



**Entretien -  
Fabrice Demarigny, avocat,  
associé et directeur  
des activités marchés  
de capitaux de Mazars**

## «Il faut mettre en place un système de régulation européen»

La crise suscite des débats sur la nécessité de renforcer le dispositif de supervision européen, ce qui pourrait mener à accroître les pouvoirs du CESR. Fabrice Demarigny, ancien secrétaire général de l'institution, estime que c'est le moment ou jamais de franchir le pas.

**E**n tant qu'ancien secrétaire général de CESR, comment analysez-vous la crise actuelle ?

Cette crise a montré l'extrême fragilité du système financier dont les subprimes n'ont été que le révélateur. Après mûre réflexion, j'ai la conviction que cette fragilité s'est accrue en raison d'une frontière mal surveillée : celle qui délimite les marchés régulés de ceux non régulés.

**Ce qui pose la question de savoir pourquoi certaines activités étaient régulées et d'autres non...**

L'existence d'une régulation ne fait l'objet d'aucune contestation lorsqu'il s'agit des marchés d'actions ou des titres de capital, car le droit de propriété est toujours protégé. Il en va de même s'agissant des investisseurs individuels et de leur épargne. A côté de cette sphère finement régulée, d'autres activités

financières le sont moins dès lors qu'elles se déroulent entre professionnels moins demandeurs de protection, car censés être compétents. Tel est également le cas pour le marché de la dette qui englobe les dérivés de crédit et la titrisation. Traditionnellement, on protège moins le créancier que le propriétaire. Enfin, sur les marchés financiers, et tant que cela se déroule dans un laboratoire, des espaces dédiés à l'innovation existent dans le cadre de relations bilatérales qui peuvent donner naissance à des produits ou des structures d'échange sophistiqués en dehors de toute régulation.

**«Il y a dix ans, professionnels et régulateurs comprenaient les produits financiers innovants, il y a cinq ans, seuls les professionnels les comprenaient. Depuis deux ans, plus personne ne comprenait.»**

**Or, c'est le non-régulé qui a entraîné le régulé dans sa chute...**

En effet, parce que les conditions qui président à son existence n'ont plus été respectées, surtout aux Etats-Unis. En premier lieu, les professionnels des marchés ont été dépassés par la complexité qu'ils ont créée : il y a dix ans professionnels et régulateurs comprenaient les produits financiers innovants, il y a cinq ans, seuls les

professionnels les comprenaient. Depuis deux ans, plus personne ne comprenait. De surcroît, les professionnels ont relâché leur surveillance des risques, en se reposant excessivement sur des notations ou en ayant recours à des rehausseurs de crédit. En second lieu, l'innovation financière ne relevait plus du laboratoire. Les risques ont été sortis des bilans, donc de toute mesure, et transférés pour partie aux

investisseurs individuels. Au final, le non-régulé représentait des montants 10 à 20 fois supérieurs à ceux transitant sur les marchés régulés.

**Pourquoi les régulateurs n'ont-ils pas réagi ?**

Les régulateurs ont plusieurs fois mis en garde sur le fait qu'ils apercevaient des risques non mesurables et non régulés, mais les décideurs politiques n'ont pas voulu agir. Tant que le système fonctionne, on pense qu'il sera toujours temps d'aviser si un

problème surgit. A Bruxelles, ceux qui ont le pouvoir d'initiative sont longtemps restés partisans d'une régulation la plus légère possible.

### Quelles leçons faut-il tirer de la crise en termes de régulation ?

Il faut généraliser dans le monde la surveillance sur base consolidée englobant toute entité porteuse de risques. Souvenez-vous que Bâle 2 était appliqué en Europe mais pas aux Etats-Unis. Il faut également renforcer la concertation afin d'éviter à l'avenir qu'une autorité puisse décider unilatéralement de laisser tomber un établissement financier systémique, comme cela a été le cas avec Lehman Brothers. Cela peut être obtenu en inscrivant dans les missions des régulateurs une obligation de concertation européenne et/ou internationale. Par ailleurs, la crise montre à l'évidence que le superviseur bancaire doit être intimement relié au prêteur en dernier ressort, autrement dit à la Banque centrale. Les pays qui ont le plus souffert sont précisément ceux où il n'y a pas eu de conduite conjointe de la défaillance bancaire, de la liquidité du marché monétaire et de la masse monétaire. Plus globalement, il faut instituer une surveillance macro-prudentielle, autrement dit une surveillance de la frontière entre activités financières régulées et non régulées, de sorte que lorsque le non-régulé sort de sa sphère et fait courir un risque à l'ensemble du système financier, quelqu'un soit en mesure non seulement de tirer la sonnette d'alarme, mais surtout de prendre des décisions.

### Cette surveillance doit-elle nécessairement être mondiale ou peut-elle être européenne ?

Je crois que l'Europe est un bon niveau pour gérer des crises et mettre en place un système de régulation qui corrige les insuffisances que nous découvrons. On pourrait se dire qu'il suffit d'identifier les 25 établissements financiers dans le monde qui comptent et les surveiller de près. En réalité, les banques sont internationales tant qu'elles sont en vie et nationales quand elles meurent. En d'autres termes, c'est le contribuable qui paie. La meilleure façon de gérer cette tension c'est de se situer au niveau européen. En Europe, l'harmonisation de la réglementation financière et la monnaie unique ont créé une imbrication financière et économique telle que notre marché domestique est le marché unique européen.

### Pourquoi a-t-on attendu la crise pour découvrir qu'un marché européen nécessitait une régulation européenne ?

D'abord, on a pensé que la concurrence réglementaire entre les places financières était saine. Cette idée est aujourd'hui dépassée car la réglementation est désormais européenne. De même, on a estimé que la concurrence entre superviseurs était positive, autrement dit qu'il fallait laisser les places rivaliser de souplesse dans l'application de la réglementation unique. Aujourd'hui, les places financières ont

compris que ce n'était pas viable à long terme. La troisième raison se résume à cette question : qui paie en cas de sinistre ? Tout va bien tant qu'une grande banque surveillée sur base consolidée par l'autorité du pays d'origine exerce sa principale activité dans son pays d'origine. Mais certaines banques n'exercent qu'un faible pourcentage de leur activité dans leur Etat d'origine. Par conséquent, les pays d'accueil peuvent légitimement contester le fait que ce soit le régulateur de l'Etat d'origine qui prenne toutes les décisions alors que ce n'est pas lui qui supporte le risque. En sens inverse, en cas de défaillance ce sont les contribuables du pays d'origine qui devront indemniser les déposants du pays d'accueil. Personnellement, je ne vois qu'une seule solution : créer un fonds européen d'indemnisation et de sauvetage des banques systémiques.

### José Manuel Barroso a confié en octobre dernier à Jacques de Larosière, ancien directeur du FMI et ancien gouverneur de la Banque de France, le soin de faire des propositions pour une meilleure régulation européenne. Qu'en attendez-vous ?

Seul un homme de son expérience est capable de définir les étapes nécessaires. Je pense qu'à présent il faut franchir le pas et donner une



Fabrice Demarigny, 44 ans, a travaillé six ans à la COB avant d'être nommé en 1997 secrétaire général de FESCO (Forum of european securities commissions), puis secrétaire général du CESR (Committee of european securities regulators) en 2002. Il a intégré le groupe Mazars en 2008.

### «Il faut instituer une surveillance de la frontière entre activités financières régulées et non régulées.»

consultative auprès de la Commission. C'est important, mais ce n'est pas suffisant. Dans son rapport Himalaya d'octobre 2004, CESR réclamait déjà une base juridique solide et la possibilité de prendre des décisions individuelles contraignantes dans un nombre limité de cas touchant des acteurs ou des activités très intégrés. Si on ne le fait pas maintenant, je ne vois pas quand on le fera. Ensuite, il faut doter de réels pouvoirs les collèges de surveillance des groupes bancaires. Cela peut être obtenu en permettant aux autorités de surveillance de se déléguer des pouvoirs et non simplement des tâches. Pourquoi ne pas étendre, d'ailleurs, cette capacité d'exercer une fonction de surveillance déléguée aux comités de niveau 3 ?

### A supposer que cette régulation européenne voie le jour, comment l'articuler avec celle des autres grandes places pour faire émerger une régulation internationale ?

A l'échelle globale, ce qu'il faut renforcer, c'est la tour de contrôle de la frontière entre régulé et non-régulé. Or, il existe un lieu où se retrouvent tous les puissants, mais qui n'a aucune puissance, c'est le Forum de la stabilité financière (FSF). Il rassemble les gouvernements, les régulateurs, les banquiers centraux et tous les organismes et institutions financières compétents. Le problème, c'est qu'il n'a pas été créé par un traité, il faut donc l'adosser à une institution dotée d'une vraie légitimité juridique et politique. Ce pourrait être le FMI. Mais il faut surtout que le FSF provoque des corrections et s'appuie sur des relais d'action puissants. C'est ici qu'un système de régulation européen plus intégré peut jouer un rôle déterminant. ■ Propos recueillis par Olivia Dufour