

# « Les décisions du G20 ne vont pas tout régler »

Dominique D'Hinnin, président du Club des Trente, directeur financier de Lagardère SCA

## Quels sont, selon vous, les principaux enseignements de la crise financière actuelle ?

Cette crise est majeure tant par son ampleur que par son origine, à savoir le cœur même du système, le secteur financier américain. Elle a montré que l'arsenal de régulation en place était d'une certaine

peu efficace car les acteurs de la régulation ne sont pas suffisamment coordonnés. Le système de régulation est largement fondé sur les types d'entreprises – banque, assurance, etc. – alors que ces entreprises peuvent exercer différents métiers qui se recoupent : les banques font de l'assurance et réci-

## Quel est votre point de vue sur les conclusions du G20 du 2 avril ?

Aujourd'hui, un vent d'optimisme, nourri par le rebond des marchés boursiers et obligataires, donne le sentiment qu'un nouveau départ est possible. A l'évidence, le G20 va dans la bonne direction, c'est une avancée, mais il ne faut pas exagérer. Il convient de rester très prudent et de ne pas penser que les décisions du G20 vont tout régler. Parmi les avancées obtenues dans le cadre du G20, une des plus importantes sur le plan technique est le fait d'imposer des systèmes de compensation centralisés pour les marchés de produits dérivés. Cela devrait permettre, d'une part, de centraliser ces opérations, donc d'assurer une meilleure liquidité, et, d'autre part, de réduire les risques de contrepartie et de les contrôler au moins partiellement.

Autre décision importante, sur le plan macro-économique cette fois : l'augmentation des ressources du FMI, ce qui permettra à l'institution internationale de mieux prévenir les crises de change ou de liquidité liées aux risques souverains.

Enfin, on peut saluer l'effort de moralisation affiché s'agissant notamment des paradis fiscaux et des rémunérations des dirigeants.

## Vous pensez visiblement qu'il faut aller plus loin. Dans quelle direction ?

Les difficultés sont, d'une part, de savoir quand et comment intervenir et, d'autre part, de savoir qui doit et

peut agir. Alors qu'il n'existe aucune autorité de réglementation internationale, le pouvoir politique national a, à bien des égards, abandonné provisoirement la régulation. Il faut dire qu'il n'est pas toujours le mieux placé pour réglementer des marchés de capitaux mondialisés. Quant aux professionnels, ils ont fait des efforts, par exemple en élaborant les normes comptables internationales ou des normes prudentielles pour les banques ou les assurances. Mais ce qui s'est passé avec les IFRS<sup>(1)</sup> montre bien que, parfois, la régulation est une affaire trop sérieuse pour être exclusivement confiée aux professionnels. Il faut bien comprendre que le capitalisme ne changera pas : il est et restera cyclique. Les marchés ne s'autorégulent pas automatiquement ou, s'ils le font, c'est uniquement par des secousses de grande violence. Seule une régulation peut limiter ce risque, et faire en sorte que le ralentissement économique inévitable ne se traduise pas par des drames sociaux et humains, ou par l'apparition de

risques systémiques.

La régulation doit porter sur l'ensemble des acteurs, et non pas seulement sur certaines catégories, et avoir une portée réellement globalisée. Ainsi, on peut considérer comme une avancée du G20 l'obligation d'information pour les hedge funds présentant un risque systémique. Mais ce progrès peut apparaître timide : comment mesurer à l'avance un tel potentiel de risque systémique ? Sans être pour une régulation à tout crin, loin de là, il semble qu'il faut élargir l'effort de régulation actuel, avec comme objectif de limiter la propension des marchés à générer des effets de cycle démesurés et à se contaminer réciproquement. L'objectif est de créer un cadre stable et harmonisé, c'est de cela dont les entreprises ont le plus besoin. Mais, avant même de parler d'architecture de régulation internationale, il faudrait déjà qu'au sein de l'Union européenne, le Royaume-Uni et l'Europe continentale se mettent d'accord pour harmoniser leurs méthodes...

(1) International Financial Reporting Standards : normes comptables internationales



D.R.

manière foisonnant, mais aussi incomplet et inefficace pour prévenir l'apparition de tels événements. On peut tout d'abord s'interroger sur la profusion des comités et organismes chargés de prévenir les crises ou de réguler le secteur financier au sens large. La tentation d'en créer de nouveaux fait peser un doute sur leur utilité ou leur capacité à être écoutés dès que les choses iront mieux. A ce titre, on peut se poser la question des moyens et de l'attention qui seront attribués, sur une longue période, au nouveau Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board : FSB*), les alertes passées du Forum de stabilité financière (FSF) n'ayant pas eu d'effet notable.

L'arsenal de régulation s'est par ailleurs révélé incomplet car de nombreux acteurs ne sont pas ou très inégalement couverts : hedge funds, fonds d'investissements, Investment banks aux USA, distributeurs de *subprimes* et autres produits financiers, etc. De nombreuses opérations telles que les transactions sur produits dérivés sur les marchés non régulés et sans procédure de compensation centralisée pouvaient ainsi échapper à toute supervision.

Il faut noter à ce sujet que le démantèlement de la régulation de marché s'est poursuivi très tard. Ainsi, en octobre 2008, une nouvelle réglementation américaine a rendu possible la négociation aux Etats-Unis des titres de groupes cotés sur les places non américaines, sans l'accord de ces groupes ! Ces programmes d'*American depositary receipt* (ADR) non sponsorisés, qui touchent désormais plusieurs centaines de groupes, sont totalement hors du champ de la régulation des pays d'origine de ces émetteurs et échappent complètement à ces derniers. Enfin, l'arsenal de régulation est

proquement. De nouveaux acteurs apparaissent, comme les grands fonds d'investissements, qui commencent même à l'heure actuelle à se lancer dans des activités financières très variées, sans être nécessairement assujettis à des contrôles. Les réglementations restent enfin dramatiquement en retrait sur la globalisation des activités qu'elles sont censées surveiller.

## Remettre l'entreprise au premier plan

Pour Frank E. Dangeard, administrateur de sociétés et ancien président du Club des Trente, « le capitalisme, comme la démocratie, fonctionne grâce à un équilibre entre trois pouvoirs. Dans le cas du capitalisme : la régulation, la finance et les entreprises ». Or, « cet équilibre est rompu, explique-t-il, la régulation et les entreprises, passées au second plan, ne font que servir les intérêts des marchés financiers. Il faut que les entreprises redonnent un des trois piliers du fonctionnement du capitalisme. »

### SAVOIR DIRE « NON » AUX MARCHÉS

Pour cela, les organes de gouvernance des sociétés gagneraient, ajoute Frank E. Dangeard, à « réapprendre à dire non aux marchés financiers ». Les conseils d'administration « doivent cesser d'être de simples organes de contrôle du management pour assumer pleinement leur rôle de co-gestionnaires de l'entreprise ». Encore cela suppose-t-il de « ne pas laisser les

questions de gouvernance en marge de la refonte du capitalisme » et de « se pencher notamment sur la problématique du contrôle interne et de gestion des risques ». Et enfin, de « tirer les conséquences de cette conception du rôle du conseil d'administration, que ce soit en matière de fonctionnement, de composition, de responsabilités, de rémunération ou de fréquence des réunions. »

Sur tous ces points, le président de l'AMF rejoint Frank E. Dangeard en dénonçant la perte de vue des intérêts de l'entreprise avec, par exemple, « le risque de détournement du *private equity*<sup>(1)</sup>, qui doit participer au financement des entreprises mais qui – par le jeu des incitations fiscales – peut dériver vers un marché de la détaxation. » Et Jean-Pierre Jouyet d'appeler à « des conseils d'administration courageux, capables de contrôler les risques ».

### HORIZON TEMPOREL

Enfin, souligne Philippe Audouin, membre du directoire et directeur administratif et financier

d'Eurazeo, « il faut réconcilier l'horizon temporel de l'entreprise avec celui de la finance, le premier étant beaucoup plus long que le dernier : les entreprises construisent leurs stratégies sur des années, alors qu'on leur demande des informations orientées sur le très court terme (*marked to market* notamment) et des rapports trimestriels ». « Il est vrai que le court-termisme n'est pas adapté aux entreprises », concède Jean-Pierre Jouyet, avant de sourire : « mais vous ne pouvez quand même pas demander au régulateur de prendre position contre l'obligation de reporting et d'information réguliers. »

(1) Capital-investissement dans des sociétés non cotées.



Frank E. Dangeard



Philippe Audouin

# « Résorber les zones d'ombre du système »

Patrick de Cambourg, président de Mazars

**Au lendemain du G20 de Londres, quels sont les principaux points sur lesquels vous souhaitez insister à l'occasion du dîner organisé par le Club des Trente, Mazars et l'Hémicycle ?**

Aujourd'hui, la priorité est de remettre sur pied le système financier et économique mondial, ce qui implique une politique d'ensemble. L'intérêt du G20 a été justement d'aborder les différents angles du sujet. Ayant une position privilégiée d'auditeur et de conseil d'entreprises à l'échelle mondiale, je souhaite mettre l'accent sur deux thèmes : la résorption des zones d'ombre du système financier et l'amélioration du modèle de normalisation comptable.

**De quelles zones d'ombre parlez-vous ?**

Il existe dans le système actuel des zones d'ombre « géographiques » : les paradis fiscaux, réglementaires ou juridiques. Il semble que le G20 ait décidé de prendre les mesures nécessaires afin que la transparence devienne une règle mieux partagée.

Mais il existe également des zones d'ombre dans les pays pourtant attentifs à ces questions, car certains marchés ne sont pas régulés. Or, ce sont les transactions sur ces marchés qui sont à l'origine de la crise financière actuelle : dérivés de crédit, titrisation... Traditionnellement, on édicte des règles pour les marchés actions car le droit de propriété y est protégé. Les exigences de transparence sur ces marchés sont dès lors importantes. En revanche, les transactions menées sur les marchés non régulés ont été considérées comme relevant de la sphère privée et du contrat entre professionnels ayant connaissance des risques qu'ils courent. Or la crise a révélé que tel n'est pas le cas et l'importance des mon-

tants engagés dans cette sphère a déclenché un séisme financier qui entraîne dans sa chute les marchés régulés, et par conséquent le système de crédit et l'économie.

**Que faut-il faire, selon vous, pour lutter contre ces zones d'ombre ?**

Il est nécessaire de mettre en place une surveillance macro-prudentielle, qui consiste à surveiller la frontière entre le régulé et le non-régulé. Et il faut que les organismes ou institutions en charge de cette surveillance soient à même de tirer la sonnette d'alarme en cas de problème, mais surtout d'agir. Car certains régulateurs ont souligné les risques encourus par le système financier, mais ils n'ont pas été entendus et aucune mesure n'a été mise en oeuvre.

L'échelon européen me paraît pertinent pour une telle gestion puisque nous vivons aujourd'hui au sein d'une communauté qui partage un même cadre juridique, une monnaie et un espace économique. Les propositions formulées par Jacques de Larosière vont dans le bon sens ; il est essentiel de donner une base juridique solide aux comités de niveau 3 (CESR, CEIOPS, CEBS). Il faut les autoriser à prendre des décisions individuelles contraignantes et ne pas les « cantonner » dans une fonction consultative. Au niveau international, le renforcement du rôle du FMI comme la création du Conseil de la stabilité financière sont de bonnes nouvelles. Ils pourront jouer pleinement leur rôle de tour de contrôle des marchés et agir en cas d'accroissement des risques systémiques.

**Vous parliez aussi de réfléchir au modèle de normalisation comptable...**

Historiquement, au niveau européen, il n'y a pas eu de démarche de normalisation. Face

aux besoins dans ce domaine et à la concurrence des normes américaines, l'Europe a finalement choisi de retenir les normes inter-

venantes en matière comptable.

Il est, selon moi, absolument essentiel de renforcer les organismes européens, en liaison avec les organismes nationaux, afin qu'ils soient en mesure de participer pleinement à l'élaboration des normes et de faire entendre la voix de la communauté économique la plus importante à les appliquer à ce jour. En liaison avec le Parlement européen, ces organismes doivent être à même de mettre en oeuvre l'indispensable processus d'homologation et, le cas échéant, de refuser de mettre en place une norme si cela s'avérait nécessaire. Car, si l'IASB est un « Think Tank » innovant, il n'a pas de responsabilité d'application. Il est donc imprudent de lui confier toutes les prérogatives, dont certaines sont souveraines.

**Depuis quelque temps, on parle d'une convergence des normes américaines vers les normes internationales. Quel est votre point de vue sur cette évolution ?**

La convergence des normes est en elle-même une bonne chose... à la condition qu'elle résulte d'un accord entre souverainetés. Contrairement à l'Europe, aux Etats-Unis, il ne fait pas de doute que la normalisation comptable est une prérogative des pouvoirs publics et elle est considérée comme telle par les autorités politiques.

**Depuis le début de la crise financière, les normes comptables internationales ont été fortement critiquées. Le G20 s'est emparé du sujet. Quelle est votre analyse ?**

Il est probable que le concept de « full fair value » a vécu et c'est une bonne nouvelle ! On peut aussi reprocher aux normes IFRS d'avoir accompagné la financiarisation de l'économie et d'avoir véhiculé cette idée qu'il existait une « fair value » pour la plupart des actifs et des passifs. Inspirées par cette illusion dangereuse, certaines normes sont inadaptées, car procycliques, et accentuent probablement la crise actuelle.

Il est donc nécessaire de revoir ces normes mais surtout leur cadre conceptuel. Il faut reprendre le travail sur des bases plus classiques et savoir quels sont les principes fondamentaux du droit comptable sur lesquels on s'accorde, avant d'élaborer des normes détaillées. Il faut, par exemple, limiter ou adapter l'utilisation de la « fair value » lorsqu'il n'y a plus de marché. Le recours à la valeur marché n'a de sens que si le marché existe et que l'on se place dans la perspective de gestion correspondante.

Réhabiliter le principe de prudence est également essentiel. Hormis les actifs gérés dans une perspective à court terme, les plus-values ne doivent être comptabilisées que lorsqu'elles sont effectivement réalisées. Une réflexion doit s'engager sur la comptabilisation du profit pour toutes les activités de production et de services en prenant comme référence sans doute la valeur ajoutée, qui est une bonne mesure de l'activité humaine.

Il faut enfin développer l'information sur tous les produits sophistiqués et hors bilan, ainsi que les flux de liquidités et la trésorerie. Comme l'a indiqué le G20, la révision des normes comptables existantes et l'élaboration de normes véritablement internationales sont des chantiers urgents, il ne faut cependant pas prendre des décisions sans réflexion ou imposer des changements drastiques en quelques mois. Le principe de stabilité normative doit jouer son rôle pour que les investisseurs puissent comparer.



nationales IFRS élaborées par l'IASB (International Accounting Standards Board), fondation privée. S'il faut se féliciter de la volonté de l'Union d'harmoniser les normes comptables, on peut regretter qu'elle ne l'ait pas fait elle-même. En effet, en confiant cette tâche à un organisme tiers réputé indépendant, l'Europe a largement « amputé » sa sou-

## Reprendre la maîtrise des normes comptables

Comme le rappelle Patrick de Cambourg, président de Mazars, « l'Union européenne a renoncé à sa souveraineté en matière comptable en choisissant les normes IFRS<sup>1</sup>, puisqu'elle ne fait qu'homologuer des règles élaborées par une fondation anglo-saxonne, l'IASB<sup>2</sup>. »

La question qui se pose dès lors, pour le président de Mazars, est : « Va-t-on vers un renforcement de l'IASB en tant que normalisateur mais avec une accountability revue ? Si oui, il est nécessaire de créer un organisme européen de bon niveau en liaison avec les autorités élues de la zone. Nos amis anglo-saxons le savent : qui ne fabrique pas la norme arrive après la bataille. »

« Nous n'avons pas choisi les IFRS de gaieté de cœur, rappelle Jean-Pierre Jouyet. Un débat a eu lieu avec la Commission européenne à la fin des années 1990 sur la possibilité de créer des normes européennes ou d'adopter les normes IFRS. Le pari des normes internationales n'était pas absurde, dans la mesure où l'Union pouvait prendre le lead dans ce domaine. Le problème est

que la convergence ne s'est jamais réalisée. » Estimant qu'« on ne peut laisser une fondation de Trustees élaborer les normes appliquées sur le territoire européen », le président de l'AMF souhaite que l'Union se dote – à l'instar de ce que sont en train de mettre en oeuvre les Etats-

Unis où la FED<sup>3</sup> et la SEC<sup>4</sup> pourraient se partager la gouvernance de la normalisation comptable – d'un « board composé des régulateurs, de ceux qui élaborent les normes et d'autorités politiques ». Reconnaissant que « ce sujet intéresse surtout les Français », il indique qu'« il

reste à convaincre nos partenaires européens ».

- (1) International Financial Reporting Standards.
- (2) International accounting standards board : Bureau des standards comptables internationaux.
- (3) Réserve fédérale américaine.
- (4) Securities and Exchange Commission.

### FAIR VALUE À ADAPTER

Alors que Jean-Pierre Jouyet rappelle que « la full fair value est aujourd'hui écartée », Philippe Bordenave, directeur financier de BNP Paribas, se fait le défenseur de la valeur de marché : « il faut appliquer des normes comptables différentes selon les activités : pour les activités de négoce d'instruments financiers sur des marchés liquides, la fair market value est la bonne solution ; mais pour des activités bancaires ou de financement à moyen et long termes, la valeur de marché instantanée n'est pas pertinente. » Il faudrait donc, approuve Jean-Pierre Jouyet, « adapter la valeur de marché à l'activité. »

Reste, ajoute le président de l'AMF, que les normes comptables, fortement critiquées, ne sont pas responsables de la crise – « il ne faut pas confondre le thermomètre et l'origine de la fièvre » – et qu'il ne faut pas focaliser uniquement sur ce point.



Philippe Bordenave