

n°1

LESCAHIERSDEL'EIFR

CONFERENCE ANNUELLE 2014

Réglementation & croissance p.5

LES RDV EIFR

Les RDV de la régulation financière p. 13

Votre mise à jour réglementaire semestrielle

FILIERES RISQUES

Enjeux et défis du contrôle des risques opérationnels p. 25

Séminaire 5 novembre 2015

**DEVELOPPER & PROMOUVOIR
UNE « SMART REGULATION »**

à travers l'échange entre régulateurs et régulés

Sommaire

3	EDITO
5	CONFERENCE ANNUELLE 2014
13	LES RENDEZ-VOUS DE LA REGULATION FINANCIERE
25	FILIERE RISQUES
29	FILIERE RISQUES
33	FILIERE RISQUES
43	AUTRES EVENEMENTS
53	LA RECHERCHE
57	VIDEOS

L'EIFR contribue à une « smart regulation » en se fondant sur la compréhension mutuelle entre régulateurs et régulés des enjeux et conséquences de la mise en oeuvre de la régulation. C'est possible grâce à une confrontation active des expériences et des pratiques métiers. Cela se formalise par des séminaires, conférences, matinales et maintenant des ateliers. Merci aux 2 000 professionnels qui participent annuellement à la construction de cette culture commune, fondement de notre compétitivité ! En effet, Paris 2020 retient comme stratégie différenciante notre approche volontariste et notre pratique de la gestion des risques opérationnels.

Mais la participation directe à nos événements n'est pas suffisante pour approfondir cette culture et avoir un impact sur cette « smart regulation ». Il faut toucher des frontières plus larges. Il faut dans une approche bottom-up consolider cette multitude de contributions pour qu'ensemble elles donnent corps aux fondamentaux de cette « smart regulation ». Voilà le dessein de ces « cahiers » : consolider l'apport de nos travaux et diffuser à un plus large public la substance des problématiques et « best practices » en régulation financière. Bien entendu ces cahiers sont aussi un moyen de faire connaître nos vidéos qui diffusent les grands moments de nos événements.

Notre conférence annuelle de 2014 a été un temps fort, nos ateliers sur les risques explorent les nouvelles filières en termes de qualité, de consolidation, de propriété, de traçabilité des données... Notre comité pédagogique affine nos missions et priorités pour éclairer notre feuille de route... Nous sommes dans un monde interactif, en « remote ». Donc sentez-vous libre de réagir, diffuser et enrichir encore ces initiatives et nous donner de nouvelles idées soit en contenu soit en process de communication : à vous de jouer !



**Edouard-François
de Lencquesaing**

Délégué général de L'EIFR



CONFERENCE ANNUELLE 2014

Réglementation & croissance

Six ans après la crise financière, l'Europe, pourtant inondée de liquidités, ne connaît pas de reprise économique. Le défi de la nouvelle Commission européenne, dirigée par Jean-Claude Juncker, est immense.

En France, les questions relatives à la dynamique réglementation-croissance seront au centre du travail commun du comité Place de Paris 2020, lancé en juin et placé sous l'égide du ministère des Finances et des Comptes publics et de Paris Europlace.

La conférence annuelle de l'EIFR, réunissant autorités politiques et de contrôle, banque centrale, entreprises et investisseurs, est un tremplin à cette réflexion commune.

LE POINT VUE DE LA
BANQUE CENTRALE**Robert Ophèle***Sous-gouverneur
de la Banque de France*

C'est par une mise au point que Robert Ophèle a ouvert les débats : il convient de ne pas établir un lien de cause à effet systématique entre le financement et la croissance économique. En France par exemple, on a affaire à la fois à une stagnation (ces trois dernières années) et à une hausse soutenue de l'endettement des ménages (3 % l'an) et des entreprises (4-4,5 % l'an). Le pays est l'un de ceux, parmi les nations développées, où la croissance de la dette atteint les taux les plus élevés. L'investissement privé y est pourtant en panne : « Quelque 50 milliards d'euros annuels manquent à l'appel » par rapport aux niveaux observés avant la crise qui a débuté en 2008. « Le levier du crédit n'est pas la seule clé de la croissance économique », a prévenu le représentant de l'institut d'émission, qui a aussi invité à regarder ce qui se passe en ce moment en Espagne : l'économie y redémarre alors que le financement demeure sous tension (le crédit aux entreprises a reculé de 25 % en deux ans).

Robert Ophèle est ensuite entré dans le vif du sujet de la conférence annuelle, jugeant que dans le domaine du crédit, « les cartes étaient rebattues ». Elles le sont pour trois raisons essentielles : une « avalanche de réglementations » pèse sur les bilans des banques ; on assiste à un saut technologique

qui autorise, par exemple, l'émergence de plates-formes qui mettent directement en relation entreprises et investisseurs ; le niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt entame la rentabilité de l'intermédiation bancaire, spécialement dans l'activité de détail. « Tous les éléments sont réunis pour qu'émerge une désintermédiation massive », a ainsi jugé le sous-gouverneur. Il convient cependant « d'accompagner » ce mouvement, en veillant notamment à ce que les emprunteurs puissent renégocier les conditions de financement en cas de difficulté (la renégociation est plus aisée lorsque la relation est bilatérale, avec une banque qui connaît l'activité de l'emprunteur) et à maîtriser le risque pris par les investisseurs.

En tout état de cause, la désintermédiation « devra se faire avec le système bancaire, et non contre lui ».

Robert Ophèle s'est enfin montré favorable à une titrisation encadrée et maîtrisée, telle que l'encourage la Banque centrale européenne. Permettre aux banques de procéder à une titrisation non « déconsolidante » des prêts aux PME permettrait d'améliorer la distribution du crédit à ces entreprises. Ainsi a été mis en place l'Euro Secured Notes Issuer (Esni), une société de place qui procède à l'émission de titres de créances garantis adossés à des prêts aux ETI et aux PME, titres qui peuvent être utilisés comme collatéral entre intervenants des marchés. Les prêts aux particuliers, qui portent un risque bien identifié et connu, pourraient eux faire l'objet de titrisations déconsolidantes allégeant ainsi la contrainte de fonds propres des banques.

"

Tous les éléments
sont réunis pour
qu'émerge une
désintermédiation
massive

"

LE POINT VUE
DE LA COMMISSION
EUROPEENNE

Martin MERLIN

*Directeur des marchés financiers,
direction générale du Marché
intérieur et des Services, Commission
européenne*

Martin Merlin s'est attardé sur le bilan de la commission Barroso, et en particulier sur les réformes post-crisis lancées par Michel Barnier, commissaire au Marché intérieur et aux Services financiers : « Le système financier est plus solide, même si tout n'est pas parfait », a jugé le directeur des marchés financiers de la Commission européenne, estimant que cet état de fait avait été « conforté » par les tests de résistance et la revue des actifs bancaires menés par la Banque centrale européenne et l'Autorité bancaire européenne.

La Commission européenne de Jean-Claude Juncker avancera donc « avec prudence » quand il s'agira de « recalibrer » les règles existantes : cela ne devrait être entrepris qu'au terme d'évaluations ex-post des mesures prises par le commissaire Barnier (« sur la base de données économiques tangibles »), en faisant notamment la chasse aux conflits qui pourraient exister entre plusieurs textes.

« Le processus d'évaluation » sera à l'œuvre tout au long du mandat de la nouvelle commission, a avancé Martin Merlin, qui a cependant admis que de nouvelles priorités avaient émergé : remédier à la trop grande dépendance de l'économie à l'égard des banques et à l'hétérogénéité des situations nationales ; développer les marchés de capitaux.

Comment y parvenir ? Il s'agira de déterminer, au cas par cas, « produit par produit » et « pays par pays », ce qui peut être entrepris pour améliorer le fonctionnement de l'Union des marchés de capitaux, un marché des vingt-huit pays de l'Union européenne plus large que celui de l'Union bancaire (qui exclut le Royaume-Uni par exemple). Cette approche consiste notamment à se demander pourquoi des produits (covered bonds, placements privés...) sont bien implantés et efficaces dans certains pays et quasiment inexistant dans d'autres.

L'amélioration du fonctionnement d'un marché de capitaux intégré ne devra cependant pas se faire au détriment de la protection des investisseurs et de l'ouverture accrue du marché aux particuliers au travers des OPCVM. Côté entreprises, il conviendra d'identifier les problèmes de financement (le financement des PME est d'ores et déjà jugé problématique), de donner une plus grande place au capital-investissement (bien implanté en France mais sous développé dans l'Union européenne par rapport aux Etats-Unis), de favoriser l'accès des grosses PME aux marchés de capitaux, et enfin de développer le financement des infrastructures, dans le sillage du plan Juncker.

Peut-on aller plus loin dans la mise en place de l'Union des marchés de capitaux sans créer de nouvelles règles ? Il s'agit d'une question délicate et éminemment « politique ».

Les banques, a encore estimé Martin Merlin, « vont conserver un rôle majeur ». Mais seront-elles capables d'accompagner le redémarrage économique quand il se profilera ? Il ne saurait être

“

L'évaluation des règles existantes sera la marque de la Commission Juncker

”

question, en tout cas, de remettre en cause le modèle de la banque universelle, en interdisant par exemple le market-making, une activité qui devra être surveillée « au cas par cas » par la Banque centrale européenne et par les autorités de contrôle nationales. Il conviendra cependant de rester attentif aux distorsions de concurrence qui peuvent découler du soutien implicite des Etats.

LE POINT VUE DU REGULATEUR

Steven Maijoor

Président de l'Autorité européenne des marchés financiers

Président de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF, Esma en anglais), Steven Maijoor a d'abord fait remarquer que les réglementations récentes – celles dont on se demande si elles ne représentent pas un frein à la croissance ou si elles ne sont pas en conflit les unes avec les autres - « n'auraient jamais été produites sans la crise », crise dont on ne doit pas perdre de vue le très rude coup qu'elle a porté à l'économie. « Les questions

relatives à la stabilité financière ne sont pas toutes derrière nous », a jugé l'orateur, pour qui subsistent de nombreuses « situations problématiques », et même si « beaucoup de chemin a été fait » en direction d'un marché intégré en Europe.

De quoi baliser pour les prochaines années la feuille de route d'une organisation comme l'AEMF : s'assurer que de nombreux canaux de financement sont ouverts aux cotés du financement bancaire (et développer ces canaux : capital investissement, marchés d'actions, crowdfunding, fonds d'investissement...) ; ne pas négliger la nécessaire rentabilité du système bancaire ; développer le financement des entreprises en capital ; faire tomber les barrières, encore trop nombreuses, entre Etats ; faire baisser le coût d'accès à l'information, beaucoup plus élevé qu'au Etats-Unis.

Pour ce qui est de certaines réglementations comme Emir (règlement européen sur les dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux) ou Mifid (directive européenne sur les marchés d'instruments financiers), « nous sommes au milieu du gué ; nous nous attachons à consulter et à écouter les parties prenantes », a indiqué Steven Maijoor.

“

Les questions relatives à la stabilité financière ne sont pas toutes derrière nous

”





Martin Merlin

Philippe Heim

Philippe Messenger

Emmanuelle Nasse-Bridier



Laurent Guillot

Robert Ophèle

Steven Maijoor

LE POINT VUE
DE L'ENTREPRISE

Laurent Guillot

Directeur financier de Saint-Gobain

Pour le directeur financier de Saint-Gobain, l'échelle européenne n'a pas beaucoup de sens pour ce qui est de la construction d'un marché unique de capitaux. Il comprend, d'un point de vue « conceptuel », les visions développées par les représentants de la Commission européenne et de l'Autorité européenne des marchés financiers, mais a montré, exemples à l'appui, que pour une entreprise comme la sienne, très internationalisée dans ses opérations, le financement aussi était mondial.

Laurent Guillot a marqué les mêmes réserves à l'égard de la désintermédiation, dont il n'a pas nié l'intérêt, mais qui ne lui semble pas « constituer la panacée ». Son groupe, a-t-il expliqué, a non seulement besoin des banques – le pool de Saint-Gobain comprend vingt-quatre établissements financiers – mais encore, de banques françaises, les seules à s'être vraiment mobilisées au plus fort de la crise (seules trois établissements français ont accepté de financer une garantie de 1 milliard d'euros, un montant pourtant raisonnable à l'échelle de Saint-Gobain). « Il y a encore tout un tas de bonnes raisons d'entretenir des liens avec des banques nationales », a estimé l'orateur, qui a souhaité que l'harmonisation des pratiques et des marchés ne se fasse pas au détriment des « spécificités nationales ».

”

La désintermédiation n'est pas la panacée

”

//

Les entreprises doivent rester amarrées au système bancaire

//

LE POINT VUE DE L'ENTREPRISE

Philippe Messenger

Directeur trésorerie et financement d'EDF, président de l'Association française des trésoriers d'entreprise

Le directeur de la trésorerie et du financement d'EDF, qui a dit partager le sentiment général de Laurent Guillot – « Que l'on soit grand, petit ou moyen, on a besoin de banques » -, a, lui aussi, émis des réserves à propos de la réglementation. Il faut sans conteste édicter des règles permettant d'éviter un nouveau Lehman Brothers, mais « s'est-on attaqué aux bons protagonistes ? », a demandé le président de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE), alors que l'épicentre de la crise se trouvait aux Etats-Unis, où l'on a fait un usage déraisonnable des subprimes. S'agissant du financement des

entreprises, **Philippe Messenger** a insisté sur les plus petites d'entre elles. Les banques, amenées à réduire leur effet de levier, doivent faire tourner leur bilan plus rapidement, ce qui rend difficile le financement des PME. Or, pour cette catégorie d'entreprises, « les coûts fixes de la désintermédiation sont trop élevés ».

Les groupes industriels et commerciaux plus importants n'ont pour l'instant pas eu à pâtir des nouvelles règles bancaires : la hausse des marges qui aurait pu résulter du renforcement de la solvabilité et de la liquidité du système bancaire a été largement contrecarrée par la baisse généralisée des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités.

Favorable à la désintermédiation – il a rappelé que l'AFTE était partie prenante des travaux de place visant à développer un format européen de placement privé -, **Philippe Messenger** s'est dit convaincu cependant que les entreprises devaient rester « amarrées au système bancaire ».

LE POINT VUE DE L'ASSUREUR

Emmanuelle NASSE-BRIDIER

Responsable de la politique d'investissement crédit, Axa

Pour **Emmanuelle Nasse-Bridier**, qui a rappelé que les investisseurs institutionnels comme Axa participaient depuis longtemps au financement des entreprises au travers d'achats d'obligations, la directive Solvabilité II représente une forte incitation à amplifier ce mouvement.

« Aujourd'hui, nous cherchons à la fois à investir à long terme dans des actifs et à diversifier nos investissements », cela sans concurrencer les banques, mais au



//

Nous souhaitons investir au travers de placements privés et dans les infrastructures

//

contraire, « en s'appuyant sur leur expertise », a expliqué l'oratrice, pour qui il existe « de nombreuses pépites en France », des sociétés familiales très bancarisées qui souhaiteraient allonger la maturité de leur dette.

L'appétit des investisseurs institutionnels pour le long terme pourrait être satisfait par les placements privés (soit en direct, soit par l'intermédiaire de fonds de financement à l'économie) et par les projets d'infrastructure.

Concernant les placements privés, le mouvement est déjà enclenché avec l'émergence de l'euro PP – déjà près de 10 milliards d'euros levés. Pour ce qui est des investissements dans les infrastructures, qui ont l'intérêt d'offrir un horizon de placement qui va bien au-delà du 5-7 ans usuellement pratiqué par l'euro PP, les obstacles sont encore nombreux: taux variables et amortissement sont la norme, alors qu'Axa souhaite des taux fixes et des remboursements in fine pour répondre aux caractéristiques des passifs ; en termes réglementaires cette classe d'actifs n'est pas reconnue en tant que telle par la directive Solvabilité II et se voit pénalisée du fait de sa maturité longue.

LE POINT VUE DU BANQUIER

Philippe Heim

Directeur financier, Société générale

Le directeur financier de Société générale a plaidé la cause du système bancaire : la distribution du crédit a été maintenue en France au cours des cinq dernières années, ce qui est loin d'être le cas en Espagne et en Italie, ou même en Allemagne ; par ailleurs, en période de crise financière et/ou économique, ce sont les banques relationnelles de premier rang qui soutiennent les entreprises en dernier ressort, constat qu'avaient développé **Laurent Guillot** et **Philippe Messenger**.

A l'échelle de la zone euro, le système bancaire est en état de marche, après avoir mis en œuvre en quelques années les règles de Bâle 2,5 et de Bâle 3 : la revue des actifs et les tests de résistance menés par la Banque centrale européenne et l'Autorité bancaire européenne ont attesté cette bonne santé. Mais aller plus loin dans la réglementation bancaire, spécialement dans le domaine de la séparation des activités, reviendrait pour l'Europe à « s'imposer unilatéralement » une sanction.

Pour ce qui est de la désintermédiation en France, elle est particulièrement dynamique au regard du reste de l'Europe. Mais peut-on aller beaucoup plus loin ? Le système bancaire français conserve en effet 80 % des produits « originés » au bilan, alors qu'aux Etats-Unis, ce taux est de 25 %.

//

La séparation des activités, une sanction que l'Europe s'infligerait

//



LES RENDEZ-VOUS DE LA REGULATION FINANCIERE

5^e édition

JEUDI 18 DECEMBRE 2014

Ce séminaire semestriel avait pour objectif de développer en une matinée une vision d'ensemble sur l'agenda et l'actualité de la régulation financière, au travers d'une sélection de sujets ayant un impact significatif sur les conditions d'exercice des activités financières en Europe.

Les marchés financiers

En introduction à cette matinée, Marianne Thiéry, chef du bureau Epargne et Marchés financiers, Direction Générale du Trésor, présentait une synthèse des sujets réglementaires à l'ordre du jour en Europe :

Elle abordait successivement les questions relatives à la réglementation MIFID/MIFIR et la directive Transparence, celles concernant les agences de notation, la taxe sur les transactions financières, avant de lister les textes préparés par la précédente commission européenne et non encore adoptés, à savoir : les Règlements sur les opérations de financement sur titres, sur les indices de référence (benchmarks) et sur les fonds monétaires (MMF).

Puis Marianne Thiéry détaillait les projets de la nouvelle commission : la directive Prospectus, pri-

orité du nouveau commissaire, le projet de texte sur la résolution des infrastructures systémiques non-bancaires, qui inclura le post-marché, puis le Concept d'Union des marchés de capitaux (UMM).

IOSCO doit jouer un rôle plus fondamental

Jennifer d'HOIR, Chargée de mission à la direction des affaires européennes et internationales, AMF, rendait compte du rapport de consultation de IOSCO sur la régulation des activités transfrontières. Ce rapport, « conceptuel », n'est peut-être pas assez prospectif, mais c'est un acquis. Le mandat du groupe de travail qui l'a rédigé, moins ambitieux qu'espéré par l'AMF, était double :

- Mettre au point une boîte à outils (une typologie) des approches transfrontières utilisées par les membres de l'OICV

18

DECEMBRE

8

INTERVENANTS

1

MATINEE



1

- Si nécessaire, et dans un second temps, développer des guidances pour favoriser l'utilisation coordonnée de ces différents outils par les membres de IOSCO.

Il n'est pas sûr que le rapport final, sous pression de certains membres de la task force, voit le jour.

Pour Jennifer d'HOIR, même si l'on peut être pessimiste sur la possibilité de régler ces questions au niveau international et multilatéral, il est très important que l'industrie réponde à l'appel à commentaires généraux sur ce rapport conceptuel ouvert jusqu'au 23 février 2015.



2

L'AMF en faveur d'un assouplissement du cadre réglementaire des IPO

Pierre Villadary, Responsable de pôle, direction des émetteurs, AMF, présentait pour sa part les recommandations du groupe de travail AMF sur les introductions en Bourse (IPO) ainsi que les mesures approuvées par le collège des autorités des marchés financiers. La récente révision du cadre des IPO s'est inscrite dans le cadre de l'exécution du plan stratégique 2013-2016 de l'AMF et du comité 2020, la réflexion portant sur le financement de l'économie par les marchés financiers. Elle s'inscrivait également dans le cadre européen, notamment pour tenir compte des nouvelles dispositions adoptées par l'ESMA.

Un axe important concernait la préoccupation de la Place sur les contraintes de délais qui entourent le calendrier des IPO, avec des fenêtres de marché plus réduites.

Le rapport final a été publié en décembre 2014 et le collège de l'AMF a approuvé plusieurs propositions d'assouplissement de l'encadrement réglementaire des IPO :

Une plus grande flexibilité dans les règles d'encadrement du prix de l'offre initiale :

- La possibilité pour les investisseurs individuels de révoquer leurs ordres, et la confirmation du dispositif permettant aux particuliers d'investir directement dans les IPO

- L'accélération du calendrier d'exécution des IPO

L'autorisation d'utiliser l'anglais pour la rédaction du prospectus d'IPO

L'ensemble du dispositif révisé entrera en vigueur avant la fin du premier trimestre 2015.

Les 6 mesures de la loi Florange sur les OPA

Géraldine Perichon, Chargée de mission à la direction des émetteurs, AMF, traitait ensuite de la modification du règlement AMF sur les seuils de réussite des OPA. La loi d'avril 2014 dite « Loi Florange » comporte six mesures concernant les OPA et l'actionnariat long terme :

1 - Le seuil de caducité : toute offre à l'issue de laquelle l'initiateur ne détient pas 50% du capital ou des droits de vote est réputée caduque. Les actions apportées à l'offre sont rendues.

2 - « Excès de vitesse » : un actionnaire qui a entre 30 et 50% d'une société ne peut pas augmenter sa détention sans lancer d'offre publique. La tolérance de pouvoir augmenter cette détention a été réduite à 1%.

3 - Droits de vote double : désormais, toutes les sociétés cotées sur un marché réglementé sont par défaut dotées du système de droit de vote double. Mais un vote en assemblée générale peut désactiver le dispositif

4 - Le délai prévu pour la consulta-



3



4



5



tion du CE en cas d'OPA est désormais fixé à 1 mois.

Le plafond d'attribution d'actions gratuites est relevé à 30%. Mais pour passer de 10% (ancien plafond) à 30%, l'écart maximum en termes d'attribution ne doit pas excéder 1% entre le plus grand et le plus petit bénéficiaire.

6 - Avec la Loi Florange on passe dans un schéma où chaque société peut décider d'être neutre, c'est-à-dire de priver son management de moyens de défense autre que d'aller devant l'Assemblée générale à chaud en cas d'offre publique.

MIF2 et MIFIR converge pour une transparence pre et post trade

Marie-Agnès NICOLET, présidente-fondatrice de RegulationPartners abordait le thème des obligations de transparence pré et post négociation, des problématiques du reporting des transactions et des conditions d'accès aux données de marché : les règles de transparence de la Directive MIF2 sont transférées au Règlement MIFIR et applicables à partir de janvier

2017 ; elles sont étendues aux instruments assimilés à des actions. Concernant le Reporting des transactions aux autorités, MIFID2/MIFIR ont ajouté de nouvelles obligations pour préserver l'intégrité des marchés. Ainsi, les entreprises d'investissement tiennent à la disposition des autorités compétentes, pour une durée de cinq ans, les données pertinentes relatives à tous les ordres et transactions. Elles doivent déclarer les transactions e plus rapidement possible, fournir les données de référence des instruments (normes techniques proposées par l'ESMA). Les OTF (Organized Trading Facilities) ou nouveaux systèmes organisés de négociation sont réservés aux instruments « non-equity ». Le système vise à améliorer la transparence. A la différence d'un MTF, ces OTF exerceront dans un cadre « discrétionnaire », selon des « règles et des procédures transparentes afin de garantir un processus de négociation équitable et ordonné ».

Au total, ce n'est pas un système parfait, estime Marie-Agnès Nicolet, pour qui l'on peut avoir quelques inquiétudes sur la façon dont les OTF vont se mettre en place.



Les intervenants

- 1 Jennifer d'Hoir
- 2 Stéphanie Janin
- 3 Marie-Agnès Nicolet
- 4 Orestis Nikou
- 5 Géraldine Perichon
- 6 Mariane Thiery
- 7 Hubert de Vauplane
- 8 Pierre Villardary

Vers des CDS européens plus transparents

Enfin, **Hubert de Vauplane**, Avocat Associé, Kramer Levin Naftalis&Frankel, faisait le point sur quelques thématiques réglementaires d'actualité tant Outre-Manche que dans le reste de l'Europe. Il évoquait le rapport final IOSCO sur la transparence post-négociation des CDS, attendu avant février 2015, et qui s'est limité à faire une analyse descriptive des caractéristiques des différentes juridictions. Seuls les Etats-Unis ont pour le moment rendu obligatoire la transparence post trade sur certains CDS. L'Europe pour sa part se prépare à cette obligation.

Il signalait un « papier bien fait » de la BRI sur « le marketmaking et les opérations pour compte propre », publié en novembre 2014), permet de distinguer les modes d'organisation du market-making par rapport aux opérations pour compte propre.

Participant au comité juridique de la Place de Londres, Hubert de Vauplane traitait ensuite de quelques sujets d'actualité sur cette Place, comme la question des clauses d'action collective et la notion de pari passu et celle de la réforme des indices benchmarks. Il relevait qu'un sous-comité de la Chambre des Lords a été chargé d'analyser les marchés financiers au sein de l'Union Européenne, afin d'identifier les « gaps, overlaps and inconsistencies in the European Financial regulatory framework ». Par ailleurs, le comité juridique londonien a rédigé un commentaire sur le projet de Directive en matière de protection des données.

Il traitait enfin de la question de savoir si un PSI (prestataire de service d'investissement) qui a une activité de réception, transmission et exécution d'ordres et qui fait aussi de l'analyse financière, peut considérer que cette analyse est un « avantage non monétaire mineur ». Le FCA britannique a jugé en effet qu'il fallait séparer le prix de l'exécution de l'ordre du prix de la recherche. L'AMF est « vent debout » contre ce projet.

La gestion d'actifs

L'AMF précise ses exigences de contrôle des risques

Marie-Agnès Nicolet traitait de l'organisation du dispositif de maîtrise des risques et des recommandations et positions prises par l'AMF sur cette question dans le guide qu'elle a publié à l'intention des professionnels. Elle rappelait les obligations d'évaluation périodique des niveaux de risque auxquels sont exposés les OPC comme les portefeuilles gérés. Obligations applicables aussi à la gestion sous mandat réalisée dans le cadre de sociétés de gestion d'actifs.

Quant aux prises de positions sur la fonction permanente de gestion des risques, obligatoire depuis début 2012, le guide de l'AMF apporte de nombreuses précisions sur l'organisation des fonctions risques, contrôles et conformité, la mise en place de cartographies des risques, la définition détaillée des risques à couvrir (contrepartie, liquidité, marché, opérationnel,

Le saviez-vous ?

Seuls les Etats-Unis ont pour le moment rendu obligatoire la transparence post trade sur certains CDS. L'Europe pour sa part se prépare à cette obligation.

conformité) avec des exemples. En outre, ce guide inclut des exemples de cartographies des risques par portefeuille « très appréciables » pour les Sociétés de Gestion (type de risque, source du risque, indicateurs de mesure...), en particulier pour les nombreuses SGP qui font partie d'un groupe bancaire où les définitions des risques diffèrent de celles des SGP. L'AMF apporte ainsi aux professionnels des réponses aux questions qu'ils se posaient le plus autour de la mise en place de la fonction Risques, prévue par l'instruction AMF de 2012, et celle des cartographies de risque

Passeport en voie d'être élargi aux pays tiers

Stéphane Janin, directeur, chef de la division des affaires internationales de l'AFG, commençait par dresser un premier bilan de l'AIFMD et du passeport pays tiers. Alors que le deadline pour la mise en œuvre était juillet 2014, tous les Etats membres n'ont pas encore transposé la directive.

Selon les premières données, on comptait dans l'Union européenne 853 AIFMs, selon l'ESMA et, en France, 303. Sur ces 303 sociétés de gestion licenciées par l'AMF, un tiers sont en dessous des seuils qui rendaient la licence obligatoire, pour pouvoir gérer des fonds non-UCITS, autrement dit les AIF. Ce qui tend à montrer, selon Stéphane Janin, que le fait d'être licencié AIFM est considéré comme une opportunité, en termes d'image et de possibilité de commercialiser de manière active au travers d'un

passeport leurs fonds non-UCITS ou leurs activités associées. En novembre 2014, 220 fonds français étaient agréés France et passés « reste de l'Union européenne ».

L'ESMA a procédé à une consultation, close le 8 janvier, sur les passeports : elle voudrait tirer un premier bilan du passeport Intra-UE et aborder un projet de passeport hors-UE, passeport qui n'existe pas encore mais qui est « dans les tuyaux ».

Au niveau du passeport intra-européen, quel que soit le profil de la société de gestion, on constate qu'il subit de nombreuses frictions de fait du côté des régulateurs : Non-transparence et/ou coût élevé des fees des régulateurs dans les pays dans lesquels les AIFMs exportent, problèmes de transparence et d'information préalable sur les procédures exigées par les régulateurs, problèmes de définition des clients professionnels, problème pour le passeport société de gestion (Luxembourg). Au total, pour l'UE, le bilan provisoire et que l'on « peut mieux faire ».

En ce qui concerne « l'Extra-UE », on note de nombreuses barrières dans les « pays tiers » (réglementaires, fiscales, etc.). Or le passeport pays tiers pourrait potentiellement entrer en vigueur d'ici la fin de l'année 2015.

Aussi, estime l'AFG, « il faut assurer un levelplayingfield entre acteurs/fonds UE et non-UE, et une réciprocité d'accès au marché et, dans tous les cas, attendre que le passeport intra-UE fonctionne déjà bien avant d'élargir éventuellement le passeport aux acteurs et fonds de pays tiers ».

AVRIL
2014

Loi Florange sur les OPA

15 MAI
2014

Directive redressement et la résolution bancaire

30 MAI
2014

Ordonnance 2014-559 sur le financement participatif

23 JUILLET
2014

UCITS V

OCTOBRE
2014

Le financement participatif doit passer par Internet

4 MARS
2015

Rapport final IOSCO sur transparence post trade CDS

JANVIER
2017

Règles de transparence de la Directive MIF 2 transférées au règlement MIFIR

Le concept de risque systémique arrive chez les sociétés de gestion

Stéphane Janin abordait ensuite les questions liées aux Global Non Bank Non Insurance Systemically Important Financial Institutions (GNBNI-SIFI). Acronyme développé à partir du concept de risque systémique potentiellement posé par d'autres acteurs que les banques et assurances, dans le cadre de la réflexion du G20 et du FSB (Financial Stability Board). Comment ce concept pourrait-il être décliné aux sociétés de gestion ?

Le débat a démarré aux Etats-Unis avec le rapport de 2013 de l'Office of Financial Regulation sur les sociétés de gestion et le risque systémique. Une consultation FSB/IOSCO sur les sociétés de gestion G-SIFIs en 2013/2014 suivait qui, à la différence de l'OFR, ne prenait pas en compte la taille des actifs des SG mais celle des fonds (aucune société de gestion européenne capturée, car aucun fond supérieur à 100 milliards \$ dans l'UE). L'AFG est en faveur de cette dernière approche. Une nouvelle consultation FSB/IOSCO était attendue fin 2014/début 2015 : l'enjeu est important dans la mesure où l'on ne connaît pas encore les conséquences d'un classement comme entité systémique. L'un des risques est l'imposition d'exigences en capitaux propres.



Les fonds monétaires

La responsabilité du dépositaire

Stéphane Janin expose que les fonds monétaires ont été appréhendés après la crise comme étant du shadow banking. Le débat est parti des Etats-Unis à partir des fonds à valeur liquidative constante (CNAV). Puis il s'est étendu à l'Europe et aux fonds à valeur liquidative variables (VNAV). Le risque est que, dans le débat au Parlement qui doit donner lieu à un encadrement spécifique des Fonds monétaires en Europe, les obligations qui s'appliquent aux instruments à valeur constante soient étendues à ceux qui ont une valeur liquidative variable.

L'enjeu réglementaire européen est donc vital pour l'industrie française. Concernant enfin les questions liées à la directive UCITS 5 (23 juillet 2014), Stéphane Janin indiquait la clôture d'une consultation de l'ESMA sur le rôle du dépositaire. Il s'agissait de confirmer la responsabilité du dépositaire, notamment dans le cas d'une chaîne de sous-conservation à l'aval. Dans l'avis définitif de l'ESMA récemment paru, cette orientation, souhaitée par l'AFG, est confirmée.

Sur les conflits d'intérêt potentiels entre les sociétés de gestion et les dépositaires, l'ESMA souhaitait interdire la cohabitation d'un dépositaire et d'une société de gestion. Ce danger a été écarté dans l'avis définitif rendu à la commission. En revanche, l'ESMA prévoit

Instruction AMF : mieux traiter les réclamations clients

Hubert de Vauplane précisait que l'AMF a mis en ligne une nouvelle version de son instruction 2012-07 sur le traitement des réclamations. Les contrôles de l'AMF sur les bases de cette introduction sont encore peu nombreux mais pourraient se faire plus nombreux. Le point important de cette instruction est que les professionnels doivent mettre en place un suivi des réclamations, identifier les dysfonctionnements et se doter d'un dispositif de contrôle interne et des risques des clients.

La conclusion d'Edouard-François de Lencquesaing

Chaque sujet traité a un impact fondamental sur la compétitivité de l'industrie financière et sur le business model de chacun des acteurs. Et concernant la gestion des risques, on est passé à une « approche scientifique » de leur gestion (définitions communes et process structurés).

L'EIFR mettra d'ailleurs l'accent sur ces questions via des ateliers spécialisés sur les risques tout au long de l'année 2015.



Crowdfunding : des insuffisances réglementaires en France

Marie-Agnès Nicolet commençait par tracer le cadre dans lequel s'inscrit la nouvelle donne de financement que représente le Crowdfunding ou financement participatif.

En France l'ordonnance datée du 30 mai 2014, différents arrêtés et la publication fin septembre 2014 d'un guide de l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et de l'AMF sont venus « baliser » une activité qui s'est progressivement développée, avec la création de plateformes internet pour financer l'économie sous forme de prêts ou d'investissements en titres. Dès 2013, la Commission européenne avait lancé une consultation sur le sujet puis mis en place un groupe d'experts. Les porteurs de projet s'étaient montrés intéressés par une approche réglementaire, pour pallier les écueils liés au blanchiment et à l'insécurité juridique, les Etats membres ayant des approches réglementaires variées. En mars 2014, la CE a déclaré qu'elle continuerait à surveiller le marché pour déterminer ensuite si elle doit légiférer.

En France, selon le cadre juridique en vigueur depuis le 1er octobre 2014, le financement participatif doit s'exercer par le biais d'internet. Les plateformes internet ne sont que des intermédiaires qui mettent relation prêteurs et entreprises porteuses de projets. Mais elles n'ont pas les mêmes contraintes en fonds propres et gestion des risques que les banques. Pour limiter ce risque,

Le saviez-vous ?

L'autorité européenne des valeurs mobilières (ESMA en anglais) a été créée en 2010. Son rôle est d'assurer la stabilité et l'efficacité du système financier dans l'Union européenne à court, moyen et long terme.

Siège de l'ESMA : Paris
Président : Steven Maijoor

un décret de septembre 2014 a mis des limites et défini des plafonds de financement. Concernant les placements non garantis, l'ACP et l'AMF ont publié une position commune qui impose aux acteurs une plate-forme internet répondant aux exigences du règlement général de l'AMF et précise les différents statuts réglementaires sous lesquels les acteurs doivent se placer, en fonction des opérations proposées.

Hubert de Vauplane intervenait alors pour rappeler que le risque de bulle aux Etats-Unis n'était pas à écarter mais soulignait aussi que le chiffre d'affaires des activités collaboratives (au sens de Jeremy Rifkin) double chaque année. En France, estimait-il, le nouveau statut juridique a été accueilli favorablement par la communauté du Crowdfunding, mais avec davantage de scepticisme à l'usage, faute d'égalité de traitement entre acteurs et compte tenu d'un certain nombre d'incohérences des textes (en matière de paiement, par exemple). Un cahier des charges a d'ailleurs été envoyé au Trésor qui identifie les insuffisances réglementaires.

Marie-Agnès Nicolet détaillait ensuite les différents statuts réglementaires, purement nationaux et non « passeportables » en Europe pour l'heure, sous lesquels les acteurs peuvent se placer. Elle évoquait aussi les agréments et contrôles nécessaires correspondants, les conditions de non-cumul d'activités, ainsi que les conditions des opérations, informations et garde-fous dont les internautes doivent obligatoirement bénéficier. On doit par exemple s'assurer de la capacité du prêteur à s'engager.

Rôle de l'EBA et résolution bancaire

Orestis Nikou, Policy Expert, European Banking authority (EBA), abordait le rapport de la Communauté européenne sur le système de supervision européen et le sujet de la résolution bancaire.

Le rapport d'août 2014 de la CE se montre positif sur le bilan du système de supervision et souligne la contribution des différentes autorités européennes (EBA, ESMA, EIOPIA) à la surveillance macro-prudentielle du secteur financier. Il salue la qualité des normes de l'EBA et le renforcement de la législation au niveau européen. Suite à ce rapport, la CE a appelé à des actions immédiates : accent mis sur la protection du consommateur et de l'investisseur, convergence de la supervision. A moyen terme, renforcement de la gouvernance et révision des structures de financement.

Concernant l'EBA, de nouveaux défis émergent : relations entre Etats membres de l'Union bancaire et les autres. Orestis Nikou juge aussi que le fonctionnement de l'EBA – autorité de niveau 2 – serait plus efficace, si elle était davantage impliquée dans la phase d'élaboration et d'adoption des Directives et règlements.

Concernant la résolution bancaire, après avoir rappelé combien la crise avait mis en évidence la faiblesse, et l'injustice des mécanismes de « bail-out », l'aléa moral et les conséquences désastreuses sur la dette des Etats que ces « bail-out » ont engendré, l'orateur détaillait les différentes mesures adoptées au niveau européen et international.

La mise en place du système du « Bail-in » (renflouement interne) constitue l'un des éléments importants pour le système bancaire, avec les fonds de résolution financés par les banques. Il limite l'aléa moral.

Pour les superviseurs, la crise fut une défaillance du marché unique. « Il serait bon d'avoir en Europe un mécanisme unique de la supervision et de la résolution bancaire ». Pour l'heure l'Union bancaire ne concerne que les Etats de la zone euro. Le Comité de résolution bancaire unique se met en place à Bruxelles. Pour réussir le marché unique, on a besoin d'un socle commun (single rule book), que l'EBA contribue à développer.

Orestis Nikou rappelait enfin que de nouvelles initiatives réglementaires sont en cours de discussion, comme la Commission Barnier sur la séparation des activités risquées ou le possible régime de résolution pour les non-banques ou sur l'Union des Marchés de Capitaux. Pour Edouard-François de Lencquesaing, endiguer la crise c'est restaurer la confiance. Pour cela, on a renforcé les capitaux propres et en parallèle les process de sécurité. Pour ouvrir la voie à une discussion sur la réduction des exigences en capitaux et des « buffers » en la matière, il faudrait parvenir à rassurer pleinement les autorités, encore sceptiques sur la crédibilité des processus de sécurité et de contrôle des risques des établissements. C'est là une étape préalable indispensable pour revenir à un financement correct de l'économie, en ne mettant pas tous les capitaux dans les banques. Le cas de la France est exemplaire : avec les capitaux propres existants

à l'époque, grâce à un processus de surveillance robuste et un régulateur intrusif, les banques ont mieux résisté qu'ailleurs, aux Etats-Unis par exemple.

Orestis Nikou faisait alors remarquer que les exigences de capitaux propres sont établies à l'échelle internationale et donc s'appliquent aux banques de toutes les régions. De plus, ces exigences pourraient encore être renforcées. Le FSB a avancé le concept de TLAC (Total Loss Absorbing Capacity ou capacité totale d'absorption des pertes), coussin de capital suffisamment large pour absorber les pertes en cas de défaillance d'une banque systémique. Et la directive pour le redressement et la résolution bancaire inclut une notion encore plus stricte : l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles.

Pour **Edouard de Lencquesaing**, le TLAC est un bon exemple d'asymétrie des règles entre les Etats-Unis et l'Europe. Le débat est donc ouvert sur la question de savoir comment calibrer le TLAC et l'adapter à la réalité des banques européennes.

En Europe, on a distingué la fonction de régulation de celle de supervision, au moins dans la zone euro. Mais cela pose la question de leurs relations. Comment éviter – c'est la crainte des Britanniques – que le superviseur, par sa puissance, influe trop sur la règle ?

Pour Orestis Nikou, c'est la raison pour laquelle l'EBA est à Londres. A l'avenir la commission devrait d'ailleurs définir plus précisément ses règles, pour éviter que le superviseur ait trop de pouvoirs d'appréciation.



Le saviez-vous ?

La Commission est responsable devant le Parlement européen qui peut la censurer, mais exclusivement sur sa gestion, et par un vote des deux tiers du Parlement. Elle partage les pouvoirs exécutif et législatif avec le Conseil. Son mandat est de cinq ans. Les commissaires sont assistés par une administration centrale qui est, par ses effectifs, la plus importante de l'UE.

La loi Eckert

- Du 13 juin 2014 elle est relative aux comptes bancaires inactifs et aux contrats d'assurance vie en déshérence
- Elle vise un ensemble de mesures : simplification de la recherche des bénéficiaires, revalorisation des capitaux décès, obligation de versement...
- Les banquiers et les assureurs (FFSA, Mutuelles et IP) vont devoir respecter des obligations de recensement et de consultation du RNIPP (Répertoire National d'Identification des Personnes Physiques), d'information et de transfert des avoirs.
Sont concernés les établissements de :
 - crédit
 - paiement
 - monnaie électronique
 - les PSI et de services connexes (tels que la tenue de compte-conservation d'instruments financiers pour le compte de tiers).

Marie-Agnès Nicolet rappelait que le texte du Comité de Bâle sur les standards en matière de risque opérationnel (indicateurs de risques) était encore en consultation en janvier 2015. Cela ne concerne ni les modèles internes ni la méthode AMA.

Sur les pratiques commerciales, elle détaillait les dispositions de la recommandation de l'ACPR du 3 juillet 2014 sur les conventions de distribution d'assurance-vie, qui vient préciser des éléments législatifs et réglementaires existants (AMF) et clarifier les rôles du producteur et du ou des distributeurs, dans des chaînes de responsabilité parfois complexes.

Quant à la loi Eckert du 13 juin 2014, elle traite non des questions relatives aux comptes bancaires inactifs et actifs en déshérence (coffre-fort). L'objectif de cette Loi est naturellement d'améliorer la protection des épargnants et des bénéficiaires. A partir du 1er janvier 2016 les banques devront répondre à des obligations de recensement et de transfert des avoirs. En matière d'assurance, la loi Eckert renforce les obligations des assureurs et l'ACPR a d'ailleurs durci ses contrôles et notifié récemment des sanctions importantes en cas de non-respect de l'obligation de recherche de bénéficiaires d'assurance-vie.

Rôle de l'EBA et résolution bancaire

Orestis Nikou, Policy Expert, European Banking authority (EBA), abordait le rapport de la Communauté européenne sur le système de supervision européen et le sujet

Le rapport d'août 2014 de la CE se montre positif sur le bilan du système de supervision et souligne la contribution des différentes autorités européennes (EBA, ESMA, EIOPIA) à la surveillance macro-prudentielle du secteur financier. Il salue la qualité des normes de l'EBA et le renforcement de la législation au niveau européen. Suite à ce rapport, la CE a appelé à des actions immédiates : accent mis sur la protection du consommateur et de l'investisseur, convergence de la supervision. A moyen terme, renforcement de la gouvernance et révision des structures de financement.

Concernant l'EBA, de nouveaux défis émergent : relations entre Etats membres de l'Union bancaire et les autres. Orestis Nikou juge aussi que le fonctionnement de l'EBA – autorité de niveau 2 – serait plus efficace, si elle était davantage impliquée dans la phase d'élaboration et d'adoption des Directives et règlements.

Concernant la résolution bancaire, après avoir rappelé combien la crise avait mis en évidence la faiblesse, et l'injustice des mécanismes de « bail-out », l'aléa moral et les conséquences désastreuses sur la dette des Etats que ces « bail-out » ont engendré, l'orateur détaillait les différentes mesures adoptées au niveau européen et international. La mise en place du système du « Bail-in » (renflouement interne) constitue l'un des éléments importants pour le système bancaire, avec les fonds de résolution financés par les banques. Il limite l'aléa moral.

Pour les superviseurs, la crise fut une défaillance du marché unique. « Il serait bon d'avoir en Europe un mécanisme unique de la supervision et de la résolution bancaire ».

Pour l'heure l'Union bancaire ne concerne que les Etats de la zone euro. Le Comité de résolution bancaire unique se met en place à Bruxelles. Pour réussir le marché unique, on a besoin d'un socle commun (single rule book), que l'EBA contribue à développer.

Orestis Nikou rappelait enfin que de nouvelles initiatives réglementaires sont en cours de discussion, comme la Commission Barnier sur la séparation des activités risquées ou le possible régime de résolution pour les non-banques ou sur l'Union des Marchés de Capitaux.

Pour **Edouard de Lencquesaing**, endiguer la crise c'est restaurer la confiance. Pour cela, on a renforcé les capitaux propres et en parallèle les process de sécurité. Pour ouvrir la voie à une discussion sur la réduction des exigences en capitaux et des « buffers » en la matière, il faudrait parvenir à rassurer pleinement les autorités, encore sceptiques sur la crédibilité des processus de sécurité et de contrôle des risques des établissements. C'est là une étape préalable indispensable pour revenir à un financement correct de l'économie, en ne mettant pas tous les capitaux dans les banques. Le cas de la France est exemplaire : avec les capitaux propres existants à l'époque, grâce à un processus de surveillance robuste et un régulateur intrusif, les banques ont mieux résisté qu'ailleurs, aux Etats-Unis par exemple.

Orestis Nikou faisait alors remarquer que les exigences de capitaux propres sont établies à l'échelle internationale et donc s'appliquent aux banques de toutes les régions. De plus, ces exigences pourraient encore être renforcées. Le FSB a avancé le concept de TLAC (Total

Loss Absorbing Capacity ou capacité totale d'absorption des pertes), coussin de capital suffisamment large pour absorber les pertes en cas de défaillance d'une banque systémique. Et la directive pour le redressement et la résolution bancaire inclut une notion encore plus stricte : l'exigence minimale de fonds propres et d'engagements éligibles.

Pour **Edouard de Lencquesaing**, le TLAC est un bon exemple d'asymétrie des règles entre les Etats-Unis et l'Europe. Le débat est donc ouvert sur la question de savoir comment calibrer le TLAC et l'adapter à la réalité des banques européennes.

En Europe, on a distingué la fonction de régulation de celle de supervision, au moins dans la zone euro. Mais cela pose la question de leurs relations. Comment éviter – c'est la crainte des Britanniques – que le superviseur, par sa puissance, influe trop sur la règle ?

Pour Orestis Nikou, c'est la raison pour laquelle l'EBA est à Londres. A l'avenir la commission devrait d'ailleurs définir plus précisément ses règles, pour éviter que le superviseur ait trop de pouvoirs d'appréciation.

Marie-Agnès Nicolet rappelait que le texte du Comité de Bâle sur les standards en matière de risque opérationnel (indicateurs de risques) était encore en consultation en janvier 2015. Cela ne concerne ni les modèles internes ni la méthode AMA.

Sur les pratiques commerciales, elle détaillait les dispositions de la recommandation de l'ACPR du 3 juillet 2014 sur les conventions de distribution d'assurance-vie, qui vient préciser des éléments législatifs et réglementaires existants

(AMF) et clarifier les rôles du producteur et du ou des distributeurs, dans des chaînes de responsabilité parfois complexes.

Quant à la loi Eckert du 13 juin 2014, elle traite non des questions relatives aux comptes bancaires inactifs et actifs en déshérence (coffre-fort). L'objectif de cette Loi est naturellement d'améliorer la protection des épargnants et des bénéficiaires. A partir du 1er janvier 2016 les banques devront répondre à des obligations de recensement et de transfert des avoirs. En matière d'assurance, la loi Eckert renforce les obligations des assureurs et l'ACPR a d'ailleurs durci ses contrôles et notifié récemment des sanctions importantes en cas de non-respect de l'obligation de recherche de bénéficiaires d'assurance-vie. ■





FILIERE RISQUES

Enjeux et défis du contrôle des risques opérationnels

SEMINAIRE 5 NOVEMBRE 2014

Si le contrôle du risque opérationnel s'appréhende de plus en plus souvent comme une filière à part entière, les échanges de bonnes pratiques demeurent indispensables et a fortiori dans un contexte d'enjeux financiers et de réputation grandissants et de déferlement de règles internationales. La gestion de ces risques relève davantage d'une culture qui concernerait l'ensemble des institutions et qui impacterait fortement les business models et in fine les choix stratégiques des organisations.

Pour les établissements financiers et les compagnies d'assurance, l'enjeu est de taille : « *A nous de convaincre que notre armement – un contrôle efficace – est suffisant, faute de quoi les autorités politiques imposeront de nouveaux renforcements du blindage – les fonds propres* », a prévenu Edouard-François de Lencquesaing, le délégué général de l'EIFR. Tomas Rivet, directeur associé de Qualiencie conseil, a dressé un état des lieux permettant de saisir les conséquences des évolutions de l'environnement sur la nature des risques opérationnels. Les mutations majeures

auxquelles on assiste sont la révolution numérique qui impacte fortement les métiers, notre situation économique ultra réglementée (Bâle III, Emir, Facta, Mifid...) avec une croissance faible et une dette souveraine élevée, et un « appauvrissement » des établissements financiers sous pression (faible croissance des revenus, diminution des marges...). Par ailleurs, on observe de nouvelles stratégies et formes d'organisations : plus de spécialisation, recours accru à l'externalisation, multiplication des chantiers de réorganisation interne.

Toutes ces mutations modifient le profil de risque des établissements financiers et tous les types de risques sont concernés : commerciaux, litiges avec les autorités, erreurs d'exécution, pertes de moyens d'exploitation, etc

Et ces risques nouveaux doivent être gérés par une approche normative (nécessaire mais pas suffisante) et par une meilleure proximité avec les métiers.

Banques et assurances, deux univers apparemment très éloignés... mais aux approches comparables

La banque d'une part, l'assurance de l'autre, n'ont pas le même agenda au regard du risque opérationnel, pourtant tout aussi présent dans l'un et l'autre de ces secteurs, c'est ce qui est nettement ressorti du cadrage initial réalisé par **Philippe Billard**, de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (APCR), et par **Marie-Laure Dreyfuss**, consultante après avoir piloté le projet Solvabilité II à l'ACP. Dans la banque, le risque opérationnel est « de longue date une des priorités du superviseur national » (Commission bancaire puis Autorité de contrôle prudentiel). Les règles internationales – notamment celles édictées par le Comité de Bâle et aménagées par l'Union européenne – n'ont finalement que formalisé et structuré des pratiques de place bien établies.

Les attentes du superviseur, outre qu'elles s'enrichissent continuellement de l'application de nouvelles

règles internationales, ne sont certes pas toutes comblées : ainsi en est-il, a expliqué Philippe Billard, en matière de gouvernance (il s'agit au bout du compte de créer une véritable « filière risque » au sein des établissements bancaires), en matière de mesure et d'identification des risques (on doit tendre vers une information plus centralisée, mais aussi, par exemple, créer des bases de données de pertes), ou encore dans le domaine de l'approche globale, dont la nécessité a été réaffirmée par le Comité de Bâle, et qui passe par la détermination d'un « niveau et d'un type de risque qu'un établissement peut et souhaite assumer ».

Dans le secteur de l'assurance en revanche, le formalisme en matière de risque opérationnel est très récent : l'obligation de produire un rapport annuel sur le contrôle interne ou celle d'instituer un comité d'audit ne remonte qu'à 2008. Il a fallu attendre la directive européenne Solvabilité II pour que s'opère « une presque révolution », avec un début de définition de la notion de risque opérationnel, la détermination d'une exigence en fonds propres liée à ce type de risque, et des obligations contraignantes dans le champ de la gouvernance (« au cœur de Solvabilité II », a estimé Marie-Laure Dreyfuss).

Ces obligations « arrivent d'un seul coup », a insisté l'oratrice, et peuvent être difficiles à observer dans les structures les plus petites. Il n'est par exemple pas aisé de séparer nettement l'opérationnel et le contrôle dans des compagnies d'assurance aux effectifs réduits. Cependant, la marche vers une plus grande formalisation de la gestion du risque opérationnel est enclenchée, comme l'atteste, entre autres, la multiplication des créations d'une direction des risques dans les entreprises du secteur. Par ailleurs, ce qui est perçu comme

une contrainte soudaine, forte, et économiquement pénalisante (les compagnies d'assurance américaines n'ont pas à observer un équivalent de Solvabilité II), « constituera au bout du compte, a noté Edouard-François de Lencquesaing, un avantage compétitif ».

Les banques, sous la pression de leurs superviseurs et des règles internationales, ont derrière elles, en particulier en France, une déjà longue pratique de la formalisation de la gestion du risque opérationnel. Les compagnies d'assurance, elles, font actuellement, sous la contrainte, le difficile apprentissage de cet exercice. Mais au fond, les deux industries se posent à l'égard du risque opérationnel les mêmes questions et mobilisent au bout du compte des principes très semblables, comme l'ont attesté par leurs exposés (réunis sous le titre Un défi organisationnel : analyse comparative) Jean-Marie Savin, responsable groupe « risque opérationnel et contrôle permanent » de BNP Paribas et Virginie Le Mée, directrice des risques et du contrôle interne à MACSF, une mutuelle qui s'adresse aux professionnels de la santé. Les deux orateurs ont ainsi mis l'accent avec la même insistance sur le rôle central joué par les opérationnels dans les dispositifs de gestion du risque, notant que s'il s'agissait d'une « évidence », il convenait de la rappeler et de ne jamais la perdre de vue. « Les opérationnels sont les premiers responsables de l'identification, de l'évaluation et de la maîtrise des risques. Mais dans ce domaine, ils n'agissent pas spontanément, aussi faut-il les aider et les soutenir », a expliqué Jean-Marie Savin. « S'appuyer sur les opérationnels » constitue l'un des deux principes qui sous-tendent [notre] action, a de son côté relevé Virginie Le Mée, notant qu'elle avait « toujours essayé d'embarquer les opéra-

tionnels », avec l'idée de former une avant-garde sensibilisée au risque opérationnel et susceptible d'emporter ensuite l'adhésion du plus grand nombre par un effet « d'exemplarité ».

Autre point de convergence significatif dans les démarches poursuivies à BNP Paribas et à la MACSF, l'implication des organes exécutifs et délibérants a été présentée comme une condition sine qua non de l'efficacité, sinon de la réussite des dispositifs déployés. Pour **Jean-Marie Savin**, ce domaine est même celui où les progrès à réaliser sont les plus nombreux. « Cela demeure encore un peu conceptuel », a-t-il estimé, avant de plaider pour un éclaircissement de la notion de « tolérance au risque » des organes de direction de l'entreprise.

Pour ce qui est, en revanche, des types d'organisations mises en place - elles dépendent bien entendu intimement des caractéristiques propres à chaque entreprise -, on a pu s'apercevoir que les options (rattachements fonctionnels ou hiérarchiques notamment) étaient variées. A BNP Paribas par exemple, la gestion du risque opérationnel a été rattachée à la conformité (les « points communs sont nombreux », a plaidé Jean-Marie Savin), ce qui ne va pas de soi. Il faut d'ailleurs noté, comme l'avait fait **Philippe Billard**, de l'ACPR, en début de matinée, qu'en matière d'organisation, le superviseur bancaire s'interdit toute approche normative, lui préférant le pragmatisme et l'approche au cas par cas.

Un risque en expansion et encore mal maîtrisé : la fraude

La simple évocation de l'actualité des derniers trimestres suffit à se convaincre que la fraude (un vaste ensemble qui regroupe notamment la violation des em-

bargos, le financement du terrorisme ou encore le blanchiment d'argent) constitue un risque opérationnel grandissant et aux effets (amendes, réputation) désastreux. **Véronique Haccoun**, responsable du risque opérationnel à Ernst & Young France, n'a donc eu aucun mal à persuader les participants du séminaire que ce risque multiforme nécessitait des réponses vigoureuses, cela au moment où le développement international se fait pour une grande part dans des pays où la corruption, notamment, est la plus développée (« Il ne faut évidemment pas s'interdire de s'implanter dans de tels pays, mais il convient d'y aller en connaissance de cause »).

Une réponse vigoureuse ? Ce n'est pas systématiquement le cas, a déploré la consultante, notant que si « les dispositifs et les organisations existent, leur efficacité reste à démontrer », que ses missions l'amenaient à constater qu'on avait affaire, dans la lutte contre la fraude, à une « responsabilité émiettée » (c'est-à-dire, au bout du compte, inexistante) et qu'enfin, manquait « une vision globale ».

Rentrant plus avant dans la technique, **Véronique Haccoun** a énuméré quelques uns des problèmes rencontrés aujourd'hui par le secteur financier dans la lutte contre la fraude : le peu d'attention portée à ce point lors des due diligences réalisées à l'occasion d'acquisitions ; la mise à jour des listes (embargos, personnes condamnées, etc) ; le filtrage des listes, pollué par de fausses alertes (« bruits » dans le jargon des spécialistes) ; ou encore, l'insuffisance de la connaissance initiale de la contrepartie en vertu du KYC (know your customer). ■

“

les dispositifs et les organisations existent, leur efficacité reste à démontrer

”

avec ATOS

Atos

rsd²

FILIERE RISQUES

Gouvernance de l'information dans l'industrie financière

ATELIER RISQUE 20 JANVIER 2015

La mise en œuvre d'une Gouvernance de l'Information robuste est une nécessité dans le cadre des obligations réglementaires de reporting, d'archivage et de conservation des données (Mifid, Bâle III, PCI DSS...).

Les entreprises du secteur financier sont soumises à une série d'obligations légales et réglementaires de mise en œuvre d'un cadre robuste de gouvernance de l'information. Outre la réglementation relative à la protection des données personnelles s'appliquant à toute entreprise, de nombreuses règles financières nationales, européennes ou étrangères exigent en effet une conservation organisée de divers types de données, parmi lesquelles : les Directives MIF (I et II) qui prévoient la conservation pendant une durée de 5 ans des données relatives aux transactions financières et au cadre de réalisation de celles-ci afin de pouvoir démontrer une pratique de bonne exécution ; les directives bâloises qui imposent la conservation des données sur les transactions finan-

cières et les risques pendant une période définie, avec une obligation renforcée dans le cas d'une utilisation de modèles internes ; les standards de sécurité de l'information dans l'industrie des paiements qui obligent les émetteurs de cartes à conserver un historique de la piste d'audit pendant une période cohérente avec la durée d'utilisation ; mais aussi les lois américaines Bank Secrecy, Dodd-Franck ou Sarbanes-Oxley qui obligent les entreprises ayant des activités ou une cotation aux Etats-Unis à maintenir un enregistrement de différents types de transactions.

La protection des données personnelles constitue assurément un domaine d'attention et de contrainte particulière dans un secteur for-



Le défi des établissements financiers est d'appréhender à la fois les enjeux réglementaires, organisationnels et techniques.

tement utilisateur d'informations nominatives. Le principe général établissant que ces données ne peuvent être détenues que pendant une durée justifiée par rapport à leur utilisation vient parfois en opposition avec certaines obligations de conservation des données, comme dans le cadre de MiFID (données personnelles clients à conserver pour la démonstration de la meilleure exécution mais à effacer à la demande ou si la nécessité n'est plus clairement établie) ou encore celui de la titrisation (difficulté à constituer des bases de données historiques de défaut si le droit à l'oubli conduit à effacer des informations sur la défaillance d'entreprises). L'année 2015 apportera dans ce domaine une actualité très forte avec un nouveau règlement européen renforçant notamment le droit à l'oubli et les sanctions en cas de dispositif de conservation insuffisant, et avec en France la Loi Numérique en début d'année.



Un degré de risques et de complexités certain

En toute hypothèse, un établissement financier ne peut plus se reposer sur une conservation systématique de l'information pour une donnée indéterminée. La conformité aux règles de conservation des données constitue pour tout établissement une problématique complexe nécessitant une bonne appréhension d'enjeux de natures différentes : enjeux réglementaires globaux mais également locaux ; enjeux organisationnels, avec un volume d'information important et croissant, des utilisateurs nombreux et une organisation en silos (métiers, géographie) ; et enfin enjeux techniques, dans un contexte de diversité de supports et de variété de solutions de stockage.

Une gouvernance de l'information s'impose

La gouvernance de l'information vise à s'assurer de la conformité des dispositifs de gestion et de conservation des données, quel que soit le support utilisé (fichiers, enregistrements, messagerie, données physiques), aux exigences réglementaires générales et locales, au travers d'outils, politiques, procédures, processus et bien sûr de contrôles. Il s'agit en pratique de définir précisément le domaine respectif de responsabilité des nombreuses parties prenantes à cette matière (responsables métiers, filières conformité et juridique, direction informatique, ...), et de garantir la mise en œuvre cohérente de bonnes pratiques adaptées. A chaque acteur de la gouvernance de l'information son rôle qui peut se trouver synthétisé dans un workflow simple : la Conformité en lien avec le Juridique va définir et faire évoluer les politiques générales à décliner localement, les Records managers au sein des métiers vont déployer la gestion du calendrier de rétention de l'information, l'IT va appliquer ces politiques sur l'ensemble des entrepôts de données, et les Business managers au sein des métiers auront ainsi un accès sécurisé à l'information.

Le programme de gouvernance de l'information dans une entreprise visera à aligner la valeur de l'information (qui constitue globalement un actif de l'entreprise, même si la question de la propriété juridique effective de l'information personnelle est complexe), les risques (au travers notamment d'un recours plus ou moins important un dispositif de Cloud) et les coûts de traitement, avec les objectifs de l'établissement, et devra

préciser pour chaque catégorie d'information les règles de conservation, de partage interne, de gestion des accès et de sécurité, et de traçabilité d'utilisation.

Plusieurs défis d'envergure sont à surmonter, comme la nécessité d'avoir une vision globale des traitements et de systèmes de conservation résultant souvent d'évolutions historiques de restructurations ou d'acquisitions, la définition de règle d'archivage selon le domaine d'application, l'interface avec les applicatifs métiers, ...

Le dispositif de gouvernance de l'information trouvera avantage à reposer sur une seule plateforme centrale permettant la diffusion des règles et politiques internes vers les différentes solutions de conservation (disques partagés, solutions d'ECM, ou archives physiques), et s'appuyant sur les systèmes IT existants. Même si toutes les fonctions de l'entreprise sont concernées, le sponsor de cette plateforme sera typiquement celui qui aura ultimement à répondre d'éventuelles irrégularités ou de dysfonctionnements dans le dispositif, c'est-à-dire le responsable de la conformité. Dans certains groupes, une fonction spécifique nouvelle a cependant été mise en place, celle de Chief Data Officer garant du respect des obligations réglementaires ainsi que de la sécurité de l'information.

De tels outils de type plateforme centralisée pour la gouvernance des informations s'imposent et existent. Ils peuvent permettre, sans manipulation des données métiers, une gestion complète des règles issues de la politique de conservation des informations de l'entreprise sur la base des lois en vigueur, leur application selon les lignes de métier dans les systèmes en place, et l'obtention d'indicateurs de performance et de risques (rapports de contrôle et d'audits, tableaux de bord).

Dans cette matière, comme classiquement dans les domaines des

risques ou de la conformité, une cartographie des informations, des traitements et des systèmes, de même que le recensement des règles générales et locales applicables, constituent un préalable à la démarche de bonne gouvernance. L'objectif ultime est de coupler une donnée et une règle (d'accès, d'utilisation, de conservation et d'archivage), en intégrant bien sûr la modularité nécessaire pour tenir compte de situations opérationnelles particulières telles que le gel de la suppression de données si une situation de litige conduit à devoir conserver des données plus longtemps que normalement prévu. L'avènement de l'ère du «Big data » ne modifie pas substantiellement la nature de cette problématique, même s'il met en lumière la masse d'informations à prendre en compte, particulièrement dans le domaine financier.

De façon générale, tout établissement a intérêt à une démarche proactive dans le domaine de la gestion des données, pour se prémunir d'irrégularités opérationnelles comme de sanctions éventuelles en cas de contrôles de régulateurs ou de plaintes de particuliers pouvant s'estimer malmenés par une utilisation induite des données les concernant. La protection des données personnelles ne constitue toutefois qu'un aspect de cette problématique bien plus large de gouvernance de l'information, qui mêle des considérations de respect de règles, de gestion de coûts (on estime que près de 30 % des données détenues par les entreprises seraient inutiles car périmées ou en doublon, ce qui conduit à des coûts de conservation en moyens physiques et humains largement induits) et aussi d'efficacité opérationnelle. Une démarche de mise en place d'une gouvernance de l'information peut ainsi conforter tant la sécurité réglementaire que la rentabilité et l'efficacité globale de l'entreprise.



avec GFI, e Front
et Exane



FILIERE RISQUES

Optimisation des risques opérationnels

ATELIER RISQUE 10 FEVRIER 2015

La gestion du risque opérationnel concerne toute entreprise, vue comme un enchaînement de processus à finalité économique, qui se trouve exposée à divers types de risques, diffus et difficiles à isoler et estimer, liés à des défaillances humaines ou techniques, ou à une perturbation extérieure ou une modification de son environnement.

Au même titre que la fiabilisation des processus visée par la démarche qualité, l'analyse et la gestion des risques opérationnels s'inscrivent dans une démarche impulsée par le top management et dont les services métiers sont appelés à être les moteurs. Au-delà des exigences de couverture financière liée à la gestion des risques opérationnels, la conjonction de ces approches permet de créer les bases d'une gestion opérationnelle dynamique dont le but est de contribuer directement à l'amélioration de la valeur ajoutée de l'entreprise. Mesurée en termes de satisfaction clients, elle devient un facteur de performance. Com-

plexes par nature, les activités de banque ou d'assurance nécessitent tout particulièrement pour la gestion des risques opérationnels une approche globale d'entreprise, qualitative comme quantitative.

Touchant tant aux personnes (fraude, compétences), aux processus (conformité des opérations, sous-traitance), aux systèmes (obsolescence, capacité, sécurité) qu'à des événements extérieurs (réglementation, risques politiques, catastrophes), les risques opérationnels sont en effet inhérents à tous les produits, activités, processus et systèmes d'un établissement financier.

Le risque opérationnel focalisé sur le risque de perte

La définition bâloise du risque opérationnel se focalise sur le risque de perte, issu des 7 catégories d'évènements (procédures, personnes, systèmes ou évènements extérieurs, ...) pouvant survenir dans les 8 grandes lignes de métiers identifiées. Les risques de réputation ou de stratégie, moins directement quantifiables, ne font pas partie de cette définition. Le pilotage du risque opérationnel, qui représente de l'ordre de 10 % des risques pondérés d'un groupe bancaire, se base classiquement sur une approche itérative d'identification (au travers de cartographies et de dispositifs de collecte d'incidents), d'évaluation (mise en évidence du coût des risques opérationnels, par des méthodes en approche de base, standard ou avancée, et de l'exposition aux risques importants), de suivi (au travers d'indicateurs de risques et de performance des processus), d'actions de maîtrise ou d'atténuation (plan de secours, externalisation, assurance, ...) et enfin de réparation des incidents (en incluant leçons à tirer).

La gestion du risque opérationnel est exposée à des défis particuliers, parmi lesquels une appréhension plus complexe que celle des risques de crédit ou de marché (des risques plus diffus, moins de données et une distribution statistique moins « normale »), un équilibre à trouver entre granularité et pertinence, et la mise au point d'un dispositif souple et évolutif.

Le superviseur est de son côté très attentif aux faiblesses pouvant être issues de la complexité des groupes, d'une surveillance imparfaite du périmètre d'activité (entités étrangères, lignes de métier péri-

phériques), du développement de nouveaux risques liés notamment aux évolutions technologiques, de l'intensité accrue des évènements de risque (sanctions, ...) et d'une inadéquation de moyens affectés au contrôle interne. Une attention centrale doit en outre être portée à la qualité des données, qui doivent être pertinentes, produites par des processus maîtrisés, traçables et documentées, agrégables et sincères, et qui constituent le socle d'une gestion dynamique des risques, indispensable à une vraie culture de performance.

Un cas d'école : Exane

L'exemple d'Exane, présenté par Yves Marquer, Responsable de la Coordination du Contrôle Permanent, illustre bien l'ambition, les difficultés et la pertinence d'un projet global de mise en place d'un dispositif complet de gestion des risques opérationnels. Le contexte : 3 lignes de métiers employant 900 collaborateurs (courtage d'actions, dérivés et gestion d'actifs) dans des desks spécialisés et un réseau international nécessitant la prise en compte de pratiques locales ; en revanche, la pyramide hiérarchique assez plate permet la remontée et l'appropriation par la Direction générale de données détaillées proches des métiers.

Une forte granularité de risques

Exane a retenu un dispositif de contrôle de forte granularité (environ 100 cartographies de risques, près de 600 points de contrôle clés), qui est lié à la nature de ses activités mais recèle probablement une marge de simplification. L'implication de la DG et des métiers est un élément-clé du dispositif de contrôle permanent puisque c'est

ou la recherche. Un nouveau système eFront va devenir le support du contrôle permanent. Cet outil sera déployé sur une période de 18 mois.

eFront a travaillé avec divers partenaires du monde académique et financier dans le cadre du pôle de compétitivité Finance Innovation au projet C2R (Control for Risk Resiliency) de standards de contrôle interne des risques opérationnels pour les établissements financiers, au travers de la définition d'une nomenclature de points de contrôle standardisés, permettant d'établir et de mesurer l'efficacité des dispositifs de contrôle.

Olivier Javary, Alliance Manager, présente l'outil FrontERM for Banking, qui constitue l'ossature d'un dispositif (en mode SAAS, ASP ou On premise) de pilotage et reporting des risques opérationnels au travers de modules de contrôle 1er et 2e niveau, cartographie des risques, indicateurs de risques et base d'incidents et pertes.

Les points de vigilance

- 1- Il est impératif pour les dirigeants d'un établissement financier de concilier vision de synthèse et compréhension de fond, l'agglomération des données sur les risques et les incidents ne devant pas créer une déconnexion de la réalité des opérations financières de terrain
- 2- Un dispositif de gestion des risques opérationnels doit être géré de façon dynamique : historisation des incidents, revue périodique des ruptures et des tendances et de la cotation des risques, revue régulière des seuils et de la pertinence des contrôles, calibrage des impacts en capital, prise en compte des modifications de périmètre métiers ou géographique, ...
- 3- Il est cependant clair que l'historisation perd une part de pertinence avec le temps ; au-delà de 5 ans, l'évolution de certains métiers est telle que les données passées ne sont que peu significatives
- 4- Certains risques résistent davantage que d'autres à la quantification et la modélisation ; c'est le cas notamment du risque de conformité (difficulté de calibrage de l'occurrence et de la portée de sanctions ou d'atteintes à la réputation), qui intègre pourtant une forte dimension de risque opérationnel
- 5- Le dispositif de contrôle vise à réduire occurrence et impact des risques opérationnels, mais vise également à aboutir à une économie en capital économique ; cette économie doit par ailleurs elle-même être intégrée dans le ROI des projets d'outils de contrôle
- 6- La nette amélioration des outils de gestion des risques opérationnels rend les établissements financiers moins vulnérables à des chocs internes et externes ; les concepteurs d'outils relèvent le défi de la course entre complexité des activités et sophistication des outils. Pour autant, ne tombons pas dans une forme d'illusion scientifique sur une gestion « mécaniste », où l'humain et l'imprévu conservent une large part
- 7- La gestion du risque opérationnel impose de développer une culture positive de l'incident, qui doit être révélé (et non simplement corrigé) et analysé immédiatement, pour en tirer les enseignements pertinents.

Régulation financière socialement responsable : le risque de mauvaise régulation

MATINALE RECHERCHE 11 FEVRIER 2015

Depuis 5 ans, les instances de la régulation semblent avoir oublié la croissance dans leur recherche effrénée de solidarité et de stabilité des systèmes financiers. Or il faut que la confiance puisse revenir entre régulateurs et régulés pour qu'une smart régulation génère de la compétitivité.

Introduisant le thème de la matinale, Edouard-François de Lencquesaing rappelait que depuis 5 ans l'on avait donné la priorité à deux critères : solidarité et stabilité des systèmes mais l'on avait oublié un troisième : la croissance. Or il faut parvenir à mettre en place une régulation qui respecte les trois critères. Pour cela, il faut bâtir un univers de confiance entre régulateurs et régulés, et éviter tout processus de « bras de fer », comme ce peut être le cas parfois dans le monde anglo-saxon. Comment alors transposer dans le processus même de la régulation le concept d'économie socialement responsable, de façon à développer une régulation intelligente (« smart regulation ») qui devienne un véritable outil au service de la compétitivité.

Christian Walter, actuaire agrégé, présentait le projet de la chaire « Ethique et Finance », ouverte en octobre 2013 au Collège d'études mondiales de la Fondation de la Maison des sciences de l'homme (FMSH).

Cette chaire doit remettre la finance au service de l'économie qu'elle doit irriguer. Car il y a une responsabilité spécifique des marchés de capitaux dans le financement global de l'économie. Or, dans d'autres secteurs, comme la médecine ou l'environnement, un dialogue institutionnalisé s'est établi entre les parties prenantes, alors qu'en finance on assiste surtout à une dénonciation, une indignation.

La chaire « Ethique et Finance » a pour objectif précisément de contribuer à institutionnaliser le dialogue avec la société sur les questions éthiques en finance, et organiser le débat intellectuel pour alimenter et enrichir le débat public. La chaire « Ethique et Finance » entend contribuer à construire une finance juste, tant au plan de la technique financière qu'au plan économique et social.

La chaire adopte, pour faire émerger une autre pensée financière que la pensée actuelle, un axe particulier : elle associe, dans un cadre pluridisciplinaire, actuariat (modèles



**Christian
WALTER**

est actuaire agrégé de l'Institut des actuaires, docteur en sciences économiques, habilité à diriger les recherches en sciences de gestion et qualifié professeur par le Conseil national des universités

Qu'entend-on par finance juste ?

A l'échelle macro économique, sociale ou politique, c'est une éthique générale. Elle consiste à considérer que les pratiques et la régulation financières doivent être abordées du point de vue de la responsabilité sociale.

C'est aussi une finance qui a un sens. On note deux tendances : d'une part une évolution spontanée des pratiques professionnelles (tendances endogènes) et d'autre part des aspirations de la régulation (tendances exogènes).

A l'échelle micro économique, une finance juste c'est une éthique des pratiques professionnelles.

Introduisant le thème de la matinale, Edouard-François de Lencquesaing rappelait que depuis 5 ans l'on avait donné la priorité à deux critères : solidarité et stabilité des systèmes mais l'on avait oublié un troisième : la croissance. Or il faut parvenir à mettre en place une régulation qui respecte les trois critères. Pour cela, il faut bâtir un univers de confiance entre régulateurs et régulés, et éviter tout processus de « bras de fer », comme ce peut être le cas parfois dans le monde anglo-saxon. Comment alors transposer dans le processus même de la régulation le concept d'économie socialement responsable, de façon à développer une régulation intelligente (« smart regulation ») qui devienne un véritable outil au service de la compétitivité.

Christian Walter, actuaire agrégé, présentait le projet de la chaire « Ethique et Finance », ouverte en octobre 2013 au Collège d'études mondiales de la Fondation de la Maison des sciences de l'homme (FMSH).

Cette chaire doit remettre la finance au service de l'économie qu'elle doit irriguer. Car il y a une responsabilité spécifique des marchés de capitaux dans le financement global de l'économie. Or, dans d'autres secteurs, comme la médecine ou l'environnement, un dialogue institutionnalisé s'est établi entre les parties prenantes, alors qu'en finance on assiste surtout à une dénonciation, une indignation.

La chaire « Ethique et Finance » a pour objectif précisément de contribuer à institutionnaliser le dialogue avec la société sur les questions éthiques en finance, et organiser le débat intellectuel pour alimenter et enrichir le débat public. La chaire « Ethique et Finance » entend contribuer à construire une finance juste, tant au plan de la technique financière qu'au plan économique et social.

La chaire adopte, pour faire émerger une autre pensée financière que la pensée actuelle, un axe particulier : elle associe, dans un cadre pluridisci-

plinaire, actuariat (modèles mathématiques et ingénierie financière), philosophie (penser les normes et la régulation) et économie (penser la science économique et son histoire). Pour Christian Walter, les actuaires ont souvent dans leurs travaux de recherche sur la finance été plus proches des phénomènes que les mathématiciens de la finance, fussent-ils excellents.

Examinons la façon dont l'ensemble des règles – le « mur réglementaire » - s'appuie sur une croyance collective au sujet du risque. Elaborer une règle c'est intégrer un paradigme particulier sur le risque, une croyance collective ou une convention, dont la nature dépend de l'école de pensée à laquelle on se rattache (Keynes, Duhem ou Lewis).

Ces croyances, conventions sur le risque et la façon de le mesurer, de l'appréhender n'auraient-elles pas un effet négatif, imprévu et non souhaité ? Par exemple, les modèles statistiques financiers exercent des effets procycliques, assure la Banque de France, dans un article de la Revue de la stabilité financière (2009). Les régulations financières ont un impact sur les cycles de l'économie réelle, relève un Cahier de l'Institut Louis Bachelier (Opinions et débats, 2014) Il s'agit donc d'entrer dans ces régulations pour détecter les corps de doctrine qui irriguent ces textes réglementaires. Cela pose la question de fond sur la manière dont l'action collective et l'initiative publique dépendent de nos représentations théoriques au sujet de la nature du hasard et du risque. Ainsi que celle du rôle des théories dans la légitimation de la réglementation que met en place la puissance publique

« Nous sommes là au cœur de l'activité de la Chaire « Ethique et Finance », c'est-à-dire travailler sur l'éthique de la régulation », résumait Christian Walter.

Autre caractéristique de cette chaire,

le travail sur l'éthique des instruments financiers.

Aujourd'hui, l'éthique financière se réduit à la déontologie. Autrement dit, les comportements des personnes. Derrière ce discours, il existe un impensé positiviste, estime Christian Walter. Ce discours en effet fait comme si les outillages techniques, scientifiques, mathématiques, normatifs étaient axiologiquement neutres, n'étaient pas porteurs de valeur. Pour la chaire « Ethique et Finance », indépendamment des comportements humains, il est légitime de s'interroger sur les structures du système, du point de vue des outillages techniques et mentaux et des règles qui structurent les décisions. Pour la chaire, il y a une morale embarquée dans la technique. Le travail de la chaire va donc entrer dans la technique financière, le rôle des modèles par exemple et la manière dont ils conditionnent les normes réglementaires et les régulations.

Qu'est-ce que la finance responsable ?

Le concept est connu : investissement socialement responsable (ISR), responsabilité sociale des entreprises (RSE)... La chaire « Ethique et Finance » propose de l'étendre aux entreprises financières et aux régulateurs, et aux effets produits par les modèles qu'ils utilisent.

On peut s'interroger par exemple sur le modèle CAPM (Capital Asset Pricing Model), couramment utilisé par les gestionnaires et qui est devenu une norme professionnelle. Il y a donc une forme de responsabilité sociale de ceux qui font les modèles et de ceux qui les appliquent.

Autre exemple, dans la crise de 2008, la copule de David Li, copule gaussienne, a eu pour effet de faire exploser les encours de subprimes sur le marché hypothécaire. Or les hypothèses sur lesquelles elle est fondée sont non vérifiées. On peut donc se demander si ce modèle n'a pas eu

une responsabilité dans l'émergence de la crise financière.

Concernant la régulation financière, on peut s'interroger sur le fait que des types de modélisation, de représentation et de conception sur l'incertitude ont produit certains types de normes. De nombreux travaux existent sur le sujet.

Il y a débat : d'un côté les partisans des mathématiques financières affirment que les modèles ne sont pas en faute, mais qu'il faut savoir comprendre leurs limites ; de l'autre côté, ceux qui estiment que ces modèles ont été mal conçus. Un minimum de formation épistémologique permet de dire que le débat est mal posé : lorsqu'on oppose la syntaxe d'un modèle, son écriture mathématique à la pragmatique de son usage, on sait depuis le Cercle de Vienne en 1920 qu'il manque un troisième terme, qui est la sémantique du modèle. Il y a donc là aussi un pan de réflexion intéressant à explorer dans ce que l'on pourrait appeler l'insertion de la théorie dans l'éthique.

Au total, pour la chaire, il s'agit donc de comprendre comment les cadres mentaux, les théories (et leurs prédictions), les pratiques et les instruments (et leur système de décision) tiennent ensemble, de façon à contribuer à faire émerger une autre pensée financière que la pensée actuelle.

Christian Walter passait ensuite à l'exposé d'un cas pratique sur la question suivante : « Existe-t-il un risque lié à la régulation lorsque l'on cherche à réduire la volatilité ? Cette réduction ne conduit-elle pas involontairement à une hausse de l'erraticité? »

Au terme de ce travail de recherche, il a été attesté qu'en réduisant la volatilité d'une série de données il semble que l'on engendre une augmentation de l'instabilité du système. Autrement dit, quand le régulateur dans son action insiste fortement sur la volatilité, considérée comme le principal risque d'importance à réduire, il prépare de

fait l'émergence de chocs importants, en augmentant l'erraticité, et donc le risque de cassure.

Dans ce travail, il s'agissait de faire émerger un nouveau type de risque : le risque de régulation, en tant qu'elle agit sur le risque lui-même. Comment des règles prudentielles pouvaient de fait accroître le risque au lieu de le réduire ?

Les auteurs ont cherché à appliquer à la métrologie du risque une démarche par les conventions, selon trois dimensions : une dimension épistémique, pragmatique et politique.

- L'aspect épistémique d'une convention recouvre tout ce qui concerne le savoir, la connaissance et à la manière de traiter ces connaissances : « on est d'avis que le ratio Sharpe, c'est bien »....

- L'aspect pragmatique d'une convention renvoie à ses usages : comment on met en place, dans les logiciels, les organisations, les manières de procéder, le savoir.

- La dimension politique – et l'on est là au cœur du sujet de la régulation – va opérer directement sur les pratiques, via les normes réglementaires.

Pour rendre leur exemple pédagogique, les auteurs ont opposé dans leur simulation une convention de type « continuiste » et une autre de type « discontinuiste ». La première remontant à Bachelier, avec le mouvement brownien. La seconde à Mandelbrot. Donc, deux manières de quantifier l'incertitude.

En fait, ce débat remonte à Newton et à la célèbre formule de Leibnitz : « natura non facit saltus » (la nature ne fait pas de saut), qui définit ensuite un principe de continuité. Ce principe de continuité en philosophie naturelle a ensuite irrigué l'économie avec Marchal. Il a été abandonné au début du XXe siècle par la physique et la génétique pour passer dans une logique de discontinuité avec la mécanique quantique et en génétique dans les théories de la sélection.

Mais l'économie, avec Marchal, a maintenu et durci ce principe, ce qui aboutira à la théorie financière des années 50 et 60.

Les auteurs ont donc imaginé une réglementation qui s'appuie sur chacune des deux conventions puis en ont comparé les effets. Dans le cas de la première convention (continuité), le seul risque à mesurer est la volatilité. Dans l'autre cas de convention (discontinuité), le risque de saut étant important, la mesure de la volatilité n'est pas suffisante pour mesurer le risque. Au terme de leurs simulations, les auteurs montrent que lorsque la volatilité diminue, la capacité du marché à « casser » augmente. On obtient simultanément la réduction de la volatilité et l'augmentation de la fragilité du système.

En conclusion, un ensemble de règles qui stabilisent la volatilité, en faisant l'impasse sur l'erraticité, peut contribuer à augmenter le risque, par le biais de la hausse des queues de distribution des fluctuations. Le choix d'une convention a donc un effet sur le risque global.

En définitive, les leçons de cette simulation sont de trois ordres :

- En matière de données et de modèles, il est temps d'abandonner le « positivisme » qui irrigue à la fois les modélisateurs et les régulateurs. Ce positivisme consiste à croire qu'il existerait un monde complexe et face à lui des modèles trop simples. Il s'agirait donc de connaître leurs limites pour savoir comment les utiliser. Lorsqu'on examine en sociologie des sciences la production des marchés financiers et la fabrication des outils, on voit que les données financières sont construites. Il y a une interaction entre le modèle et la donnée. Et les institutions (marchés, acteurs de ces marchés) sont parties prenantes de cette construction. Quitter le positivisme, c'est comprendre qu'entre les normes réglementaires, les outillages techniques et les données, il existe une interaction. Ces ensembles co-construisent ce que l'on appelle la

réalité financière.

construire une règle, réglementaire ou mathématique c'est avoir un effet sur l'environnement financier. C'est là l'aspect politique d'une convention. La boîte à outils pour entrer dans cette démarche est l'épistémologie. La chaire « Ethique et Finance » exprime une idée nouvelle dans le paysage financier : entre l'épistémologie et l'éthique, des ponts doivent être mis en place et les deux domaines doivent être désenclavés. L'épistémologie doit être partie intégrante de l'éthique, parce que les modèles ne sont pas éthiquement neutres. Il y a une morale embarquée dans la technique des modèles.

- En troisième lieu, la simulation illustre un cas particulier de risque de régulation. Mais des cas plus complexes de risque de régulation pourraient être explorés à partir de ces méthodes sociologiques sur les conventions et des simulations mathématiques sur ces conventions.

Edouard-François de Lencquesaing souligne la difficulté d'élaborer une régulation qui « fonctionne » sans entraver l'économie, sachant que les politiques, eux aussi, prennent des raccourcis intellectuels ? Quand on évoque les réglementations de Bâle III et Solvabilité II, ce ne sont pas que les modèles qui ont conduit au résultat, ce sont aussi les hypothèses politiques.

En conclusion Edouard-François de Lencquesaing faisait observer que, dans le processus de lobby, on utilise souvent pour défendre telle ou telle position les résultats de calculs d'un certain nombre de modèles. Si les modèles dominants qui vont nourrir le débat entre l'industrie et le régulateur sont fondés sur une convention dominante, en oubliant d'autres conventions, la réglementation va s'en trouver orientée. ■



AUTRES EVENEMENTS

Rôle du market making face à la modernisation des marchés électroniques

MATINALE 19 NOVEMBRE 2014

Les évolutions réglementaires récentes (Reg NMS, MiFID I et II) conjuguées à la crise de 2008 et à l'attrition de liquidité qui s'en est suivi, a modifié les comportements. Au centre de ces évolutions (sur le marché des actions) : la fragmentation et le passage d'une négociation bilatérale à une négociation multilatérale, ce qui a considérablement modifié la position des "teneurs de marché" (c'est-à-dire les MarketMakers).

A l'heure où ces nouvelles pratiques s'ouvrent aux autres classes d'actifs, comme l'obligataire, les options, voire le forex, Charles-Albert Lehalle avait choisi pour traiter le sujet un angle, selon lui, quelque peu « provocateur » :

Le rôle du teneur de marché est-il moderne dans un monde où la technologie permet une désintermédiation massive ?

Les bases du market-making

Il rappelait tout d'abord comment le teneur de marché, en s'interposant entre l'acheteur et le vendeur main-

tient les prix, en bénéficiant d'une fourchette offre-demande (i.e. bid-ask spread), et l'on s'attend à ce qu'il assure la liquidité et la profondeur du marché qu'il maintient, via des ordres à cours limités – les quotes.

Certes, ce faisant, il prend deux risques : un Risque d'inventaire, s'il ne parvient pas à déboucler rapidement une position et un Risque de sélection adverse, risque qu'il peut limiter en optimisant ses capacités en matière d'information.

Dans le cadre d'une relation bilatérale, le teneur de marché dialogue avec chacun de ses clients et justifie le prix de la liquidité qu'il fournit. Il établit un lien anonyme entre les différents investisseurs qui ne peuvent se dévoiler leurs intérêts,



Charles-Albert LEHALLE

expert de la micro-structure de marché et du trading optimal

et qui ont pourtant avantage à se synchroniser.

Dans ce cadre, il a une position privilégiée ; il se peut qu'il soit tenté d'en abuser.

Les évolutions récentes des microstructures de marché

La concentration des ordres sur un marché réglementé prévalait par le passé. Si la synchronisation entre un acheteur et un vendeur pouvait s'en trouver facilitée, ce mode d'organisation des échanges ne permettait pas la compétition. Du coup, les frais sont élevés et la qualité de service baisse.

Écoutant les doléances des investisseurs, la SEC et la Commission Européenne ont donc ouvert la cotation à la compétition : réglementations Reg NMS et MFID I en 2004/05.

De nouvelles plateformes (ECN : Electronic Communication Networks) aux USA, et les MTF : Multilateral Trading Facilites en Europe) ouvrent avec des business models attractifs.

Une différence fondamentale entre les deux zones: les coûts de règlement-livraison sont différents en Europe selon les pays, uniques aux USA. Ce qui explique pour part la différence de systèmes entre les deux rives de l'Atlantique : en Europe, en effet les mots clef sont « best execution » et « Smart Order Routing » : à la différence des Etats-Unis, ce sont les brokers qui sont en charge de la compétition entre plateformes et ils doivent router les ordres vers celle qui a le meilleur prix pour le client.

Les enjeux de la fragmentation

Ces évolutions aboutissent à une fragmentation spatiale des

marchés et des transactions. Il ne s'agit plus seulement de synchroniser les opérateurs temporellement sur une même plateforme mais sur des plateformes différentes. Il y a donc nécessité de tenir le marché dans une nouvelle dimension. On constate l'essor de nouveaux intervenants : les High Frequency Traders, qui jouent entre autres l'arbitrage entre plateformes. Certains, parmi les plus importants d'entre eux comme Getco, implémentent de fait un véritable market-making.

La rapidité d'intervention et donc la latence devient donc un enjeu essentiel.

Pour les plateformes, en concurrence les unes avec les autres, le pas de cotation, c'est-à-dire l'incrément minimum de prix pour pouvoir surenchérir, devient un enjeu de gains de parts de marché.

Les régulations nouvelles font que la transparence pre-trade augmente : on est capable de voir l'état de l'offre et de la demande de façon très claire et précise sur toutes les plateformes en concurrence, sauf sur les dark pools.

Autre aspect positif, des plateformes pan-européennes de trading se sont mises en place.

Mais ces évolutions entraînent l'apparition de nouveaux risques opérationnels, qui impliquent tous des intermédiaires (Flash crash du 8 mai 2010 aux Etats-Unis, Hash Crash, Problème technique de diffusion des prix, Faillite de Knight en 2012 suite à la mise en production erronée d'un algorithme de trading sur marché actions, problème chez Goldman Sachs sur le marché des dérivés. En Europe problèmes de matching engines sur Euronext, le LSE ou BATS-CHI X).

Quelles réponses à ces risques ?

En Europe, les réglementations MIFID II et MIFIR ont vocation à proposer des réponses à ces risques :

- Faut-il ou non partager des coupe-circuits entre plateformes européennes : la question de la synchronisation est donc soulevée
- La surveillance doit être facilitée : les autorités de marché devraient pouvoir visualiser tous les échanges sur les plateformes qui proposent le trading sur des actions qu'elles régulent
- La question du pas de cotation est au centre des discussions, ainsi que celle de la limitation de la part de marché des Dark Pools

Mais, selon Charles-Albert Lehalle, le risque opérationnel n'est pas assez pris en compte et traité au fond par le régulateur.

Les nouveaux teneurs de marché face à la fragmentation

Le pourcentage des trades dans lesquels un market maker est impliqué n'a pas changé depuis 2006 (typiquement 30% sur les valeurs du CAC 40, selon Euronext)

En Europe, il semble d'après les études fondées sur les bases de données disponibles que les HFT soient majoritairement fournisseurs de liquidité contre la moitié environ aux Etats-Unis, les autres HFT étant plutôt des acteurs qui tentent de prédire le sens de l'évolution des cours.

Selon **Ch.-A. Lehalle**, cela pourrait être dû au fait qu'en Europe le pas de cotation est plus faible qu'aux Etats-Unis, mais l'on ne dispose pas d'éléments clairs sur le sujet.

Dans leur étude de 2012 « The Trading Profits of High Frequency Traders », Brokaard et al. montrent que ces HFT fournisseurs de liquidité sont exposés à la sélection adverse comme les market makers traditionnels. Toutefois la technologie permet à ces HFT apporteurs de liquidité de limiter les effets de cette sélection adverse en utilisant les newsfeeds. Ces flux d'informations prédigérées et structurées grammaticalement peuvent être lus et interprétés par des machines, qui peuvent appliquer des algorithmes de trading. Les acteurs ont donc grâce à cela accès à une information fondamentale.

L'avenir de la tenue de marché haute fréquence

Aujourd'hui on ne peut pas considérer que les HFT soient des market makers à part entière.

Si certains d'entre eux agissent statistiquement comme des apporteurs de liquidité, personne n'a encore chiffré leur apport aux autres participants

Par ailleurs, le risque opérationnel qui résulte de leur activité n'est pas véritablement maîtrisé.

Seul un statut clair de market maker européen pourrait faire avancer le débat. Les obligations de ces nouveaux intermédiaires sont encore à inventer.

Les investisseurs dans un monde désintermédié

Pour les investisseurs, la désintermédiation offre plus de liberté. Mais plus de possibilités signifie aussi plus de complexité. Pour

aussi plus de complexité. Pour l'investisseur, à la différence du HFT, la question n'est pas celle de la gestion de la position à la milliseconde après la tombée d'une nouvelle, mais bien le coût total de la gestion, sur un laps de temps beaucoup plus important, de l'exécution par « paquets » d'un méta-ordre. Dans ce nouveau contexte de microstructure de marché il faut donc redéfinir la façon dont on aborde le calcul des coûts de transaction. Pour l'investisseur, qui doit faire exécuter un méta-ordre sur une durée de plusieurs heures, la question est de savoir comment le marché et donc les apporteurs de liquidités vont réagir. Etudier ces aspects est particulièrement important. Malheureusement, on ne dispose pas de bases de données de méta-ordres courant depuis les années 2000/2001 jusqu'à aujourd'hui. Ce qui permettrait de mieux connaître la façon dont les changements intervenus dans la microstructure de marché et l'arrivée de nouveaux acteurs comme les HFT et l'évolution des pratiques de marché ont modifié la donne du coût d'exécution pour les investisseurs.

Les investisseurs sont-ils devenus des intermédiaires comme les autres ?

Sur des marchés liquides et électroniques, les investisseurs ont désormais la possibilité de prendre en charge eux-mêmes l'exécution échelonnée de leurs méta-ordres, y compris en utilisant des algorithmes de trading. Dans ces conditions, plus les investisseurs vont négocier continuellement leurs ordres, moins les teneurs de marché seront nécessaires. Mais ce n'est pas le cas pour les marchés moins liquides. Le marché obligataire constitue un bon exemple de marché pour lequel il est très

difficile aux teneurs de marché de maintenir un inventaire.

De nouveaux modèles sont néanmoins en cours d'expérimentation. (cf le projet Aladdin Trading Network de BlackRock, qui est un investisseur)).

La marche vers l'électronisation des marchés est donc appelée à se poursuivre, pour en particulier des raisons liées à la régulation des marchés et à leur traçabilité.

Conclusion de l'exposé

Les évolutions récentes de microstructure de marché ne sont pas anodines. Elles sont engendrées, outre la réglementation, par les pratiques et la technologie. Elles remettent en cause la distribution traditionnelle des rôles, et particulièrement celle des teneurs de marché. Le rôle des apporteurs de liquidité n'a pas disparu mais il est dispersé au sein de nombreux acteurs, y compris les investisseurs et les HFT.

Mais, fournir de la liquidité dans un monde fragmenté et multilatéral devient une gageure pour les market makers traditionnels. Ces derniers ne sont pas en mesure de faire de la tenue de marché multiplateformes, compte tenu en particulier de l'importance prise par la latence. Mais certains traders haute fréquence tentent d'assurer ce rôle.

Le service qu'ils rendent à des investisseurs de plus en plus matures, dans des marchés liquides et automatisés, n'est toutefois pas clair.

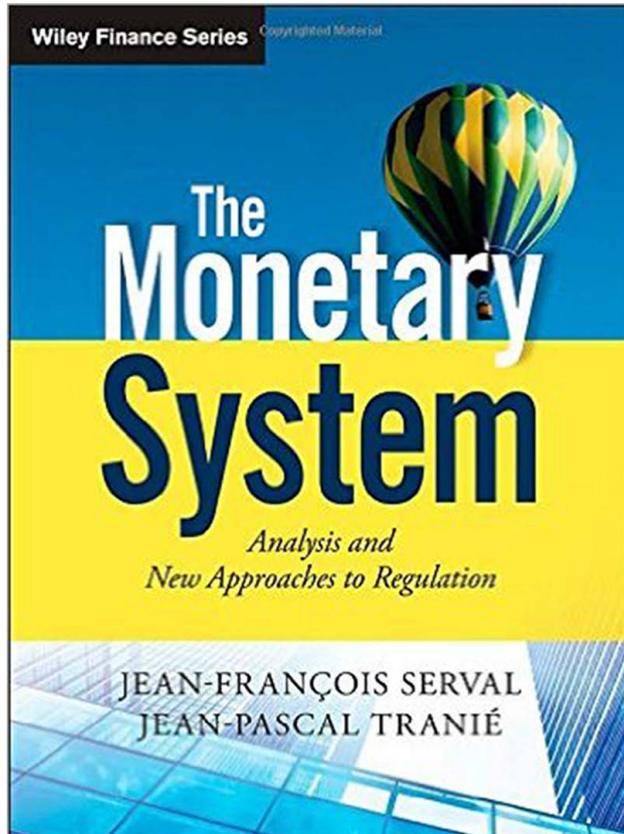
Ce que l'on peut aujourd'hui comprendre plus clairement c'est l'interaction des différents acteurs identifiés comme market makers ou HFT avec la liquidité, ce à l'échelle temporelle à laquelle ils interviennent, de l'ordre de la seconde. Grâce à des études

universitaires, on connaît mieux ces phénomènes. Malheureusement, les bases de données de ces différentes études ne se recoupent pas et portent sur des périodes et/ou des marchés différents. Ce qui ne permet pas des comparaisons robustes. On peut donc regretter l'absence d'une base de données cohérente, portant sur une tranche de temps bien définie et rassemblant l'ensemble des données des différents marchés européens, voire mondiaux, sur la période.

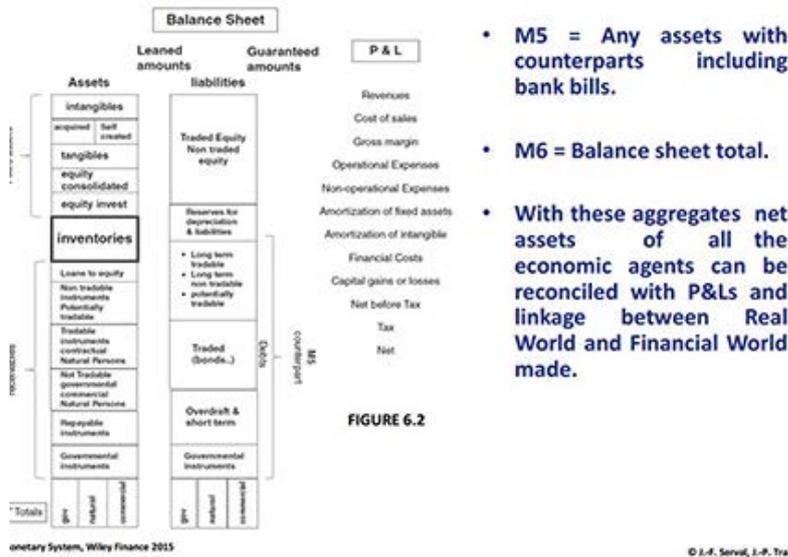
L'application de ce nouveau modèle de trading électronique à d'autres classes d'actifs, par nature moins liquides, nécessitera une forte innovation.

Si on prend le cas de BondMatch (<https://bonds.euronext.com/fr/bondmatch>), c'est aujourd'hui une plateforme, ce n'est pas un business model. C'est une réponse à une exigence réglementaire. L'exemple du marché actions est à cet égard très instructif : ce qui a changé les choses et véritablement créé un business model sur ce marché a été la dissymétrisation des frais, c'est-à-dire « le premier arrivé est payé ». Le marché obligataire devra lui aussi trouver son business model. Aujourd'hui la technologie est prête, elle a été expérimentée sur les marchés actions. Mais pour que le passage à l'électronisation sur d'autres classes d'actifs comme l'obligataire, fonctionne vraiment, il est nécessaire de trouver un business model dans lequel tout le monde trouve son intérêt à opérer sur ces nouvelles plateformes. ■





From where M5 and M6 Aggregates



Le système monétaire : analyse et nouvelle approche de régulation

MATINALE 17 MARS 2015

Le Système Monétaire décrit dans l'ouvrage, pose les bases conceptuelles nécessaires à la construction d'un système plus stable que celui existant dont on sait qu'il n'a qu'une couverture partielle et néglige non seulement le shadow banking mais aussi les effets contradictoires des règles prudentielles s'appliquant aux banques. L'ouvrage propose ainsi une vision globale des liens entre monnaie, organisation monétaire et système de régulation. Il cherche à clarifier l'articulation systémique entre analyse microéconomique et macroéconomique.

Il est urgent de réformer le système monétaire existant

Utiliser 2 agrégats inédits : M5 et M6

JF SERVAL et JP TRANIE démontrent qu'en élargissant l'observation à tous les états financiers de nouveaux agrégats (M5 et M6) de contrôles permettraient d'avoir une meilleure perception des risques consolidés et donc d'actions plus efficaces en période de surchauffe. Ils ouvrent ainsi la voie à un modèle destiné à permettre une régulation

moins « rigide » s'appuyant sur une plus forte responsabilisation des institutions financières et des marchés donc de leur efficacité. En dehors de la régulation des infrastructures, la régulation centrale par les autorités monétaires et financières n'interviendrait que si les retours de l'appareil d'information montraient des désordres dans la vitesse de rotation de la monnaie, les prix de transactions ou leur accumulation excessive. Par la constatation globale devenue possible de ces phénomènes et de leur interactions l'appareil statistique permettrait dès lors des politiques économiques plus adaptées en ne déclenchant des actions que lorsque nécessaire et directement sur les flux porteurs de richesses



Jean-François SERVAL

diplômé de l'Institut de Droit Comparé et DES de droit privé et de droit Public. Créa Constantin Associés et qu'il dirigera jusqu'en 2007.

Publications de Jean-François Serval :

- 2014 *Régime des impatriés*
- 2014 *Le bitcoin, une nouvelle monnaie avec des qualités et défauts*
- 2014 *La Fiscalité Fédérale des Etats-Unis*
- 2013 *The Independent Auditor*
- 2013 *Le Cadre Fiscal et Réglementaire de Singapour*
- 2013 *L'Equivalent de la TVA à Singapour - La GST*

Il a publié également chez Eyrolles avec Jean Pascal Tranié un ouvrage intitulé *La monnaie virtuelle qui nous fait vivre*, ouvrage préfacé par Madame Christine Lagarde

plutôt que sur les inventaires. Les effets possibles des actions seront dès lors prévisibles et surtout susceptible de suivi et d'ajustement en cas d'incertitude. Elle permet par exemple de prendre la mesure des questions que soulèvent les politiques de QE, les variations de change ou du prix des matières premières ainsi que des événements géopolitiques imprévus et imprévisibles.

La naissance de la monnaie

Frappée (dès 700 ans avant notre ère, en Turquie), scripturale, désormais électronique, la monnaie, clef de voute de tout édifice économique, ne cesse de varier dans ses formes. Cette évolution est spectaculaire aujourd'hui, alors qu'est attaqué et remis en cause un système monétaire bicentenaire où des banques centrales nationales déléguaient en l'encadrant leur monopole d'émission de la monnaie à des banques commerciales, qu'elles surveillaient et contrôlaient, cela avec des résultats globalement positifs en matière de régulation. Ce système a été concurrencé et mis à mal par le développement à marche forcée des marchés financiers, à partir des années 1970, sous l'œil bienveillant des professions du droit et du chiffre et dans le sillage des préconisations de Milton Friedman et de ses émules de l'Ecole de Chicago. Cette montée en puissance de l'économie financière a été telle qu'aux Etats-Unis, la désintermédiation – l'octroi de crédits en dehors du système bancaire – s'applique aujourd'hui à 75 % de l'activité économique. En Europe, le mouvement, qui a été lancé il y a moins longtemps, est en train de prendre de l'ampleur.

Il est ainsi nécessaire et urgent de réformer le système monétaire ex-

istant, ont expliqué Jean-François Serval et Jean-Pascal Tranié : les indicateurs traditionnels censés rendre compte de l'évolution des masses monétaires (en particulier M3, agrégat très suivi par les banques centrales, qui se compose de la monnaie fiduciaire, des dépôts à vue, des dépôts à terme de moins de deux ans, des OPCVM monétaires et des titres de créances de moins de deux ans) sont en effet désuets.

Au niveau mondial, l'agrégat M3 atteint quelque 60 000 milliards de dollars, un ordre de grandeur qui n'a rien à voir avec, par exemple, les 700 000 milliards de dollars d'instruments financiers négociés de gré à gré.

La titrisation, accélérateur de la création de monnaie

Par ailleurs, la formidable expansion de la titrisation – procédé permettant de rendre liquides des actifs qui ne le sont pas -, ou encore la généralisation de la comptabilité en valeur de marché (marked-to-market), agissent comme des accélérateurs de la création monétaire, cela dans des proportions qu'on ne peut mesurer à l'aide des outils et indicateurs existants.

Jean-François Serval et Jean-Pascal Tranié plaident ainsi pour la mise en place et la promotion d'indicateurs permettant d'analyser et de prendre la mesure du shadow banking, dont les G20 de crise avaient estimé qu'il fallait le contrôler et le réduire. Ils proposent de créer deux agrégats, M5, qui engloberait l'ensemble des dettes et créances classées selon leur nature (ce qui permettrait, notamment, de rendre compte de l'importance du crédit interentreprise ou encore de l'évolution des paiements en ligne), et M6, qui agrégerait l'ensemble

des bilans (et dont la comparaison avec les comptes de résultat permettrait de mesurer la vitesse de circulation de la monnaie, cela pour chaque catégorie d'instruments financiers).

Avec Raphaël Douady, économiste et mathématicien, Jean-François Serval et Jean-Pascal Tranié ont proposé une formule dite du explosion index (E) :

$$E = (V - P) \times (S \times M5) \text{ où}$$

S : vitesse de circulation de la monnaie

V : valeur nominale des portefeuilles

P : estimation des portefeuilles lorsque des cessions secondaires ont lieu

Chaque cession avant échéance crée un accroissement des bilans et un solde en résultat.

Et où la dérivée de S (S') s'exprime comme suit : $S' : k \times (V-P) \times (S)$ où k : coefficient d'élasticité

« Il convient de passer des agrégats traditionnels à l'observation des échanges », a estimé Jean-François Serval, qui projette de lancer une association ouverte à tous ceux que les questions d'économie monétaire intéressent et destinée à promouvoir ces deux nouveaux instruments de mesure.

Anticiper les dérèglements du système monétaire

Plutôt qu'agir dans l'urgence à coups d'injections massives d'argent public comme cela a été fait lors de la crise des subprimes, cela nécessite non pas d'ajouter des règles aux nombreuses règles existantes (avec le risque, avéré, de créer des effets pervers, celui notamment de « chasser l'argent du domaine réglementé vers le non ré-

glementé »), mais de s'atteler à une surveillance au moyen d'outils pertinents, ont expliqué les auteurs de The Monetary System et précédemment de La Monnaie virtuelle qui nous fait vivre (Eyrolles, Editions d'organisation).

Cependant, pour que l'utilisation d'indicateurs comme M5 et M6 soit efficace, elle doit être mondialement partagée, ce qui nécessite d'ajouter « une brique au système monétaire existant » sous l'espèce d'un droit international de la monnaie, seul capable de rehausser le niveau de confiance de l'ensemble des acteurs économiques dans le système global. ■



Risques systémique et de contagion : une application à l'industrie des hedge funds

LABEX, MATINALE RECHERCHE DE GOURRIEROUX 4 FEVRIER 2015

Les superviseurs globaux, Financial Stability Board en tête, accordent désormais une large part au risque systémique dans leurs travaux et recommandations. Jusqu'à présent cependant, les règles visant à limiter ce type de risque s'appliquent surtout aux domaines de la banque (Bâle III, concept de Systematically Important Financial Institution ou SIFI...), de l'assurance (directive européenne Solvabilité II...), ou encore des instruments financiers (compensation des dérivés de gré à gré avec le Dodd-Frank Act aux Etats-Unis ou le règlement Emir dans l'Union européenne).

L'industrie des fonds spéculatifs (hedge funds) demeure de son côté dans l'angle mort des réglementations fondées sur la limitation du risque systémique, d'où l'importance des travaux académiques menés dans ce champ depuis quelques années, travaux dont les régulateurs pourront utilement s'inspirer.

Christian Gourieroux, un universitaire français enseignant notamment à l'Université de Toronto (Canada), a axé depuis quelques années sa recherche sur les hedge funds. Cette recherche est synthétisée dans un article (en collaboration avec S. Darolles et P. Gagliardini), Risques systémique et de contagion : une application à l'industrie des

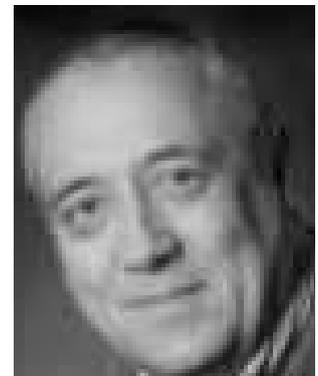
hedge funds, présenté le 4 février 2015.

Chocs externes et contagion

Le modèle bâti par les chercheurs se propose d'étudier les effets, en termes de liquidation des fonds, d'un choc externe dit commun (défaut d'un Etat sur sa dette, faillite d'une banque, dépréciation brusque d'une devise...) et des effets de contagion (c'est le comportement du gérant de fonds qui est ici en cause) générés par ce choc. L'étude montre que la sensibilité aux chocs externes (ou exogènes) et la contagion peuvent être appréhendées en termes de risques de liquidité.

Causes des liquidations

Si l'on constate que la durée de vie médiane d'un hedge fund est limitée (de 6 à 7 ans) et que le taux de « mortalité » des fonds varie sensiblement dans le temps et selon les catégories de gestion (au cours de la période 1994-2003, ce taux s'est étagé de 4 % à 30 %), il convient d'identifier les causes de cette « mortalité ». Un fonds peut être liquidé pour ces différentes raisons :



Christian Gourieroux est professeur à l'université de Toronto et responsable du laboratoire de finance-Assurance du CREST(Paris). Ses recherches portent sur les scores de crédit, les structures par terme des taux, les modèles à volatilité stochastique, la longévité, la régulation, le risque systémique. Il a publié près de 200 articles dans des revues comme *Econometrica*, *Review of Economic Studies*, *Journal of Political*, etc. Il a reçu la médaille d'argent du CNRS en Economie.

crise de liquidité (un ou plusieurs prime brokers n'assurent plus le financement à court terme, des investisseurs se retirent...); le gérant a effectué des opérations illégales; le gérant ferme le fonds en vue de renégocier sa rémunération...

A partir de la Lipper TASS Database

L'étude académique se fonde sur des données (plus de 6000 fonds; période allant de 1977 à 2009) issues de la Lipper TASS Database, une source d'informations riche mais qu'il convient de manier avec précaution: un fonds peut par exemple avoir fonctionné à blanc pendant un ou deux ans, à l'intérieur d'une banque incubatrice, avant sa naissance « officielle »; il peut aussi être classé « vivant » ou au « cimetière », selon le degré d'informations adressé au fournisseur de données; par ailleurs, le classement des fonds selon les catégories ou styles de gestion (event driven, long/short equity, global macro..) est purement déclaratif.

Double approche temporelle

L'analyse de la mortalité, explique Christian Gourieroux, doit s'appréhender selon une double approche temporelle: l'âge du fonds et la période dans laquelle s'inscrit son fonctionnement. Les résultats sont ainsi visualisés sur des diagrammes de type Lexis.

Il convient, par ailleurs, de se montrer très prudent dans l'analyse des variations de la mortalité: le taux de liquidation a ainsi progressé assez significativement un peu avant l'éclatement de la crise des subprimes, à un moment où l'afflux des gérants vers cette industrie en raison de ses rendements attrayants a pu se traduire

par une baisse de la compétence moyenne.

Pouvoir bâtir des stress tests

Le modèle de Gourieroux, Gagliardini et Darolles, fondé sur la régression de Poisson, a notamment pour but de construire des réseaux constitués des circuits de contagion d'un style de gestion à un autre. La connaissance et la compréhension de ces réseaux pourraient permettre aux régulateurs de « casser les passerelles de contagion », à l'exemple de ce qui est fait avec les établissements financiers réputés « systémiques » (entretenant des interdépendances fortes avec de nombreux autres établissements).

Le but ultime, selon Christian Gourieroux, est de disposer d'un outil permettant d'effectuer des stress-tests: on pourra par exemple mettre un certain nombre de fonds d'une certaine catégorie en liquidation et observer les effets de ces liquidations sur les fonds d'autres styles de gestion. Une des discussions dans les cercles d'économistes en ce moment porte sur les facteurs pertinents à appliquer lors de ce genre de stress-test.

La connaissance de l'industrie des hedge funds, en particulier de sa sensibilité aux chocs, devrait connaître une avancée spectaculaire quand aura été collecté – le travail est en cours – un historique précis de l'actif des fonds. Ces données permettront, entre autres, de classer de façon beaucoup plus pertinente les fonds selon leur style de gestion. ■



Les Ateliers

Caractéristiques de nos ateliers EIFR

- Programmés à l'année, sur une thématique. En 2015 : Risques Opérationnels, sujet très actuel et critique au sein des organisations
- On peut y souscrire à l'unité ou en groupe (tarif dégressif).
- Durée d'environ 2 heures
- Lieu : Paris centre.

Les atouts de nos Ateliers

Des binômes complémentaires :

- **1 expert du conseil** (vision conceptuelle)
- **1 acteur du secteur bancassurance** (retour d'expérience)

Les bénéfices pour vous

- Des retours d'expériences riches et issus de grands noms de la Place de Paris
- Des questions-réponses en fin d'Atelier qui nourrissent le débat ou apportent des éclairages
- Des questions-réponses en fin d'Atelier qui nourrissent le débat ou apportent des éclairages
- Une documentation papier (book) avec le nom des intervenants, les biographies et parfois les slides de l'Atelier

Public visé

- Etablissements financiers / Compagnies d'assurance / Asset managers
- Directions Risques, Conformité, Contrôle permanent, RSSI, Audit, IT
- Sociétés de conseil et avocats
- Associations professionnelles
- Régulateurs

Conditions

Une réduction de 10% pour 3 ateliers, ou aux membres d'une même société qui totalisent 3 ateliers.

Une réduction de 25% est accordée pour 5 ateliers ou plus, ou aux membres d'une même société qui totalisent 5 ateliers ou plus.

Un forfait global est proposé pour l'ensemble du cycle souscrit en une seule fois.

Les séminaires de l'EIFR peuvent être imputables sur la **formation professionnelle continue**. L'EIFR est un organisme de formation agréé sous le numéro 11 75 45062 75.

Cycle
2015

Risques
Opérationnels

TARIFS

200 € HT / Atelier

1400 € HT pour le cycle annuel

Pris en charge dans le cadre de la formation continue

INSCRIPTION

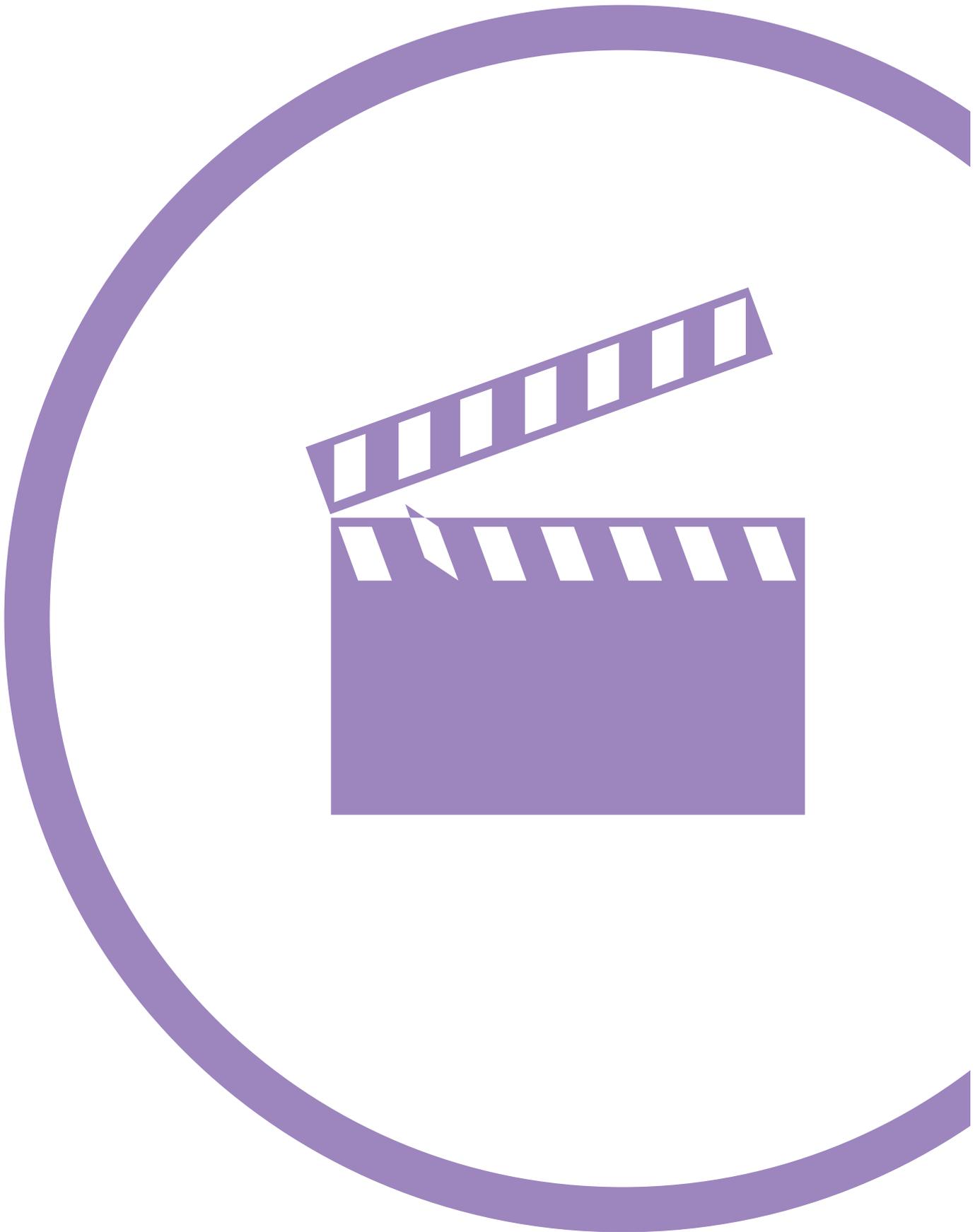
www.eifr.eu

CONTACT

Cécilia BOBIN

contact@eifr.eu

01 70 98 06 53



VIDEOS

VIVEZ NOS TEMPS FORTS EN DIRECT COMME
SI VOUS Y ETIEZ... SUR NOTRE CHAÎNE YOUTUBE !



Galerie vidéos

SEMINAIRE EIFR Risques opérationnels : “Enjeux structurels et défis à venir”



Virginie LE MEE
*Direction des risques
et du contrôle interne, MACSF*



Jean-Marc GUYTEAU
*Directeur des risques
opérationnels, BP2S*

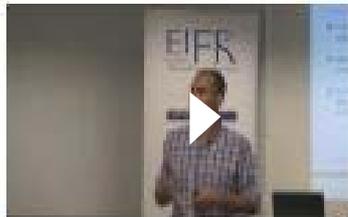


Véronique HACCOUN
*Responsable risque opérationnel
Ethique, ERNST & YOUNG*

MATINALES ACTUALITE



Philippe de FONTAINE VIVE
Vice-Président de la BEI



Sébastien POUGET
*Prof. Finance Toulouse School
of Economics et Codirecteur de
Chaire*



Pervenche BERES
Députée européenne

CONFERENCE ANNUELLE : “Régulation et Croissance”



Robert OPHELE
Sous-gouverneur, BDF



Philippe MESSAGER
Président de l'AFTE



Philippe HEIM
Directeur financier, SG

LES CAHIERS DE L'EIFR

A NE PAS MANQUER !

Séminaires

**Les nouveaux défis de la conformité :
réglementation, responsabilités**

**Le Whistleblowing dans le secteur financier
en France : le cadre juridique
et la mise en oeuvre**

Matinales

**“IOSCO’s Mission, Goal and Priorities”
avec David WRIGHT
Secretary General IOSCO**

**“Dérivés, orientations stratégiques”
avec Eric LITVACK
Président de l’ISDA**

RENDEZ-VOUS AU **PROCHAIN NUMERO**
OCTOBRE 2015



EUROPEAN INSTITUTE OF FINANCIAL REGULATION
Association Loi 1901- Organisme de formation
Palais Brongniart- 28 place de la Bourse- 75002 Paris FRANCE
+ 33 1 70 98 06 55- contact@eifr.eu

www.eifr.eu

