

Table ronde d'Europartenaies

avec

Thierry Derez, *Président-directeur général de Covea*

Christian de Boissieu, *Economiste, Professeur d'économie à Paris I, Vice-président du Cercle des économistes*

Benoît de Juvigny, *Secrétaire général de l'Autorité des Marchés financiers (AMF)*

La régulation financière, un chantier européen majeur

Lundi 6 juin 2016, de 18h à 19h30

Maison de l'Europe de Paris

35-37, rue des Francs-Bourgeois, Paris 4e

—
Compte-rendu
—

Introduction

Elisabeth Guigou introduit la table ronde en rappelant que la régulation financière est un sujet absolument fondamental qui a connu de nombreuses évolutions récentes. Elle évoque la loi Sapin II, actuellement examinée à l'Assemblée nationale, où des questions telles que la régulation, la lutte contre la fraude, la transparence etc. sont abondamment évoquées. Elle rappelle qu'au niveau de la finance mondiale, les risques n'ont pas disparu. Pour le secteur bancaire et les institutions financières, les régulations européennes ont été conséquentes avec notamment le Système européen de surveillance financière¹ et le Mécanisme de surveillance unique² qui font partie de l'Union bancaire. Reste encore à trouver un accord sur la garantie des dépôts, où un équilibre doit être trouvé avec les professionnels.

Selon E. Guigou, il faut poursuivre les efforts pour soutenir la croissance et intensifier l'intégration de la zone euro pour améliorer la gouvernance financière et économique. Elle tient en outre à souligner les progrès accomplis dans la lutte contre l'évasion fiscale; le secret bancaire est enfin en train de disparaître et les systèmes automatisés d'échange d'informations ont tendance à se généraliser. Enfin, elle formule le souhait que l'Euro, qui est déjà la deuxième monnaie de réserve mondiale, acquiert encore plus de place dans le système international par rapport au Dollar.

I. Régulation des assurances; des efforts à accomplir en matière de calibrage

A. Solvabilité II

Thierry Derez affirme en introduction qu'il ne devrait pas y avoir selon lui "une" régulation financière mais

¹ http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/fr/FTU_3.2.5.pdf

² <http://www.toutleurope.eu/actualite/mecanisme-de-surveillance-unique-comment-ca-marche.html>

"des" réglementations financières. Il serait en effet contre-productif de réguler la banque et l'assurance de la même façon. Il souligne que les assurances vivent, depuis le 1er janvier 2016, sous le régime "Solvabilité II"³. Ce régime impose des normes de solvabilité très strictes aux compagnies d'assurance. Il ne doit pas y avoir de défauts plus d'une fois par période de deux siècles. Or, il constate que très peu de compagnies d'assurance ont atteint l'âge de 200 ans. En outre, Solvabilité II s'efforce d'atteindre deux objectifs majeurs: la comparabilité entre les compagnies d'assurance et l'homogénéisation de la réglementation pour les assureurs. Or, une série d'aménagements ont été admis sous le nom de "modèles internes"⁴. Cela signifie que les assureurs n'ont pas connaissance des paramètres prudentiels utilisés spécifiquement par une compagnie d'assurance en concertation avec le régulateur. Il y a donc moins de comparabilité. Sur le plan de l'objectif d'homogénéisation fixé par Solvabilité II, T. Derez note que les compagnies d'assurance présentes dans chaque pays de l'Union n'avaient pas, au moment de l'élaboration de la directive, une activité et une santé homogènes. Les Allemands ont ainsi pu mettre en place des mesures transitoires calibrées sur 16 ans, ce qui représente un délai conséquent et qui rend cette harmonisation assez relative.

B. Les risques d'une régulation trop lourde

Le Président-directeur général de *Covéa* estime en outre que ces mécanismes prudentiels peuvent être dommageables à l'économie française. Avec ces exigences de solvabilité très lourdes, notamment en ce qui concerne les placements actions, la capacité à investir d'un assureur européen est trois fois moins importante que la capacité d'un assureur américain et quatre fois moins importante que celle d'un assureur japonais. Selon T. Derez, certaines compagnies d'assurance chinoises ou japonaises ont ainsi de véritables capacités de prédation sur les outils économiques qui sont aujourd'hui basés en France. C'est pourquoi il affirme qu'il faut être vigilant sur ces réglementations et sur ces régulations dont l'esprit est sans doute louable mais dont les ambitions sont un peu démesurées, et dont le calibrage peut se révéler très nocif.

Thierry Derez explique par ailleurs qu'une société d'assurance régulée en France adresse 180 rapports par an aux autorités de contrôle; cette abondance de régulation risque de se révéler inefficace. Il souhaiterait également que l'on "laisse aux entreprises la liberté de prendre des risques", le risque zéro n'existant pas.

II. Un programme européen de régulation financière ambitieux

A. Renforcement de la solidité des intermédiaires financiers

Christian de Boissieu témoigne son admiration pour les ambitions du programme européen en matière de régulation financière, tout en reconnaissant les limites. Nous ne sommes toujours pas sortis selon lui de la crise mondiale et de la crise de la zone euro. Depuis l'« après Lehman Brothers », il y a eu une volonté de renforcer la solidité des intermédiaires financiers qui s'est traduit par les accords de Bâle III pour les banques et par la réforme Solvabilité II pour les assurances.

B. Régulation du secteur du shadow banking

3 <https://acpr.banque-france.fr/publications/revue-de-lacpr/revue-de-lacpr-n26-sommaire/supervision-assurance/1er-janvier-2016-entree-en-application-de-solvabilite-ii-nouveau-regime-prudentiel-du-secteur-des-assurances-des-mutuelles-et-des-institutions-de-prevoyance.html>

4 <http://www.argusdelassurance.com/reglementation/analyse/solvabilite-2-modeles-internes-actuariat-le-modele-et-la-pomme.61972>

Le deuxième axe de ce programme ambitieux de régulation s'est porté sur le *shadow banking* (finance parallèle). Le *shadow banking* fait référence à des opérateurs financiers venant concurrencer les banques et parfois les compagnies d'assurance, sans être régulés. Cela crée un problème de distorsion de concurrence. Pour réguler ce secteur, l'Union européenne a adopté la directive AIFM⁵ sur les gestionnaires de fonds alternatifs. Cette directive, qui a été transposée en France, témoigne d'une certaine ambition.

Benoît de Juvigny souligne en outre le fait que le *shadow banking* est compliqué à définir; le terme revêt différentes acceptions selon les pays. En France, il n'y a pas beaucoup de *shadow banking*, le secteur de la gestion d'actifs est très régulé mais en Chine par exemple, ce n'est pas le cas. On a fait beaucoup de progrès en Europe en prenant des initiatives pour mieux réguler ce secteur - entre autres sur la titrisation (et même si le texte sur les fonds monétaires n'est pas pleinement satisfaisant) - mais la régulation du secteur dans les différents Etats-membres peut rester hétérogène.

Sur la régulation des *hedge funds*, C. de Boissieu salue les efforts conduits en Europe qui s'inscrivent dans la régulation contre le *shadow banking*. En tant qu'économiste, il affirme que la dynamique des systèmes financiers s'écrit à la lumière de la dialectique entre réglementation et innovation financière. Il est raisonnable de surveiller le *shadow banking* et les fonds spéculatifs mais il ne faut pas être naïf; cette réglementation est susceptible d'engendrer des comportements de contournement.

C. Protection des investisseurs et des épargnants, régulation des marchés de gré à gré d'instruments dérivés et Union bancaire

C. de Boissieu souligne par ailleurs les efforts européens accomplis pour mieux protéger les investisseurs et les épargnants via la directive MiFID⁶, qui a été révisée (MiFID II) pour améliorer la protection, la transparence des intermédiaires de produits financiers.

Le quatrième axe d'amélioration est celui de la régulation des marchés de gré à gré d'instruments dérivés⁷. L'économiste note qu'aujourd'hui, 90% des opérations sur ces instruments dérivés ne passent pas par des marchés organisés. Le règlement européen EMIR⁸ demande aux opérateurs de déclarer leurs opérations, et tente de ramener progressivement ces opérations sur les marchés organisés pour passer par des chambres de compensation.

Enfin, le dernier aspect de ce programme ambitieux identifié par C. de Boissieu est l'Union bancaire, complétée par l'Union des marchés de capitaux qui manque encore de concret. Il regrette que cette Union bancaire soit destinée en priorité aux pays de la zone euro alors que l'UMC s'adresse aux pays de l'Union européenne.

D. Miser sur la qualité de la réglementation et non sur la quantité

Ce programme ambitieux apporte cependant son lot de questionnements selon C. de Boissieu. Ces réglementations visent à "resserrer les boulons" alors que les politiques monétaires accélèrent, ce qui crée un décalage et un problème d'équilibrage. C. de Boissieu rejoint donc T. Derez sur son diagnostic; il est nécessaire de trouver le bon calibrage et de miser sur la qualité de la réglementation et non pas sur sa quantité. Il faut selon lui assurer la stabilité financière tout en assurant le bon financement de l'économie réelle, et en particulier les PME. Il rappelle en outre que l'Europe n'a pas été à l'origine de la crise mondiale, mais se veut pourtant le "meilleur élève de la classe" en matière de régulation. Il ne faut pas faire preuve de "naïveté réglementaire" selon lui.

5 <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Epargne-et-prestataires/Gestion-alternative/La-directive-AIFM-est-en-vigueur-en-France.html>

6 http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-265_fr.htm

7 <http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Marches-financiers/Deux-types-d-organisation-des-marches>

8 http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-463_fr.htm?locale=fr

E. Conséquences d'un éventuel Brexit sur la finance européenne

Enfin, sur le Brexit, C. de Boissieu affirme qu'en cas de départ du Royaume-Uni, les Britanniques négocieront pendant quelques années un statut qui pourra être un statut "à la suisse", "à la norvégienne" etc. La question se posera alors de savoir s'ils resteront dans le marché unique. Concernant les effets du Brexit sur le monde financier, l'économiste estime qu'il faut distinguer l'effet de court-terme sur le taux de change de la livre sterling, les sorties de capitaux de la place de Londres etc., et l'effet de long-terme plus permanent. Nous ne pouvons pas encore être certain qu'il y aura des effets de rapatriement de sièges et de délocalisation d'une partie de la finance vers les places d'Europe continentale; il y a des arguments dans les deux sens.

III. La mise en place d'instances européennes de régulation

A. « Comblers les trous dans la raquette »

Benoît de Juvigny explique qu'après la crise de 2008, une politique ambitieuse a été mise en oeuvre pour "comblers les trous dans la raquette" réglementaire, comprenant entre autres la régulation des dérivés et la régulation des agences de notation. Le secrétaire général de l'AMF note qu'il y a eu un effort d'homogénéisation réglementaire pour réduire les risques d'arbitrage entre les différentes juridictions. L'accent a également été mis sur le renforcement de l'architecture institutionnelle, avec l'établissement d'autorités européennes de régulation. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a ainsi été créée le 1er janvier 2011 à la suite du CESR, regroupant les régulateurs des marchés financiers des 28 Etats-membres dans le cadre d'une gouvernance nouvelle. L'Autorité bancaire européenne (EBA) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) ont également été instituées.

B. Les pouvoirs de l'Autorité européenne des marchés financiers

L'ESMA est en première ligne dans la mise en oeuvre du nouveau cadre réglementaire européen, et travaille sur mandat de la Commission européenne pour adopter les mesures techniques nécessaires à la précision et l'implémentation des nouvelles normes législatives. Résulte de l'ensemble de l'appareil un droit européen complexe et un dispositif réglementaire extrêmement détaillé, qui est un "mal nécessaire" pour éviter les arbitrages réglementaires entre les différents pays européens. B. de Juvigny rappelle que l'ESMA ne dispose que de peu de pouvoirs propres de supervision (sur les agences de notation et les référentiels centraux de données des transactions sur dérivés), mais que l'autorité a une mission majeure qui est celle d'assurer la convergence des approches de supervision des différents régulateurs européens.

C. Des progrès qui restent à accomplir

B. de Juvigny indique que le programme Barnier n'a pas encore été entièrement mis en oeuvre, que beaucoup reste à faire, et que l'on remet à présent l'ouvrage sur le métier avec le plan « Capital Markets Union » de la Commission européenne, même s'il reste politiquement compliqué de toucher, au niveau européen, aux sujets liés à la fiscalité, au droit des faillites, au droit du titre, aux pouvoirs des autorités européennes. Le secrétaire général de l'AMF conclut en affirmant, comme les autres intervenants, qu'une bonne régulation est "affaire d'équilibre".