

PAR JACQUES DE LAROSIÈRE



ancien directeur général du FMI, coprésident d'Eurofi, président du Groupe d'experts de l'Union européenne sur la supervision financière

Des réformes en **profondeur** en **Europe** et aux États-Unis

La crise amène l'Europe et les États-Unis à réformer en profondeur la régulation et la supervision des activités financières. De nombreux principes communs guident les approches, mais chaque zone conserve des spécificités. Il reste à mettre en œuvre ces réformes sans en dénaturer l'esprit⁽¹⁾.

REPÈRES

Le Conseil de l'Europe a arrêté le 19 juin 2009 les grandes lignes de la réforme de la régulation et de la supervision financières en Europe. Le même jour les États-Unis publiaient le *Plan Geithner*. Ces projets ont été le résultat d'un travail de réflexion approfondi. On peut citer, à cet égard : le rapport du Groupe des Trente, dit *Rapport Volcker* (décembre 2008), le rapport du groupe d'experts européens, dit *Rapport Larosière* (25 février 2009), le *Rapport Turner* de la FSA, le *Rapport de la Chambre des Lords* (publiés au printemps de 2009). De nombreux points communs les rapprochent.

■ Les réformes engagées tant aux États-Unis qu'en Europe pour mieux contrôler la sphère financière sont largement convergentes.

DES RÉFORMES CONVERGENTES

Davantage de régulation

L'objectif n'est certes pas de substituer la régulation à l'initiative privée : il est d'aider les marchés à fonctionner de façon plus sûre et plus efficiente sans étouffer l'innovation. Mais le «paradigme dérégulateur» des vingt dernières années selon lequel la régulation était mauvaise (parce que les régulateurs sont toujours en arrière des innovations du marché et que la réglementation, par définition inadaptée, peut donner aux opérateurs un sentiment trom-

Les limites de l'autorégulation

La crise a montré que nombre d'institutions financières n'avaient pas, par elles-mêmes, la capacité de modérer leur appétit de gains à court terme ni celle d'assurer leur propre stabilité et celle du système en développant une culture du risque adéquate.

peur de sécurité), alors que l'autorégulation était considérée comme la meilleure solution, est désormais révolu.

Surveiller les risques systémiques

Le rapport des experts européens est le premier à avoir donné un relief particulier à cet objectif. Le concept de base est simple : la notion – implicitement admise dans un passé récent – selon laquelle l'addition de supervisions «verticales» d'établissements individuels conduirait nécessairement à une stabilité du système financier global n'a pas été vérifiée par l'expérience actuelle.

Il apparaît donc essentiel que les Banques centrales, les superviseurs et les régulateurs se préoccupent des risques *systémiques*, c'est-à-dire *considérant le système financier dans sa globalité*. D'où des propositions visant à renforcer la supervision.

Il convient, cependant, de remarquer que le mécanisme proposé aux États-Unis est centré sur les risques susceptibles d'apparaître dans des établissements «systémiquement importants» afin de permettre aux superviseurs d'agir directement sur ces institutions.

Éviter les retours de cycle

Des deux côtés de l'Atlantique on reconnaît que les institutions financières ne disposaient pas d'un montant suffisant de capitaux propres pour faire face aux risques liés à certaines activités particulièrement dangereuses

Le «paradigme dérégulateur» est désormais révolu

De nouvelles autorités de supervision

Le Rapport des experts européens a proposé la création d'un « Conseil européen du risque systémique ». Ce Conseil aura pour tâche de surveiller les risques du système, d'émettre, le cas échéant, des avertissements et des recommandations précises qui seront adressés aux organes intéressés (gouvernements, Banques centrales, régulateurs, superviseurs). Le Conseil assurera le suivi des actions décidées. Dans la même veine, le Rapport Geithner propose la création d'un *Financial Oversight Council* présidé par la Trésorerie et composé de la FED et des autres superviseurs. Sa mission sera de recueillir les informations nécessaires sur toutes les institutions financières importantes et de rapporter l'apparition de risques émergents aux régulateurs.

(*proprietary trading* sur des actifs complexes et opaques, abus d'opérations hors bilan et non contrôlées...). Cette insuffisance de fonds propres a favorisé l'octroi de prêts à des taux très attractifs, conduisant ainsi à un véritable subventionnement du crédit.

Cette insuffisance est à l'évidence **procyclique, c'est-à-dire susceptible d'engager un nouveau cycle économique**. Elle encourage l'expansion de crédit dans les périodes d'euphorie, mais aggrave le *credit crunch* en phase de récession.

Normes comptables et prudentielles

C'est sans doute la combinaison de l'approche prudentielle de Bâle et des règles comptables qui a amplifié à l'extrême le risque procyclique. En effet, les normes comptables ne distinguent pas, comme il le faudrait, les *trading books* (portefeuilles destinés à être vendus à court terme sur les marchés) des *banking books* comprenant des actifs conservés à moyen et long terme par les établissements. Les deux catégories d'actifs sont donc comptabilisées aux prix instantanés du marché (*marked to market*). Cette méthode, qui a l'inconvénient de ne pas tenir compte des aléas et des pertes probables « en fin de cycle », contribue à gonfler les résultats des banques quand la conjoncture est bonne (et donc à encourager l'octroi des crédits) et à exagérer le freinage lorsqu'elle se dégrade.

Le « système de Bâle » a contribué à cette *pro-cyclicité* en faisant sous-traiter l'analyse des risques aux agences de notation – qui se sont avérées incapables d'évaluer les produits financiers complexes – ou aux banques elles-mêmes dont les modèles d'appréciation des risques se sont révélés beaucoup trop optimistes.

Le consensus est qu'il faut éviter cette volatilité procyclique en imposant aux banques de constituer des « coussins » en capital dans les périodes de bonne conjoncture, afin de leur permettre de les utiliser quand le cycle se retourne. Ces idées partagées des deux côtés de l'Atlantique ont une portée considérable.

Resserer les contrôles

Le développement rapide de fonds peu contrôlés – SIV, *hedge funds* – s'est traduit pour certains d'entre eux par un niveau élevé d'endettement (*leverage*) susceptible en cas de retournement de la conjoncture et d'assèchement des marchés de capitaux à court terme (dont ils étaient dépendants pour leur refinancement) de provoquer des effets en chaîne sur d'autres institutions et d'aggraver la baisse du cours des actifs. Un resserrement des contrôles s'impose.

Des activités mal contrôlées

Un système financier « parallèle » aux banques s'est considérablement développé depuis quelques années. Il s'agit des *hedge funds* et de divers instruments hors bilan (comme les *Special Investment Vehicles* ou SIV) qui grâce à l'emprunt ont acquis des portefeuilles d'actifs qui se sont souvent révélés « toxiques ». Or ces fonds échappaient à toute obligation sérieuse de capitaux propres.

Rémunérer sur le long terme

L'idée générale, admise des deux côtés de l'Atlantique, est que les pratiques en matière de rémunérations (que ce soient celles des dirigeants ou des *traders*) doivent être mieux alignées sur les intérêts à long terme des institutions concernées et de leurs actionnaires. Cette approche sera déclinée en principes dont les superviseurs pourront vérifier le respect. S'il s'avérait que les pratiques en cours soient de nature à menacer à terme la sécurité d'un établissement, les superviseurs prendraient les mesures requises (par exemple, en renforçant les obligations de fonds propres).

Les institutions financières ne disposaient pas d'un montant suffisant de capitaux propres pour faire face à leurs risques

Rémunérations moins « court termistes »

L'idée de baser les bonus sur les performances constatées sur plusieurs années fait l'objet d'un consensus croissant. De même, l'évaluation de la performance de produits financiers complexes devrait-elle prendre en compte les résultats à moyen terme des prêts sous-jacents. Dans la même veine, on trouve dans les deux projets l'idée selon laquelle les banques à l'origine de produits structurés complexes et *titrés* devront conserver à leur bilan jusqu'à l'échéance un minimum de ces actifs (5%).

► Encadrer les transactions sur produits dérivés

Aujourd'hui, la majeure partie des produits dérivés est échangée hors marchés organisés (*over the counter*, ou OTC). Ce système comporte des faiblesses évidentes. Si le mécanisme de règlement sur de tels produits est incertain, les risques de liquidité, de contrepartie – et de contagion – en sont accrus. Or ces transactions ont atteint une ampleur sans précédent. L'idée commune est donc de simplifier et de standardiser les contrats sur produits dérivés.

Une cohérence mondiale

Étant donné la nature globale des marchés, il n'est pas suffisant de réformer le système dans deux régions. Les réformes doivent être généralisées, ne serait-ce que pour des raisons d'égalité devant la concurrence.

C'est dans cet esprit que le Conseil de stabilité financière (ex « Forum »), désormais élargi aux pays du G20, devra assurer – en étroite coopération avec le Comité de Bâle et l'IASB notamment – la cohérence d'un système global de régulation et de supervision.

Un nouveau rôle pour le FMI ?

Le Rapport européen souligne l'importance du rôle que devrait jouer aussi le Fonds monétaire international : en matière de « surveillance multilatérale » des politiques macro-économiques, et en ce qui concerne l'application effective par les États membres des règles et standards financiers établis par le Conseil de stabilité financière.

SPÉCIFICITÉS AMÉRICAINES

Des pouvoirs décisifs sont attribués à la FED concernant la surveillance des institutions financières « systémiquement importantes ». L'organisation actuelle est très complexe, mais cette complexité sera, en quelque sorte, sublimée par la mise en œuvre d'un nouveau principe fondamental : la FED supervisera désormais *toutes* les institutions financières dont la taille et l'interconnectivité pourraient menacer la stabilité du système. Cette réforme permettra, désormais, à la FED de superviser des groupes comme AIG ou les banques d'investissement dont la SEC n'assurait qu'un contrôle assez lâche.

De nombreux organes de surveillance

L'extrême complexité de l'organisation de la surveillance des institutions financières américaines n'a pas été réellement traitée dans le *Rapport Geithner*. La plupart des nombreux organes de contrôle subsistent, à l'exception de l'agence (OTS) chargée de la surveillance des Caisses d'Épargne (*Thrift Institutions*) ainsi que de l'office du *Comptroller of the Currency* qui était compétent pour les banques à statut « national ». Ces deux agences seront fusionnées en un nouvel organe, créé au sein de la Trésorerie, la *National Bank Supervisor*, compétent pour les banques nationales, les caisses d'épargne et les filiales des banques étrangères.

En second lieu, un système de sauvetage en cas de crise est créé. Le projet de réforme recommande la création d'un régime de « résolution » destiné à éviter les effets déstabilisants de faillites désordonnées. Il ne s'agit pas d'écarter systématiquement les liquidations, mais de se donner les moyens d'en éviter, dans les cas exceptionnels, des conséquences préjudiciables à la stabilité du système. Le Trésor, sur avis de la FED, déciderait, le cas échéant, d'intervenir.

Enfin, une nouvelle Agence de la protection des consommateurs sera créée. Le projet de réforme américain consacre de longs développements à cette nouvelle agence : *Consumer Financial Protection Agency*. C'est la réponse, tardive, aux abus des crédits *subprime* et à ceux des prêts par carte de crédit notamment.

Imposer aux banques de constituer des « coussins » en capital



Europe et gestion de crise

Si le projet de réforme européen ne prévoit pas un système de sauvetage analogue à celui que les États-Unis envisagent, c'est parce que l'Europe ne dispose pas d'un budget fédéral et que la question de la répartition du fardeau (*burden sharing*) entre États concernés reste toujours ouverte.

L'Agence sera une autorité indépendante dotée de l'exclusivité des pouvoirs de réglementation, de contrôle et de sanction en ce domaine. L'Agence aura pour mission de simplifier et de clarifier l'information sur les produits financiers offerts aux consommateurs et de contre-carrer l'opacité qui règne trop souvent sur les offres de ce type.

SPÉCIFICITÉS EUROPÉENNES

La réforme, dont les principes ont été retenus pour l'Europe, comporte aussi des caractères propres liés à la fragmentation des systèmes nationaux. Il s'agit en premier lieu de créer en Europe un corps de règles unique (*a common rule book*).

Redonner de la cohérence aux règles appliquées en Europe

Afin de réduire l'excessive fragmentation actuelle, l'idée est d'harmoniser les textes les plus importants et de ne plus autoriser les États membres à recourir aux « exceptions nationales » qui prolifèrent et dénaturent souvent la cohérence des règles posées dans les directives.

Autre caractéristique du projet européen : mieux assurer la supervision en donnant aux trois comités consultatifs actuels de superviseurs des pouvoirs de décision bien délimités mais réels. Les trois « Autorités » se substituant aux comités actuels pourraient ainsi régler des divergences entre superviseurs se manifestant au sein des collèges d'institutions transfrontalières, ou fixer des interprétations disparates sur l'application de règles communes.

METTRE EN VIGUEUR SANS TARDER

Il faut maintenant que ces principes soient mis en vigueur sans tarder.

La Commission y travaille activement et présentera au Conseil et au Parlement européen les textes d'application dès octobre 2009.

Aux États-Unis, il s'agira pour l'Administration de convaincre le Congrès, dont les vues sont loin d'être homogènes notamment quant au renforcement des pouvoirs de la FED.


En tout état de cause il faudra que les textes soient clairs : aussi bien sur les responsabilités (l'organe en charge d'une mission devra avoir les moyens de l'assurer) que sur la cohérence de la vision d'ensemble (rien ne serait pire que des réformes partielles qui risqueraient de dénaturer et d'édulcorer l'ambition nécessaire). ■

1. Article paru dans le numéro 127 de la revue *Commentaire*, automne 2009.

Un expert mondialement reconnu

Né en 1929, diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris, ancien élève de l'ENA, inspecteur général des finances honoraire, Jacques de Larosière est membre de l'Académie des sciences morales et politiques et Commandeur de la Légion d'honneur. Directeur du cabinet de Valéry Giscard d'Estaing au ministère de l'Économie et des Finances (1974), il est ensuite directeur du Trésor de 1974 à 1978, avant de devenir directeur général du Fonds monétaire international de 1978 à 1987, puis gouverneur de la Banque de France de janvier 1987 à août 1993. Président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) de septembre 1993 à février 1998, Jacques de Larosière est nommé, le 1^{er} octobre 1998, conseiller du président de Paribas, maintenant BNP Paribas. Il est coprésident d'Eurofi, membre du Conseil de *Stichting NYSE Euronext* et *trustee* de *NYSE Group Trust I*.

En octobre 2008, le président de la Commission européenne, José Manuel Barroso, a confié à Jacques de Larosière la présidence d'un groupe d'experts éminents chargé de rendre un avis sur l'avenir de la réglementation et de la surveillance financières en Europe.



Des pratiques de rémunération alignées sur les intérêts à long terme