

## INITIATIVES RELATIVES À LA RÉGULATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Quintard Christophe

---

Ci-dessous, nous examinons, commentons et comparons les propositions de régulation des marchés financiers discutées sur le plan international, dans l'Union européenne, en Belgique et aux Etats Unis. A l'exception de la régulation de Bâle, ces propositions ont principalement trait à un changement des structures de surveillance mais elles ne donnent pas lieu à une adaptation fondamentale du système lui-même. Il s'agit là d'une défaillance importante des autorités. Pour une conclusion détaillée, nous vous renvoyons à la page 8.

### 1. Contexte – la crise bancaire n'est pas encore terminée

Malgré l'euphorie du monde politique et des administrateurs des banques – les résultats publiés ces dernières semaines étaient tous exceptionnellement bons – **la situation économique et plus particulièrement celle des banques et des marchés financiers demeure précaire**. Ce qui est inquiétant, ce sont les réserves de liquidités constituées chez les entreprises et le grand attrait des obligations d'Etat (malgré le faible taux d'intérêt).

Au lieu d'investir et de créer des emplois, les entreprises constituent des réserves, indiquant ainsi n'avoir aucune confiance dans la situation des marchés financiers et les produits commercialisés ni dans leurs financiers, les banques.

Cela montre que le gouvernement aussi bien que les banques tentent de jeter de la poudre aux yeux de l'opinion publique. Les organismes financiers dans lesquels des milliards d'euros des contribuables ont été injectés, ne bénéficient pas de la confiance de leurs partenaires directs (les entreprises) qui craignent un '*double dip*'. Surtout la situation en Grèce et en Espagne, pays où les banques ont emprunté en juillet 2010 un montant record de la BCE pour le refinancement de la dette, grève l'économie. La situation reste critique et les autorités européennes doivent s'atteler immédiatement à réaliser **une réforme profonde de la surveillance ET des marchés financiers ET des banques**. Même si au niveau politique, les initiatives nécessaires ont été (et sont) prises, les mesures prévues ne produiront leurs effets que bien au-delà de 2012.

## 2. Principes et réformes sur le plan international

### A. Principes G 20

Lors du G20 de Toronto, les dirigeants mondiaux ont réitéré leur intention de mettre en place un système financier plus dynamique. L'agenda des réformes est basé sur quatre piliers :

- Un **cadre législatif plus solide** (voir plus loin, Bâle III) et une transparence et une surveillance accrues des fonds de levier, des agences de notation et des dérivés OTC.
- Une **surveillance plus effective des risques + la possibilité d'intervenir**. A ce jour, le FMI, en collaboration avec le Conseil de stabilité financière (CSF), a appelé à élaborer des recommandations lors du Sommet de Séoul d'octobre 2010.
- La mise sur pied d'un système permettant de restructurer ou de liquider les **institutions financières** en faillite, sans en répercuter les charges sur les contribuables. Le CSF est chargé de faire un rapport à ce sujet pour octobre 2010.
- Une **évaluation transparente internationale** de l'ensemble du secteur financier. Le FMI et la Banque mondiale seront sollicités à cet effet.

Ces points ont déjà été abordés lors du G20 de Washington (Novembre 2008). Mais à ce jour, aucune mesure législative n'a encore été prise. Le G20 de Séoul sera crucial à cet égard. Les propositions relatives à la régulation de Bâle (voir plus loin) sont jusqu'ici les plus concrètes.

Pour info: après le rapport négatif du FMI, la "Taxe sur les transactions financières" (TTF) n'a plus été sur table lors du précédent G20 de Toronto. Le G20 veut donner l'occasion aux pays individuels de lever une taxe sur les institutions financières. A ce sujet, un consensus semble se dégager peu à peu au sein de l'UE sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France. Le 17 juin 2010, à l'occasion d'un sommet européen, les dirigeants européens se sont mis d'accord sur l'instauration d'une taxe sur les banques. Les détails du plan européen doivent encore être concrétisés.

### B. Les principes de Bâle III

Les autorités de surveillance et les banques centrales (réunies au sein du Comité de Bâle) élaborent actuellement de nouvelles normes de capital pour le secteur bancaire. Bâle III succède aux normes de Bâle II qui datent de 2004.

La régulation de Bâle consiste essentiellement à imposer aux banques l'obligation de prévoir un **capital propre minimum par rapport aux placements et crédits octroyés** (actifs des banques). Bâle II prévoyait que ce capital tampon des banques par rapport à leurs crédits dépendait du profil de risque des actifs des banques. Les propositions de Bâle III ont pour objectif de renforcer ce tampon.

Quelles adaptations sont proposées dans la régulation Bâle III? => Un capital plus important et de plus grande qualité.

- L'accord de Bâle III prévoit notamment la limitation de la **définition du Tier 1<sup>1</sup> capital**, le capital dont les banques disposent librement pour faire face aux pertes. Ainsi, le Tier 1 capital pourra être composé pour maximum 15% d'impôts différés, d'actions détenues dans des institutions financières liées et de droits sur les débiteurs hypothécaires (les MSR).
- Le '**ratio de levier**' (le Tier 1 capital par rapport aux actifs) est fixé à 3. Une banque peut donc prêter au maximum 33 fois un euro au Tier 1 capital. Après un lobbying intensif, les banques ont obtenu le maintien de ce ratio à un niveau élevé (la proposition initiale était de 1,5%). Sous la régulation de Bâle II, des leviers de 40 ou 50 n'étaient nullement une exception chez les banques européennes : pour chaque euro de capital propre en 2007, les banques avaient 40 ou 50 euros de crédits et de placements. Ce ratio de 3% sera mis en phase de test jusque 2017.
- Par la même occasion, des règles plus strictes sont introduites concernant la quantité de **liquidités** qu'une banque doit détenir pour faire face à ses obligations à court et à plus long terme. A l'avenir, les banques devront instaurer un rapport raisonnable entre la durée des fonds détenus et la durée des crédits octroyés.

Ces règles entreront en vigueur en 2013 et devront être intégralement d'application en 2018, c'est-à-dire 10 ans après la crise. Un accord politique doit encore être conclu en la matière au G20 de Séoul de novembre.

Quelles peuvent être les implications des nouvelles règles?

- Les **banques** ont réservé un accueil positif aux nouvelles normes de Bâle III car elles s'étaient attendues à un ratio de levier bien plus sévère. Toutefois, elles affirment que l'économie sera gravement touchée : les économies américaines et européennes subiraient un ralentissement de la croissance de 3% sur une période de 5 ans. Des groupes de réflexion indépendants soulignent cependant que le coût effectif (qui est largement inférieur à 3%) ne fait pas le poids par rapport aux avantages dans le domaine de la sécurité et de la prévention des coûts liés à une nouvelle crise financière.
- Les propositions de Bâle III visent surtout la création de tampons financiers plus importants pour les banques mais dans une mesure beaucoup moindre l'évaluation des risques des actifs (placements), de sorte que **les erreurs de Bâle II ne seront rectifiées que très partiellement**.
- Le renforcement des conditions de capital et de liquidité représentera un **coût**. A moyen terme, les prêts et d'autres services bancaires pourraient devenir plus chers.

---

<sup>1</sup> Capital d'actions, réserves, provisions générales et valeurs à durée indéterminée, par ex. actions préférentielles cumulatives

### 3. Réforme de la surveillance financière dans l'UE

Au sein des institutions européennes, les discussions relatives à la réforme de la surveillance des marchés financiers battent leur plein.

#### A. Propositions

Les propositions qui sont actuellement sur table en vue de créer une nouvelle architecture pour la surveillance financière, s'articulent autour de deux axes :

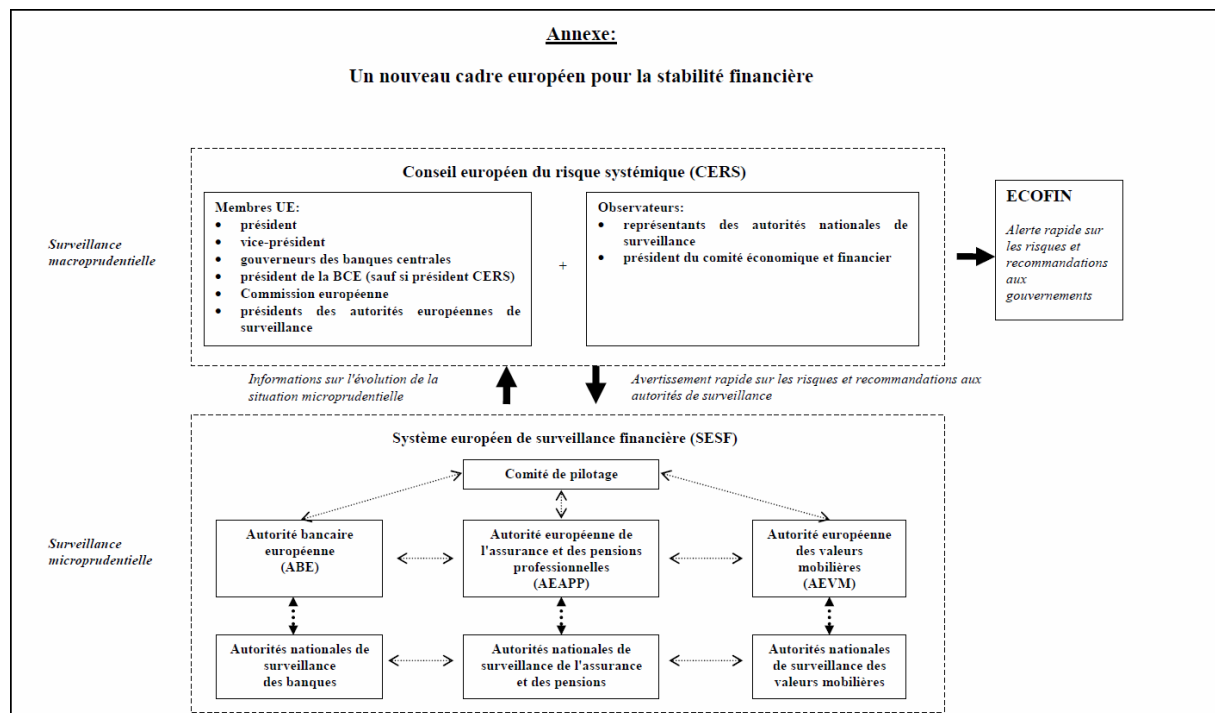
1. La création d'un **Conseil européen du risque systémique (CERS)** qui sera responsable de la surveillance macro-prudentielle du système financier au sein de l'UE dans le but de prévenir ou de limiter les risques systémiques, de prévenir des périodes de turbulences financières, de contribuer à un fonctionnement souple du marché interne et de garantir une contribution durable du secteur financier à la croissance économique. Ce Conseil devra plus concrètement donner l'alerte dans un stade précoce lorsqu'un établissement financier dont dépend le fonctionnement de l'ensemble du système, se retrouve dans la zone rouge.
2. La mise en place d'un **Système européen de surveillance financière (SESF)**, composé d'un réseau d'autorités nationales de surveillance financière qui collaborent avec les nouvelles autorités européennes de surveillance (AES). Ces dernières seront le résultat de la transformation des comités européens de surveillance existants en:
  - a. Une Autorité bancaire européenne (ABE), anciennement Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB).
  - b. Une Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), anciennement le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM). Cet organe s'occupera notamment de la surveillance des agences de notation.
  - c. une Autorité européenne de surveillance pour le secteur des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), anciennement le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP).

Ces nouvelles autorités européennes de surveillance reprendront les missions des comités de surveillance actuels, mais disposeront de responsabilités et d'une autorité plus importantes.

**La surveillance actuelle continuera à se situer au niveau national** et les autorités nationales de surveillance resteront responsables de la surveillance des entités individuelles, par exemple en ce qui concerne les exigences de capital. Les AES trancheront les litiges éventuels entre autorités nationales de surveillance.

Le SESF a pour objectif de faciliter **la coopération entre les différentes autorités financières nationales au sein de l'UE**. La Commission espère que le secteur bancaire européen se comportera de manière plus responsable grâce à la concertation et à la coordination dans le cadre du SESF.

La nouvelle structure peut être schématisée comme suit :



## B. Evolution des discussions au sein de l' ECOFIN - PE

Le Conseil des ministres des Finances et de l'Economie (ECOFIN) s'est mis d'accord le 13 juillet sur la structure exposée ci-dessus et a donné mandat à la présidence belge (dans la personne de Reynders) pour poursuivre les négociations avec le Parlement européen (PE).

Les négociations portent actuellement sur **la portée des pouvoirs des AES**. Le PE veut octroyer une autorité maximale aux nouveaux organes européens. Entretemps, l'ECOFIN est arrivé à un accord avec le PE pour octroyer aux trois AES **un pouvoir contraignant à l'égard des autorités de surveillance nationales et ce dans trois cas** : en cas d'infractions à la législation européenne, de situations de crise et de conflit entre plusieurs organes nationaux de surveillance. D'autre part, l'ECOFIN s'est mis d'accord également pour transférer aux AES le pouvoir d'interdire certains produits financiers (on vise plus spécifiquement le '*short selling*' (*vente à découvert*), c'est-à-dire la vente d'actions qu'on ne possède pas en vue réaliser un profit en spéculant sur une baisse des cours).

Le principal point de discordance entre l'ECOFIN et le PE est la compétence concernant la surveillance des entités paneuropéennes. L'ECOFIN ne veut pas donner une compétence exclusive à une instance européenne. Une tentative est faite en vue de soumettre des propositions de compromis au vote du PE dans le courant de la deuxième moitié de septembre afin de pouvoir activer les nouveaux organismes durant le premier semestre de 2011.

### C. La surveillance des agences de notation de crédit

Trois agences de notation (ou agences de rating) -- il s'agit de Moody's, Standard & Poor's et Fitch -- jouissent d'un monopole de la notation des dérivés de crédit ; toutes les trois sont des agences américaines. Au début de la crise financière (et également après), les agences de notation ont joué un rôle non négligeable :

- Au tout début de la crise, les agences de notation de crédit ne sont pas parvenues à déceler les risques liés à certains **produits financiers**. Ainsi, des modules d'investissement complexes obtenaient un rating positif, les banques et les fonds de pension estimaient dès lors que le niveau de risque lié à ce type de placements était limité. Nombre de banques et de fonds ont ainsi perdu des milliards d'euros à cause de ce type de placements.
- Les agences de notation de crédit ont été critiquées sévèrement en raison de la dégradation de la note (rating) du **titre public de la Grèce et de l'Espagne**. Comme les investisseurs se sont retirés en masse – et suite aux énormes spéculations sur les titres publics européens – la zone euro a été touchée par une crise.

La Commission européenne a formulé une proposition, assortie d'un d'argumentaire, visant la modification des règles relatives aux agences de notation qui sont actuellement en vigueur dans l'UE. L'objectif de ces modifications est double :

- Améliorer la transparence et le niveau de la concurrence (renforcer les agences de notation européennes)
- Centraliser la supervision au niveau européen.

C'est pourquoi, la CE a formulé la proposition visant à instituer une autorité européenne de surveillance, à savoir **l'Autorité européenne des Marchés financiers (AEMF)**. La législation y afférente fait actuellement l'objet de négociations entre les pays membres et le Parlement européen (voir point B – évolution des discussions ECOFIN – PE). L'AEMF aura pour mission de reprendre la surveillance des agences de notation (exercée par les autorités nationales) et aurait droit aux informations nécessaires (information sur la formation d'un rating), ainsi qu'un droit à un examen et à une inspection.

#### 4. La réforme du système financier américain : le ‘Dodd-Frank Act’

Le ‘Dodd-Frank Act’ contient une liste de nouvelles dispositions régissant quasi l’entièreté du système financier, mais laissant intacte l’architecture de surveillance. Dans les mois voire les années à venir, de nombreuses règles devront encore être **concrétisées**.

Voici les grandes lignes de cette réforme :

- La création d’un ‘gendarme’ indépendant (*Consumer Financial Protection Bureau - bureau de protection financière du consommateur*) ayant pour mission de protéger les consommateurs et de les informer lors de l’achat de produits financiers ou encore l’obtention d’un crédit à la consommation.
- La création d’un conseil (***Financial Stability Oversight Council***) faisant fonction de système d’alerte avancé avec pour mission d’identifier des risques systémiques et de s’y attaquer avant que la stabilité économique ne soit touchée.
- Mettre fin au principe ‘*too big to fail*’ (trop grosse pour couler). Une autre façon de liquider en toute sécurité les institutions financières sera prévue, évitant tout effet sur le reste des marchés financiers. Les normes relatives au capital seront plus sévères, de manière à décourager toute ‘croissance trop forte’.
- Une meilleure régulation des banques : mieux déterminer les responsabilités de chacune des trois institutions (*Federal Reserve, Federal Deposit Insurance Corporation et Office of the Comptroller of the Currency*)
- Une transparence et une responsabilisation accrues à l’égard du marché des dérivés : prévoir, dans le système financier, un ‘tampon’ contre la prise de risques excessifs. Ceci vise principalement le marché de gré à gré (les dérivés OTC over-the-counter ou instruments dérivés de gré à gré).
- Dorénavant, les grands Fonds de levier devront s’enregistrer auprès de la SEC (*Security and Exchange commission*), l’autorité de surveillance des Bourses des valeurs, permettant ainsi le monitoring de leur situation financière.
- Les agences de notation seront contrôlées par une agence (à créer) liée à la SEC.
- Le renforcement des droits des actionnaires en ce qui concerne la politique de rémunération des entreprises, de manière à limiter les rémunérations excessives.
- La réforme de la SEC (reconsidérer le management et installer de nouveaux organes consultatifs) et le renforcement du rôle de la Federal Reserve (banque centrale des EE UU) par l’octroi de la compétence de surveillance des holdings.

Sur la base des principes susmentionnés, le *Financial Stability Oversight Council* devra décréter 243 nouvelles règles et réglementations. Les banquiers et les lobbyistes auront donc tout le temps pour affaiblir la réglementation.

Reste la question de savoir dans quelle mesure les principes énoncés deviendront réalité. Certains critiques disent déjà que cette réforme ne contient pas de garanties pour limiter les ‘superbonus’ des banques. Les plus grandes banques américaines ne pourront que difficilement être scindées, de sorte qu’il sera difficile de mettre fin au principe ‘*too big to fail*’.

## 5. Réforme de la surveillance financière en Belgique – le modèle ‘Twin Peaks’

Fin 2009, les partis au gouvernement se sont mis d'accord pour réformer la surveillance du secteur financier belge et pour instaurer ledit modèle ‘Twin Peaks’, à savoir un modèle basé sur deux piliers, prévoyant la répartition des tâches entre deux autorités de surveillance, **l'une assurant la surveillance prudentielle et l'autre la surveillance des marchés financiers**. En Belgique, ces responsabilités seront assumées par la BNB et par la CBFA.

A terme les responsabilités seront ventilées comme suit :

- **BNB**: responsable de la surveillance des banques, assureurs, fonds de pension et du monitoring (et de l'intervention) dans le but de sauvegarder la stabilité du système financier. Avant la réforme, ces missions faisaient partie des responsabilités de la CBFA
- **CBFA**: la Commission bancaire, financière et des assurances réformée sera compétente pour la surveillance des marchés (les introductions en Bourse, les rachats, le contrôle sur les délits d'initié ...), des sociétés cotées, des produits financiers, des services et intermédiaires, du respect du code de conduite y afférent. La CBFA disposera de compétences élargies en matière de protection des consommateurs et d'information aux consommateurs seront élargies.

Ce modèle est introduit en deux phases :

1. Mise en place temporaire d'un "Comité des risques et établissements financiers systémiques" (CREFS) en janvier 2010. Ce Comité, qui est composé des comités de direction de la CBFA et de la BNB et présidé par le gouverneur de la BNB, est chargé de la préparation de la nouvelle architecture de surveillance et de conseiller le ministre des Finances, notamment au sujet de la future répartition des tâches entre les deux organismes.
2. Transfert des compétences de surveillance de la CBFA et du CREFS à la Banque nationale (à partir de 2011) qui sera à ce moment chargée de la surveillance micro- et macro-prudentielle en Belgique.

La BNB sort comme le grand vainqueur de cette réforme. Il est clair que la CBFA a été sacrifiée sur le plan politique en raison de sa défaillance lors de la crise financière. Le fait que la France et les Pays-Bas ont déjà introduit le modèle a également joué un rôle.

## 6. Commentaires et réflexion

Le G20 de Washington avait été unanime : plus jamais ça !

Les dirigeants mondiaux s'étaient mis d'accord sur une réforme approfondie des marchés financiers. Mais vers la mi 2010, on constatait à nouveau que la spéculation sévissait comme avant et que les banques réalisaient à nouveau des bénéfices plantureux.

Personne ne pourra nier que des initiatives ont été prises. Malheureusement, elles concernent, plus particulièrement au niveau européen et belge, **uniquement des changements au niveau des structures de surveillance**, sans toucher au fonctionnement même des marchés. Ainsi, on a laissé passer l'occasion de mettre en place une agence de notation nationalisée objective.

Aux Etats-Unis, le *Dodd-Frank Act* va plus loin que les propositions européennes, mais son contenu doit encore être concrétisé. Les lobbyistes ont donc tout le temps pour essayer d'affaiblir les textes.

La réforme Bâle III est l'initiative la plus radicale. La modification des ratios de levier et des exigences de liquidités visent à changer le comportement des banques au niveau de l'octroi de crédits. Toutefois, l'on peut remarquer que cette réforme est une discussion concernant des définitions plutôt qu'une restructuration fondamentale du système bancaire. L'idée d'une taxe sur les transactions financières a entre-temps été abandonnée par le G20, mais continue à être examinée au niveau européen.

Entretemps, les faibles taux d'intérêt poussent les spéculateurs à nouveau vers des produits à risque. La volonté politique de changer les choses est présente, mais le courage politique pour le faire fait cruellement défaut.