développement de l'investissement c'est-à-dire de l'emploi ce qui a toujours été le but le plus utile de l'existence des Bourses.

\* \* \*

***Déjeuner avec les membres de l'Académie de Comptabilité  
– A l'invitation de son Président, Monsieur Jean-Jacques PERQUEL –  
Le 25 octobre 2010***

Biographie :



**Jean-Pierre JOUYET** ; préside depuis décembre 2008 l'Autorité des marchés financiers. Il était auparavant Secrétaire d'Etat chargé des Affaires européennes (2007-2008), Chef du service de l'Inspection générale des finances (2005-2007), Ambassadeur chargé des questions économiques internationales au ministère des Affaires étrangères (2004-2005) et Directeur du Trésor de 2000 à 2004. Directeur adjoint du cabinet du Premier ministre, de 1997 à 2000, il a également exercé dans le privé comme Président de Barclay Bank France en 2005 et Avocat associé au cabinet Jeantet Associés, de 1995 à 1997. Il a été Directeur adjoint puis directeur de cabinet du président de la Commission européenne (1991-1995).

Jean-Pierre Jouyet préside la Commission de réforme de l'ENA et le Conseil de surveillance de l'Institut Aspen. Il est l'auteur de *N'enterrez pas la France*, avec Philippe Mabilie, aux Editions Robert Laffont (2007), de *Une Présidence de crises*, avec Sophie Coignard, aux Editions Albin Michel (2009) et de *" Nous les avons tant aimés "*, aux Editions Robert Laffont (2010).

Monsieur le Président,  
Chers amis,

C'est un vrai plaisir pour moi de succéder aux prestigieux orateurs qui sont déjà intervenus dans le cadre de vos rencontres régulières. Plaisir mâtiné, je l'avoue, d'une légère inquiétude, car vous êtes tous bien plus experts que moi des questions comptables... Je ne vous apprendrai donc rien sur ce chapitre. Mais votre Président m'a mis à l'aise en m'indiquant que vous préféreriez entendre de moi un point de vue comparatif sur les évolutions respectives des régulations financières européenne et américaine.

Le timing est particulièrement opportun : l'encre est à peine sèche sur le Dodd-Frank Act. En Europe, les initiatives s'accélèrent, à la veille du G20 du 11 novembre. Ainsi nous sommes nous mis d'accord début septembre sur un modèle beaucoup plus intégré de régulation des activités bancaires et de marché; la directive CRD2 qui donne une définition harmonisée des fonds propres en Europe et qui obligera les établissements à conserver sur leur bilan au moins 5% des actifs qu'ils titrisent a été publiée fin septembre, sans parler des propositions de la Commission sur l'encadrement des ventes à découvert et des produits dérivés échangés de gré à gré ou sur les rémunérations dans le secteur financier. Je n'oublie pas l'accord tout neuf sur la directive AIFM. C'est donc un moment propice pour échanger, sans langue de bois, sur nos projets futurs, nos ambitions respectives, nos frustrations aussi.

**I – Je voudrais tout d'abord en finir avec une idée reçue. Il est faux qu'Américains et Européens différent, voire s'opposent, dans leurs efforts respectifs de refondation de la régulation financière.**

1.1. Si nous avons eu d'apparentes divergences, elles tenaient plus à la méthode qu'au fond et il y avait des raisons objectives à ces "dissonances" dans nos agendas ou dans nos priorités.

- D'abord, les politiques, et c'est naturel, ont voulu répondre en priorité aux préoccupations exprimées par leurs opinions publiques respectives. Or les sensibilités ne sont pas les mêmes de part et d'autres de l'Atlantique. L'électorat américain a été traumatisé par le coût du sauvetage

bancaire, d'où la priorité absolue donnée là-bas à la problématique du "too big to fail" et des "funeral plans" (j'observe de façon incidente que le dossier n'est pas refermé puisqu'un scandale chasse l'autre : aujourd'hui, ce sont les procédures d'expropriation qui sont sur la sellette, au point que le Président OBAMA a demandé à l'Attorney général d'ouvrir une enquête dans chacun des 50 Etats – c'est une nouvelle épée de Damoclès sur les banques...). En Europe, même si le sujet était également très présent, nous nous sommes davantage focalisés sur le manque d'intégration de l'architecture de notre supervision. L'urgence pour nous était de corriger les dysfonctionnements d'un marché intérieur qui avait permis la libre circulation des produits financiers, sans en tirer les conséquences pratiques du point de vue de l'organisation de notre supervision.

- Ensuite, les marchés financiers américain et européen ne fonctionnent pas de la même façon. Cela a été dit et répété. Les économies européennes sont financées par l'intermédiation bancaire, alors que l'économie américaine recourt davantage aux marchés. Le traitement comptable et prudentiel en est nécessairement affecté.

- Par ailleurs, la maturité de nos marchés financiers respectifs n'est pas la même. Les Américains ont inventé la finance moderne et le poids de leurs marchés reste supérieur aux nôtres. Ils ont déjà l'expérience industrielle de certains des outils dont l'Europe envisage seulement aujourd'hui de se doter, à l'échelon communautaire.

- Dans le même ordre d'idée, l'état des régulations n'est pas le même en Europe et aux Etats-Unis. Ils disposent depuis de nombreuses années d'une régulation beaucoup plus structurée des marchés de matières premières. Ils sont déjà dotés d'une chambre d'enregistrement des transactions sur certains produits dérivés (base de données centrale ou data warehouse). Cet acquis leur a permis de rebondir rapidement, par exemple en matière de compensation des dérivés de crédit.

- Enfin, les processus d'élaboration de la norme législative et réglementaire, par essence nationaux, impriment leur marque sur la manière dont sont appliqués les engagements multilatéraux pris au G20. Leur processus législatif, complexe, et leur ambition d'embrasser en un seul texte tous les aspects de la régulation bancaire et financière explique la lenteur dans la maturation du Dodd-Frank Act (plus de 2000 pages quand même !). Notre processus législatif européen n'est pas moins complexe, en dépit des progrès du Traité de Lisbonne, et le renouvellement de la Commission et du Parlement Européen nous ont fait prendre du retard. Surtout, la Commission a découpé en tranches les différents sujets à traiter : encadrement des dérivés, architecture de la supervision, normes prudentielles, agences de notation, etc. Dans certains cas, des dispositions déjà en vigueur avant le déclenchement de la crise devaient être simplement amendées, dans d'autres cas, comme je l'ai indiqué, aucune réglementation n'existait, en tout cas au niveau communautaire.

1.2. Mais au total, chacun à notre façon, cahin, caha, nous avons fait plus progresser la régulation financière depuis 2008 qu'en cinquante ans et cela, en "tirant dans la même direction". Rien de plus naturel, puisque nous déclinons la même feuille de route, celle du G20. Qu'on en juge :

- La même logique préside à la refondation de nos dispositifs respectifs de supervision macro et micro prudentielle. Que voulons-nous ?

o Rationaliser nos dispositifs, quitte à fusionner des régulateurs lorsque nécessaire (ce qui a été fait en France avec la création de l'Autorité de Contrôle Prudentiel). Le plus spectaculaire en Europe sera l'installation de trois financial watchdogs, un pour les marchés, un pour les banques,

un pour les assurances, qui auront dès l'an prochain un pouvoir de décision s'imposant à l'ensemble des acteurs, régulateurs compris.

o Organiser la coopération entre les différents régulateurs au sein d'un même pays ou d'un même bloc de régulation afin de mieux anticiper les risques systémiques. Le Financial Stability Oversight Council américain aura pour pendant le European Systemic Risk Board.

o Remettre l'épargnant au cœur des préoccupations du régulateur. Les Américains ont créé un bureau dédié, abrité par la FED et la loi demande à la SEC de faire de la protection des investisseurs sa priorité; l'institution que je préside, l'AMF, a créé une direction consacrée aux épargnants, opérationnelle depuis avril dernier.

- Nos objectifs d'extension du champ de la régulation sont également identiques, qu'il s'agisse des Hedge Funds, des agences de notations ou des marchés de dérivés échangés de gré à gré car nous avons la même conviction que plus aucune activité financière ne doit échapper à l'œil des régulateurs. S'agissant des dérivés, comme je l'ai déjà indiqué, à la mi-septembre le Commissaire BARNIER a dévoilé un projet de régulation des dérivés dont les grandes lignes sont très en phase avec les choix déjà faits aux USA, puisque nous déclinons le même triptyque "enregistrement, standardisation, compensation".

- Enfin, nous avons chacun de notre côté commencé à durcir nos normes prudentielles, sans attendre Bâle III. Nous comptons bien, d'ailleurs, que les Etats Unis seront au rendez-vous de Bâle III, après avoir esquivé Bâle II. C'est l'un des sujets sur lesquels l'absence de convergence serait un réel motif de crispation car il serait perçu comme une forme de concurrence déloyale. S'agissant du rehaussement du degré d'exigence des normes, je mentionnerai aussi nos travaux respectifs et convergents sur le durcissement des règles de fonctionnement des fonds monétaires ou l'encadrement des rémunérations. Sur ce dernier point toutefois, l'approche européenne est beaucoup plus réglementaire qu'aux Etats-Unis, pour dire les choses pudiquement. On le voit, même si nos organigrammes respectifs ne sont pas décalqués les uns des autres ou nos règles strictement identiques, l'esprit de nos nouvelles règles est le même, les objectifs concordent, les normes se répondent mutuellement. Je ne vois que deux exceptions à ce constat, mais il est vrai qu'elles sont de taille.

**La première concerne évidemment les normes comptables.** Il est incompréhensible que nous peinions autant à nous mettre d'accord sur un langage qui devrait être universel. Je vois deux difficultés, de nature différente. La première tient à la stratégie du FASB. Veut-il vraiment d'une convergence qui obligerait la norme américaine à évoluer ? Ou ne veut-il pas plutôt d'un alignement pur et simple sur la norme US ?

Deuxième difficulté, à quel jeu joue l'IASB qui continue à faire du mark to market, in fine, son objectif ? Or aussi séduisante la logique du mark to market soit-elle en termes de transparence, je ne peux pas adhérer à une norme qui repose sur le postulat que le marché a toujours raison.

Nous sommes tous payés ici pour savoir que le marché a justement souvent tort. Vous aurez lu comme moi à quel point les directeurs financiers disent avoir été "surpris", là encore, c'est un euphémisme, par l'impact de l'application des normes IFRS, qu'il s'agisse de la volatilité du résultat, de la volatilité des capitaux propres ou d'une estimation à la juste valeur délicate. Surtout, et c'est le plus troublant, selon le sondage conduit par PricewaterhouseCoopers et l'Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion, les deux tiers des directeurs financiers français ne sont pas plus sereins qu'auparavant en matière de prise en compte des risques...Le fait que le nouveau normalisateur comptable soit un politique, qui plus est d'origine européenne, est évidemment une bonne nouvelle. Je compte sur Hans HOOGERVORST pour

reconstruire une relation harmonieuse avec l'Union et pour imprimer un rythme plus raisonnable à un calendrier de travail qui donne aujourd'hui le tournis. Mais il n'aura pas la tâche facile.

**La deuxième exception se rapporte aux débats sur la Volcker Rule.**

Je ne crois pas que les Européens, du moins en Europe continentale, soient prêts à renoncer à leur modèle de banque universelle qui a globalement bien résisté à la crise et à ses séquelles. J'ajoute que cela ne me paraît pas souhaitable. Il me semble que c'est plutôt au travers de la taxation, financière ou en capital, des activités les plus spéculatives que nous briderons les comportements incriminés. Il faudra surveiller la façon dont les idées sur le sujet du Gouverneur de la Banque centrale d'Angleterre prospèrent, mais je prends le pari que les Européens ne franchiront pas le Rubicon de la scission entre activités pour comptes propres et autres, ce d'autant qu'il y a mille et une façons de contourner cette règle comme une abondante littérature l'a déjà montré.

**II - On l'a vu, de réels progrès ont été enregistrés de part et d'autre de l'Atlantique, même si je comprends la frustration de ceux qui veulent plus, plus vite et plus loin. Elle est proportionnelle aux désordres économiques nés de la crise.**

2.1. Raison supplémentaire pour ne pas nous arrêter en si bon chemin. Ce qui a été fait ici, ce qui est en train de se faire en Europe n'est à mes yeux qu'une étape intermédiaire. Et je ne crois pas que nous puissions nous satisfaire de ce verre à moitié vide ou à moitié plein. Que resterait-il donc à faire ?

- D'abord, remettre les marchés au service de l'économie. Ne perdons jamais de vue que la raison d'être des marchés, c'est de financer l'économie. Or aujourd'hui, tant les particuliers que les institutionnels sont lassés de la volatilité de ces marchés. La perspective d'un rendement de très long terme ne suffit pas ou plus à les convaincre d'encaisser les coups d'une bourse qui joue avec leurs nerfs. Dans une conjoncture très déprimée, l'adversité aux risques est devenue l'alpha et l'oméga des politiques d'investissement. C'est vrai en Europe, c'est vrai aux USA. Les chiffres sont éloquents : les investisseurs désertent toutes les bourses mondiales sur les marchés actions. Je lisais que les volumes des transactions sur l'indice Standard and Poor 500 avait atteint fin août 2010 un point bas depuis plus d'une décennie. D'après l'EPFR (Emerging Portfolio Fund research), les fonds actions ont enregistré des sorties nettes de quelque 36 milliards de dollars depuis le début de la décennie. Les petits porteurs américains se ruent sur les bons du Trésor américain, et les titres de dettes souveraines, en particulier les emprunts d'Etat, n'ont jamais trouvé si facilement preneurs en Europe, au point de faire naître des craintes sur la formation d'une possible bulle obligataire ! Autant d'épargne qui ne va pas dans la recherche et le développement, dans les investissements de longue durée, dans la transformation de nos industries trop gourmandes en énergie.

- Deuxième défi à relever, et cela doit être fait de concert entre Européens et Américains, convaincre nos partenaires émergents que nous sommes dans le même bateau et que nous avons donc tous intérêt à ramer dans la même direction ! Cette bataille, jusqu'ici, n'est pas la leur et il faut reconnaître que nos collègues brésiliens, chinois, indiens, singapouriens, forts de leurs taux de croissance impressionnants, n'attendent pas de nous que nous leur disions quoi, quand et comment réguler. J'ajoute que si nous laissons un "gap réglementaire" se creuser avec ces pays, ce sont nos Places qui en feront les frais. Elles se videront plus ou moins rapidement de leurs activités les plus rentables et cette hémorragie profitera aux Places les moins scrupuleuses ou les moins convaincues des vertus d'un tour de vis de la régulation.



- Troisième et dernière raison pour laquelle nous ne devons pas relâcher nos efforts, parce que nous n'avons pas jusqu'ici trouvé les bonnes réponses aux cas les plus patents de spéculation "excessive" ou pathogène, celle qui est porteuse de risque systémique ou qui pourrait porter atteinte à l'intégrité des marchés. Avec mon homologue américaine, Mme SHAPIRO, nous faisons le même constat : nous sommes, elle comme moi, désarmés devant l'essor sur les marchés actions de techniques de transactions à très haute vitesse et très haute fréquence. Leur utilité sociale n'est en rien avérée, sans parler de leur possible responsabilité dans le crash éclair du 6 mai 2010. Ces techniques pourraient aussi être détournées à des fins de manipulation des marchés particulièrement délicates à détecter. De part et d'autre de l'Atlantique, nous commençons à nous interroger sur ce lien entre technologie et intégrité des marchés. Mais hausser aux niveaux des nouvelles technologies nos moyens réglementaires et techniques suppose des investissements extrêmement importants. A défaut de permettre au gendarme de courir aussi vite que les voleurs, il faudrait ralentir le film. En clair, si le régulateur ne peut pas surveiller efficacement ces marchés, alors certaines pratiques doivent être strictement encadrées, voire interdites : n'excluons pas de brider la vitesse des transactions, d'imposer une durée minimale avant l'annulation d'un ordre (aujourd'hui, certains ordres ne restent que quelques dizaines de microsecondes dans le carnet), ou de tarifier les ordres annulés.

Dans un autre ordre d'idée, le chantier de la rénovation des marchés de matières premières doit être ouvert pour faire la part entre ce qui ressort de la volatilité naturelle et de son amplification par des techniques spéculatives. La différence avec les marchés actions, c'est que nous parlons de besoins fondamentaux pour nos citoyens mais aussi ceux de pays moins avancés et bien plus tributaires que nous des cours du blé ou du riz.

## 2.2. Il nous faut donc être ambitieux...mais ne nous trompons pas d'ambition (Jacques de BOURBON BUSSET).

L'empilement en strates successives de nouvelles règles ou de nouvelles normes n'est pas nécessairement la réponse idoine. Trop de régulation tuera la régulation...et la reprise économique. Que pouvons-nous faire en revanche pour répondre aux trois défis que j'ai mentionnés?

- D'abord, accélérer avec les Américains la reconnaissance mutuelle de nos corpus réglementaires et de la qualité de nos supervisions. La coopération entre régulateurs n'en sera que plus efficace pour anticiper les risques et détecter de possibles fraudes. Nous éviterons ainsi de méchantes querelles avec nos partenaires qui nous ont accusés un peu vite de protectionnisme à propos de la négociation de la directive AIFM (ils auraient du balayer devant leur porte !). J'ajoute que l'installation d'ESMA nous y aidera.

- Deuxième défi que nous devons relever de concert, l'amélioration du cadre de la gouvernance financière mondiale, sans laquelle la course au moins disant réglementaire reprendra de plus belle. Il y a aujourd'hui trop d'intervenants, peu ou mal coordonnés. Dans le même temps, le G20 a marqué un net progrès : à nous de le "upgrade" en évitant un double écueil : il ne doit pas se cantonner au seul suivi des décisions déjà actées, ni se disperser sur un trop grand nombre de sujets, sans en assurer le suivi. Il faut donc combiner un suivi, aussi "besogneux" soit-il, des engagements déjà pris et l'ouverture de nouveaux chantiers, comme la régulation des marchés de matières premières agricoles. Pour qu'il puisse remplir ce double mandat, il faut consolider l'autorité du G20 en le dotant d'une structure permanente ad hoc, un secrétariat. Il rappellerait constamment les Etats membres à leurs engagements, assurerait un suivi organisé et méthodique de l'intégralité des décisions prises, coordonnerait tout au long de l'année les travaux des différentes institutions auxquelles le suivi de certaines recommandations est confié. C'est une

proposition qu'a faite le Président de la République en prévision de notre présidence du G20 et j'y souscris entièrement.

- Troisième défi qui nous est également commun avec les Américains : éviter que les mêmes erreurs se reproduisent. Hier, la titrisation logée dans des conduits hors bilan des banques avaient permis la prolifération de "shadow banking entities" non régulées et non capitalisées. Demain, les nouvelles règles en cours d'adoption provoqueront, si nous ne nous sommes pas trompés de cible, de nouvelles évolutions des marchés. Ceux-ci s'efforceront tout naturellement de maximiser leurs bénéfices en utilisant les niches ou les interstices de la régulation, reconstituant ainsi une shadow finance. Heureusement, nous avons désormais des cadres d'échanges et de coopération qui doivent nous permettre d'anticiper l'émergence de ces nouveaux risques : l'ESRB et le Financial Stability Oversight Council, sans compter le FSB. Tâchons pour une fois d'utiliser à bon escient ces outils pour prévenir, plutôt que guérir. Si nous y parvenons, nous aurons réussi l'aggiornamento de la régulation financière.

Je vous remercie.

**A propos de la directive AIFM :**

Le 19 octobre, les **ministres européens des finances** réunis en ECOFIN se sont mis d'accord **sur un projet de directive européenne** visant à encadrer les activités des **gestionnaires de fonds alternatifs** (Directive AIFM).

Le texte n'est pas encore disponible mais selon les premières informations recueillies, les gestionnaires européens de fonds européens pourraient librement commercialiser leurs fonds européen à partir de 2013.

Le **passport européen** serait **ensuite étendu**, au plus tôt en 2015, aux **gestionnaires basés hors d'Europe, après un avis de l'ESMA** portant sur les conditions de mise en œuvre de la Directive et sur les conditions d'accès des fonds européens aux marchés étrangers. A cet égard, le bénéfice du passeport sera **réservé aux fonds offshore relevant d'Etats signataires d'accords** de coopération entre superviseurs, de coopération fiscale et en matière de lutte contre le blanchiment et sous réserve du « respect de certaines dispositions de la Directive ». En cas de **risque d'atteinte à la stabilité et à l'intégrité des marchés financiers** de l'Union européenne, posé par un fonds alternatif, **l'ESMA** pourra, le cas échéant, user de ses **pouvoirs d'urgence** et enjoindre les superviseurs nationaux de prendre des actions correctrices. Un accord doit désormais être trouvé avec le Parlement européen, en vue d'un vote en plénière en novembre.

\* \* \*



*L'Autorité de contrôle prudentiel et le secteur de l'assurance  
– Petit-déjeuner du 26 octobre 2010 –*

Biographie :



**Jean-Philippe THIERRY**, Vice-président de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) depuis mars 2010, membre du Conseil général de la Banque de France, Jean-Philippe Thierry était précédemment président-directeur général des AGF de 2001 à fin 2009 et membre du Directoire d'Allianz SE du 1<sup>er</sup> janvier 2006 à fin 2009. Président de Generali France de 1998 à 2000, il a également été président de la Fédération française des sociétés anonymes d'assurance (FFSAA) et vice-président de la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) de 1996 à 2008. Il a été associé gérant commandité, puis président du Directoire de Worms et Cie de 1989 à 1997 et, pendant la même période, directeur général, puis président d'Athéna Assurances. Il a débuté sa carrière au sein de GPA Assurances de 1978 à 1989 et il en assurera la présidence jusqu'en 2000. Il est officier de la Légion d'Honneur, commandeur de l'Ordre national du Mérite et chevalier du Mérite agricole et des Arts et Lettres. Jean-Philippe Thierry est diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris et diplômé d'Études supérieures en sciences économiques.

**I. Une nouvelle autorité en charge d'un large champ d'intervention**

Née du rapprochement des autorités d'agrément (CECEI et CEA) et des autorités de contrôle (CB et ACAM) des secteurs de la banque et de l'assurance, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) a été installée par Madame LAGARDE, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, le 9 mars 2010.

Son rôle, tel que défini dans son texte fondateur, va au-delà de l'acception première du mot « prudentiel » : il s'agit pour l'ACP de veiller en premier lieu à la qualité de la situation financière des entités qu'elle supervise dans le but de garantir la stabilité du système financier (la crise bancaire a coûté si cher à l'économie, à l'emploi et aux finances publiques), de protéger les clients des banques comme les bénéficiaires des contrats d'assurance et de mieux faire entendre la voix de la France en Europe et dans les négociations internationales.

- La **stabilité financière** revêt une importance fondamentale évidente.
- Deuxième mission essentielle, l'ACP est chargée de la **protection de la clientèle**. Cette seconde mission ne constitue pas, à proprement parler, une nouveauté pour le secteur assurantiel, puisque l'ACAM disposait déjà d'une équipe dédiée en la matière ; mais il n'existait pas d'équivalent du côté bancaire. L'ACP est donc désormais investie de responsabilités étendues en matière notamment de contrôle de la commercialisation des produits financiers. De plus, au-delà du respect des dispositions législatives et réglementaires, l'ACP veille également au respect des codes de conduite homologués et des codes approuvés à la demande d'une association professionnelle et des règles de bonnes pratiques de chaque profession qu'elle constate ou recommande, en contrôlant notamment que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les assurances et les mutuelles, mais aussi leurs intermédiaires, remplissent loyalement leurs obligations d'information et de mise en garde de leurs clients.
- Cette réforme vise enfin à **renforcer l'influence de la France sur la scène internationale** pour peser dans les réformes de la régulation financière. Alors que notre réglementation nationale est, en grande partie, issue de normes ou standards supranationaux, l'autorité unique représente la France dans les instances internationales de l'assurance et de la banque. En

unissant les forces de la banque et de l'assurance, elle pèse encore plus lourd dans les négociations.

### ***1.1 Une autorité indépendante***

**L'indépendance institutionnelle de l'Autorité est garantie par la loi. Elle est notamment assurée par une organisation collégiale et par l'autonomie budgétaire.**

#### *1.1.1 Une organisation collégiale*

Le Collège plénier de l'Autorité est présidé par le gouverneur de la Banque de France et un vice-président disposant d'une expérience en matière d'assurance. Outre le président et le vice-président, il comprend dix-sept membres, deux représentants des autorités publiques (Autorité des marchés financiers et Autorité des normes comptables), deux membres désignés, en raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'assurance et bancaire, respectivement par le président de l'Assemblée nationale et le président du Sénat, trois magistrats (Conseil d'État, Cour de cassation, Cour des comptes), deux membres choisis en fonction de leurs compétences en matière de protection des clientèles ou de techniques quantitatives et actuarielles ou dans d'autres matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions, quatre membres choisis en raison de leurs compétences en matière d'assurance, de mutualité, de prévoyance ou de réassurance et quatre membres choisis en raison de leurs compétences en matière d'opérations de banque, de services de paiement ou de services d'investissement.

L'indépendance des membres du Collège est assurée par des procédures de nomination transparentes, leur irrévocabilité (sauf en cas de manquement grave), l'absence de possibilité de leur donner des instructions (juridiquement, les membres du Collège n'ont pas de « ministère de tutelle ») et des règles prévenant les conflits d'intérêts (règles déontologiques telles que les procédures de déport).

#### *1.1.2 Une autonomie budgétaire*

Pour assurer son fonctionnement, la nouvelle autorité dispose d'une autonomie financière que lui procurent les **contributions versées par les organismes assujettis**, qui peuvent être complétées par des dotations additionnelles de la Banque de France.

Le Collège plénier vote le budget sur proposition du secrétaire général. Ce budget constitue un budget annexe de la Banque de France.

Un **Comité d'audit**, composé de membres du collège plénier, a été créé. Il est chargé, notamment, de délivrer un avis, préalable à leur adoption, sur les projets de budget et de rapport sur l'exécution budgétaire (article R. 612-12 du *Code monétaire et financier*). Il veille également au bon usage des ressources de l'Autorité (article 32 du règlement intérieur).

## ***1.2 Une autorité qui s'est dotée d'une organisation adaptée***

L'architecture de l'ACP respecte plusieurs impératifs : la présence des différentes compétences nécessaires aux missions, l'efficacité de la prise de décision, la réactivité et, aspect important, la cohérence des décisions.

Et ce, tant au niveau des différents collèges, commissions et comités qui ont été institués qu'au niveau du Secrétariat général dont les moyens vont bien au-delà de ceux donnés par la réunion des quatre autorités (CB, ACAM, CECEI et CEA) dont l'ACP est issue, notamment en matière de contrôle des pratiques commerciales et de protection de la clientèle.

### *1.2.1 Les différentes formations du collège*

- **Le collège plénier** traite
  - des questions générales, communes aux secteurs de la banque et de l'assurance, de supervision et de stabilité financière,
  - du fonctionnement de l'Autorité, qu'il s'agisse de définir les priorités du contrôle ou les principes d'organisation et de fonctionnement ou de voter le budget ;
- **le collège restreint**, comprenant huit des dix-neuf membres du Collège plénier :
  - est saisi des questions individuelles relatives aux entités réglementées appartenant à un conglomérat financier,
  - procède à l'examen des prises, augmentations et cessions de participations susceptibles d'avoir un effet significatif à la fois sur des entités relevant du secteur de la banque et sur des entités relevant du secteur de l'assurance,
  - peut être amené à traiter des questions individuelles relevant d'un des deux secteurs (banque ou assurance) ayant une incidence sur la stabilité financière ;
- un **sous-collège sectoriel banques**, composé du président, du vice-président, des quatre personnalités qualifiées issues du secteur bancaire, ainsi que deux personnalités désignées par le Collège parmi le président de l'Autorité des normes comptables, les magistrats, et les membres choisis en fonction de leurs compétences en matière de protection des clientèles ou de techniques quantitatives et actuarielles ou dans d'autres matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions ;
- un **sous-collège sectoriel assurances**, composé du vice-président, du président, des quatre personnalités qualifiées issues du secteur de l'assurance, ainsi que deux personnalités désignées par le Collège parmi le président de l'Autorité des normes comptables, les magistrats, et les membres choisis en fonction de leurs compétences en matière de protection des clientèles ou de techniques quantitatives et actuarielles ou dans d'autres matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions.

### *1.2.2 Commission des sanctions, commissions consultatives et Comité scientifique*

- La **Commission des sanctions**, présidée par M. MARTIN LAPRADE, conseiller d'État, et composée de six membres, réunit des magistrats et des personnalités compétentes dans les matières utiles à l'exercice par l'autorité de ses missions ; une séparation totale est désormais assurée entre la décision d'ouverture d'une procédure de sanction, du ressort du Collège, et la procédure de jugement, prérogative de la seule commission des sanctions, ce qui garantit la sécurité juridique du dispositif, conformément à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'Homme. La loi dite de « régulation bancaire et financière », qui a porté le nombre de membres de la Commission de cinq à six, a prévu à cette occasion le recours à un rapporteur qui ne participe pas au délibéré, à l'instar de la procédure en vigueur à l'AMF.

- Les **commissions consultatives** : le Collège a institué quatre commissions. La première, dite « Affaires prudentielles », chargée de rendre un avis sur les instructions qui déterminent les documents, informations périodiques et dossiers types, à l'exclusion du domaine de la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LCB-FT), ce dernier domaine relevant d'une deuxième commission spécialisée. Une troisième commission traite des pratiques commerciales. La dernière de ces commissions, appelée **Comité scientifique**, réunissant au maximum dix-sept membres issus principalement du monde universitaire, est chargé notamment d'exercer un rôle de veille scientifique en matière financière et d'identifier de manière prospective les évolutions scientifiques susceptibles d'impacter l'activité des banques et assurances et, par voie de conséquence, le champ d'activité de l'Autorité.

### *1.2.3 Le Secrétariat général*

Sur le plan opérationnel, l'Autorité s'appuie, via son secrétaire général, sur plus de neuf cent soixante agents.

Le secrétaire général de l'Autorité est **nommé par le ministre** chargé de l'Économie, sur proposition du président de l'ACP. Il organise et dirige les services de l'Autorité et engage les dépenses de l'Autorité dans la limite du budget voté par le Collège.

Bien qu'elle ait volontairement conservé séparées les équipes de contrôle sur pièces et sur place de la banque et de l'assurance, qui concentrent un peu plus de la moitié de ses effectifs (environ cinq cents agents), et préservé leurs méthodes et spécificités, l'ACP n'est pas une simple juxtaposition des brigades de contrôle assurantiel et des services de contrôle bancaire. Outre les unités de support — finance et budget, ressources humaines et informatiques (cent cinquante-sept agents), par vocation transversale, quatre autres des douze directions du secrétariat général de l'ACP couvrent ainsi, indifféremment, les secteurs de la banque et de l'assurance :

- la direction des Agréments, des Autorisations et de la Réglementation (soixante agents),
- la direction des Études et des Relations internationales (cent-sept agents),
- la direction du Contrôle des pratiques commerciales (soixante-trois agents),
- la direction des Affaires juridiques (cinquante-huit agents).

### *1.2.4 Adossement à la Banque de France*

Le modèle de supervision bancaire français, fondé sur l'adossement du contrôle prudentiel à la banque centrale, a démontré toute sa pertinence pendant la crise, pertinence reconnue au niveau européen puisque de plus en plus de pays adoptent une organisation similaire, comme par exemple la Belgique, le Portugal et, plus récemment, le Royaume-Uni.

Ce modèle permet :

- de bénéficier d'une vue élargie des acteurs du système financier,
- une mise en commun des analyses micro et macroprudentielles,
- un recours à l'expertise économique et financière de la Banque de France,
- d'institutionnaliser les échanges d'information entre les autorités monétaires et prudentielles, ce qui garantit un traitement efficace et coordonné des situations d'urgence.

## II. Les spécificités du secteur des assurances sont pleinement prises en compte

La spécificité du monde des assurances est non seulement pleinement prise en compte au plan institutionnel, mais encore plusieurs éléments du *modus operandi* et de la culture de l'ex-ACAM ont été repris par l'ACP.

### 2.1 Tout d'abord, l'organisation institutionnelle garantit la prise en compte des spécificités du monde des assurances

La loi prévoit un vice-président ayant une expérience professionnelle en matière d'assurance (cf. article L. 612-5 du *Code monétaire et financier*).

Ce vice-président est membre des quatre collèges et préside le sous-collège sectoriel assurances. De plus, au terme de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, le vice-président sera membre du Conseil général de la Banque de France et l'un des huit membres du conseil de régulation financière et du risque systémique.

Enfin, au niveau du Comité européen du risque systémique, le secteur de l'assurance a également sa place puisque y siègent des représentants de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles.

De plus, au sein des différents collèges et commissions :

- collèges plénier et restreints : le nombre de professionnels issus de la banque et de l'assurance est identique ;
- commissions consultatives :
  - la Commission des affaires prudentielles est présidée par D. Thiry ;
  - la vice-présidence de la Commission des pratiques commerciales est assurée par J.-M. Levaux, la présidence revenant naturellement à E. Constans, président du Comité consultatif du secteur financier ;
  - la vice-présidence du Comité scientifique est assurée par P. Mathouillet, la présidence revenant naturellement à H. Rey, économiste.

Par ailleurs, le premier secrétaire général adjoint dont la procédure de nomination est expressément définie par l'article L. 612-15 al. 2 du *Code monétaire et financier*, est un commissaire contrôleur ayant, de surcroît, une expérience du secteur privé acquise au sein d'un des plus importants organismes d'assurance français. Il a été nommé par le président de l'ACP sur la base de l'avis conforme que j'ai donné, et agrément des ministres chargés de l'Économie, de la Sécurité sociale et de la Mutualité.

L'ensemble de ces dispositifs donne à l'assurance un droit de parole, une présence forte et nouvelle dans la régulation financière. C'est un grand acquis à mes yeux.

### 2.2 L'ACP dispose de pouvoirs de police administrative, dont certains sont hérités de l'ex-ACAM

- Mise en garde
- Mise en demeure
- Programme de rétablissement
- Suspension, restriction ou interdiction temporaire de la libre disposition de tout ou partie des actifs d'une personne soumise à son contrôle
- Désignation d'un administrateur provisoire

De façon analogue, la liste des sanctions que peut prononcer l'ACP recouvre largement celles de l'ex-ACAM : avertissement, blâme, interdiction d'effectuer certaines opérations et toutes autres

limitations dans l'exercice de l'activité, suspension temporaire ou démission d'office d'un ou plusieurs dirigeants, etc.

### ***2.3 La direction du Contrôle des pratiques commerciales***

Elle a une compétence large :

- elle couvre tout à la fois les secteurs de la banque et de l'assurance ;
- elle doit veiller, en matière de protection de la clientèle, au respect d'un corpus de règles particulièrement étendu (*Code monétaire et financier, Code des assurances, Code -de la mutualité, Code de la sécurité sociale, Code de la consommation et Code civil*, codes de conduite homologués, codes de conduite approuvés, recommandations, bonnes pratiques professionnelles constatées ou recommandées) ;
- elle est en charge tout à la fois des contrôles sur place (relevant de ses attributions) et sur pièces.

À l'issue de ces contrôles, le Collège peut être conduit à prononcer des mesures de police administrative à l'égard des organismes.

Dans le cadre de ces missions, l'ACP est amenée à coopérer étroitement :

- avec l'Autorité des marchés financiers (AMF), avec laquelle elle a institué un pôle commun en charge de veille publicitaire et de contrôle du respect des obligations professionnelles envers les clientèles. Cette collaboration s'est déjà traduite concrètement par la mise en place d'un guichet unique qui oriente les demandes d'information ou les réclamations des usagers vers l'ACP (produits d'assurance et de crédit) ou l'AMF (épargne financière) selon les compétences de chacune de ces autorités, ainsi que par la publication de recommandations coordonnées ACP/AMF sur les produits complexes.
- la direction générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des fraudes (DGCCRF), avec laquelle la loi prévoit qu'elle entretiendra des échanges réguliers.

On notera que le secrétaire général adjoint en charge de ces questions, par ailleurs coordinateur du pôle commun, était auparavant sous-directeur « Assurances » à la direction générale du Trésor et, à ce titre, siégeait au collège de l'ACAM en qualité de commissaire du Gouvernement.

Pour conclure, je veux souligner que Solvabilité II, qui est un des enjeux majeurs pour l'ACP, bénéficie pleinement de toute l'expérience acquise par l'ex-Commission bancaire, à l'occasion du passage à Bâle II, à partir de 2007, et, bientôt, de Bâle III, qu'il s'agisse de défendre les intérêts du modèle français au sein des instances internationales, de piloter les différentes études d'impact (QIS 5) et, enfin, de veiller à la bonne adaptation de l'industrie à ces nouveaux enjeux.

Voilà, Mesdames et Messieurs, ce que je pouvais vous dire.

Je vous remercie pour votre attention.

\* \* \*



## INDICATEURS AVANCÉS

### Biographie :

**Arnaud CLÉMENT-GRANDCOURT**; Actuaire agrégé et docteur ès Sciences économiques (Thèse « Préviation imparfaite et fluctuations économiques » 1964 avec Raymond Barre) ; Travaux dans le cadre de l'Association de recherche : « Fund Research Association » depuis 1998 ; Encadrement de travaux de recherche à l'ENSAE ; Ouvrages sur la gestion des risques financiers 2009-2010 (Hermès science publishing à Londres) ; Président de BNP-GESTIONS (1988-1997) : Responsabilité à laquelle s'ajoutaient la présidence de BNP GESTION DE INVERSIONES à Madrid (1992- 1998) et la tutelle (1993-5) de la gestion d'actifs de Nagelmakers à Bruxelles jusqu'à la vente de cette banque par la BNP en 1995.

Président de LFP Investissement (2000 – 2005) puis Vice Président (2005-2008). Actuellement Président de la Sicav Diamant bleu LFP croissance et résilience

### EN PERIODE DE CRISES

Au 21<sup>ème</sup> siècle alors que tous les risques de crise augmentent, il est bon d'essayer de déterminer, voire de déplacer les limites du prévisible et de l'imprévisible par des recherches sur les indicateurs avancés et sur certains indicateurs coïncidents dans différents types de conjoncture. L'étude comparative de la fiabilité des indicateurs avancés et de la fiabilité des sources d'information, des prévisions économiques, et des bénéfices estimés par les analystes financiers est particulièrement utile dans une période de crises ; elle fait apparaître la diminution de la prévisibilité dans les récessions et plus encore dans les crises ainsi qu'à l'approche des crises...

#### I. Les indicateurs avancés aux États-Unis

Les indicateurs avancés publiés, officiellement, tant aux USA qu'en Europe ne sont pas nécessairement les meilleurs en période de crise ou à l'approche des crises ; tout au moins, il existe des indicateurs bien adaptés à certains types de crise.

Les indicateurs macro-économiques de liquidité de l'économie américaine donnent des indications très avancées sur les accélérations de croissance et les décélérations conduisant à une récession de fin de cycle ou à une crise de liquidité génératrice de crise bancaire, financière et économique : ces indicateurs (tels que les définit BBH) sont :

- Change in business inventories % GNP
- Change in consumer credit % GNP
- Change in residential mortgage debt % GNP
- Total non financial corporate financing % GNP
- Total government financing gap % GNP
- Balance of payments current account balance.

L'aversion au risque de liquidité des agents économiques les mieux informés (Les trésoriers de banque, les gérants d'institutions, les teneurs de marchés) permet de construire plusieurs indicateurs de crise de liquidité. Les douze « leading indicators » de l'économie américaine et leur indice composite ont une fiabilité qui n'est pas bonne quand il s'agit de donner des indications sur une crise atypique.

Les premières estimations des statistiques globales faites, aux USA, par le « census » sont hâtives et révisées de façon importante par rapport à celles de l'INSEE qui sortent après des délais, souvent, importants ; de telle sorte que la « prévision du présent » même en période de crise

atypique peut se faire aux USA en prenant ces premières estimations comme des indicateurs coïncidents.

Les statistiques d'origine professionnelle sont d'une fiabilité incertaine, particulièrement, en début de crise, aux USA ; pendant toute l'année 2007, par exemple, les médias indiquaient un encours de « subprime » de 250 milliards de \$ ; ce n'était, vraiment pas, une indication fiable. Le FMI a publié un chiffre de 985 milliards de \$ en février 2008 ; finalement, le chiffre s'est révélé plus de dix fois supérieur au chiffre publié pendant toute l'année 2007.

## **II. Les indicateurs avancés de l'économie mondiale**

Les statistiques de carnet de commandes et les statistiques de transport recèlent des indications très avancées que ce soit en période de récession ou de crise, mais, aussi, en période de reprise ou de boom, ainsi que dans les périodes de croissance ordinaire ou encore de croissance modulée par des irrégularités explicables ou non ; le prix du fret (Baltic dry index) et les prix de certaines matières premières peuvent être, pour certains types de crise des indicateurs avancés. Ce sont assurément des indicateurs avancés d'accélération de croissance et de boom.

Les indicateurs avancés d'aversion au risque sont valables, dans tous les pays, pour annoncer la survenance de tous les types de crise importante que ce soit une crise géopolitique, une crise monétaire, une crise financière, bancaire, économique ou une crise sociale, voire sociopolitique, que ce soit un cumul de diverses formes de crise, dès que la crise devient importante le stress et l'aversion aux risques deviennent des facteurs importants de poursuite du processus de crise. Quand il s'agit d'une crise affectant l'Europe, le Franc suisse et les couronnes suédoise et norvégienne se valorisent.

## **III. Les indicateurs de périodes de déflation ou d'inflation**

Les indices de prix sont calculés et publiés rapidement ; les indices de prix de détail sont des indicateurs coïncidents ; mais ce sont, plutôt, des indices avancés de déflation dès que leur tendance implique des variations de baisse de l'indice de prix parce que les consommateurs sont tentés de différer leurs achats pour acheter moins cher. En sens inverse, une accélération de la hausse provoque des mouvements sociaux qui conduisent à des effets dits de second tour c'est-à-dire à des efforts pour rattraper le pouvoir d'achat perdu, voire pour obtenir une indexation des salaires.

## **IV. Les indicateurs avancés des crises monétaires**

Il y a des indicateurs de court terme qui viennent de l'analyse technique des marchés, notamment, des marchés de change. Des indicateurs macro-économiques assez nombreux sont, souvent, indicatifs plus d'un an à l'avance des crises monétaires, notamment pour les crises monétaires des pays émergents. Les principaux indicateurs figurent ci-dessous.

- Le montant total et le taux de croissance des dettes de l'état, du secteur public et du secteur privé ainsi que les ratios dettes sur PNB
- Les taux de croissance de l'encours des crédits interbancaires
- Les taux d'intérêt sur les dépôts et les « spreads » basés sur ces taux
- Le solde du compte courant/PNB, le solde de la balance commerciale/PNB et le montant des flux de capitaux/PNB
- Le montant des réserves et le multiplicateur de M2 ainsi que les indicateurs basés sur les niveaux et les variations de production et d'exportations auraient 15 mois d'avance d'après le FMI



## V. Les indicateurs avancés du cycle de liquidité et des crises de liquidité

Les statistiques d'encours de crédit bancaire sont des indicateurs coïncidents de crédit distribué, donc de conjoncture ; mais, aussi, des indicateurs avancés de liquidité car la croissance de l'encours de crédit implique création de monnaie.

- L'aversion liée au stress peut se mesurer par des indicateurs d'illiquidité des marchés de taux qui sont, par nature, objectifs
- Ces indicateurs sont fondés sur l'écart entre les niveaux « bid and ask »
- Ces écarts s'accroissent quand les teneurs de marché ont diminué leurs stocks et consacrent moins de capital à un marché ou un segment de marché ou à une ligne de cotation.
- L'accroissement de cout de transaction qui en résulte tend à diminuer les transactions et donc la rentabilité pour le teneur de marché
- Il en résulte un phénomène cumulatif (type Wicksell) et des variations importantes
- Il existe des procédés statistiques de « scoring » facilitant les suivis globaux de plusieurs marchés de taux ou de plusieurs segments de marchés de taux ou de nombreuses lignes de cotation sur plusieurs marchés
- Le suivi statistique du plus mauvais score sur le plan de la liquidité, puis des scores moins mauvais permet de voir se développer le processus d'illiquidité qui est un indicateur avancé de crise majeure et d'aversion au risque au niveau des trésoriers.

## VI. Examen de la fiabilité des indicateurs avancés

Il est utile de comparer la fiabilité d'un indicateur avancé à celle de prévisions concernant la même variable économique ainsi qu'à la fiabilité des indicateurs coïncidents. L'évolution de la fiabilité peut être examinée dans le cadre d'un cycle ou d'une crise. Dans les crises, la prévision du présent est très importante. Les prix sont des indicateurs coïncidents très sensibles aux crises.

Les études de fiabilité des prévisions dans les périodes contenant différentes formes de « stress » et de crises (Thèse « Prévision imparfaite et fluctuations économiques 1964 ») sont éclairantes. Les études sur les types d'erreurs affectant

- - les consensus d'économistes (meilleurs que les prévisions individuelles)
- - les consensus d'analystes financiers concernant la progression des bénéfices estimés
- - les enquêtes auprès des chefs d'entreprise

sont très utiles. De même, il est utile de rechercher les erreurs qui proviennent de biais divers :

- Tendence à surestimer la prévisibilité, notamment pour la poursuite des trends
- Tendence à surestimer ce qui justifie les prévisions antérieures
- Tendence à surestimer ce qui justifie la conviction de moyen-long terme du prévisionniste

C'est, aussi, utile de récapituler les résultats d'études sur la fiabilité des indicateurs avancés par catégorie de crise : ce qui peut être fait de la façon suivante : les crises géopolitiques sont rarement prévisibles ; ce sont des décomptes d'anomalies qui sont les indicateurs les plus pertinents.

Les crises monétaires peuvent être détectées, assez souvent, par l'usage conjugué d'indicateurs macro-économiques et d'indicateurs microéconomiques.

Les crises de liquidité sont perceptibles si l'on dispose d'une variété d'indicateurs de liquidité et que l'on constate des indications concordantes des indicateurs micro et macroéconomiques.

Pour les crises bancaires et financières, ce sont les trésoriers de banque qui ont accès à l'information, la plus pertinente de telle sorte que l'examen du comportement des trésoriers, notamment, sur le marché monétaire est un indicateur avancé de crise de liquidité. Les trésoriers de banque ont détecté la crise de liquidité dès septembre 2007. Les cours des actions bancaires ont commencé à baisser au second semestre 2007. L'examen des catalogues de crise et des cycles de long terme : Kindleberger, Reinhart et Rogoff, Kaufman, etc. Le livre de Rogoff : « This time is different » fait l'étude « ex post » de multiples crises antérieures pour percevoir des analogies qui ne sont pas de nature à diminuer considérablement l'imprévisibilité.

La fiabilité de quelques indicateurs simples est remarquable pour détecter les crises : Le prix de l'or et de quelques métaux précieux ainsi que le fort accroissement de « spreads » tels que le « Ted Spread » sont de bons indicateurs. En fait, tout ce qui est indicateur de forte aversion au risque est indicateur avancé. Les accès de force du Franc suisse, des \$ (le \$ Américain et le \$ Canadien ainsi que le \$ de Singapour) et des couronnes suédoise et norvégienne sont des indicateurs fiables d'aversion au risque élevée.

## VII. Comprendre les fluctuations de l'imprévisibilité

Il y a une tendance de moyen terme vers un domaine d'imprévisibilité croissant. Nassim Nicholas Taleb avec « le cygne noir » anticipe, semble-t-il, en présentant le monde des marchés comme un monde où les imprévisibilités abondent et jouent un rôle essentiel. La concentration des banques et des institutions financières qui deviennent « too big to fail, too big to control, too big to be managed » est un facteur d'instabilité et de spéculation. La déréglementation ainsi que la globalisation et la complexification résultante conduisent à diverses formes d'instabilités qui accroissent le domaine de l'imprévisible et le domaine du peu prévisible. C'est en explorant ces domaines par des analyses de fiabilité que l'on peut éviter de se faire des illusions sur des indicateurs. Dans un contexte instable, les indices concernant des volumes sont beaucoup plus fiables que les indices de prix.

### Conclusion

- Le capitalisme est un système dynamique de gestion par les crises. Le 21<sup>ème</sup> siècle a de grandes transformations du monde à intégrer et à opérer par des crises en tous genres ; dans les différents types de crises, la fiabilité des indicateurs avancés n'est pas la même.
- Les indicateurs avancés composites dont la composition est optimisée après l'examen de multiples « back testings » permettent de suivre le développement d'un processus d'illiquidité dans les marchés.
- Dans la liste d'indicateurs macro-économiques citée au début de ce texte pour suivre la liquidité de l'économie américaine, il apparaît, que quel que soit le type de crise, plusieurs signaux d'alarme sont visibles très à l'avance.
- En ce qui concerne les indicateurs de crises monétaires, il y a des signaux d'alarme, 15 mois à l'avance, parmi les indicateurs basés sur des niveaux ainsi que sur des tendances de variations des réserves de change et des tendances des exportations.
- Les prévisions économiques ne sont pas fiables en période de crise quand l'instabilité financière est forte. Dans ces conditions, les indicateurs avancés sont utiles même s'ils ne sont pas totalement et définitivement fiables.

\* \* \*