



PROJET
2012

n° 09

D'UN CAPITALISME FINANCIER GLOBAL À UNE RÉGULATION FINANCIÈRE SYSTÉMIQUE

CHRISTOPHE SCALBERT
LAURENCE SCIALOM
Rapporteurs



Projet 2012 – Contribution n°9
D'un capitalisme financier global à une régulation financière systémique
www.tnova.fr - 2/67



Projet 2012 - Contribution n°9

D'un capitalisme financier global à une régulation financière systémique

Christophe SCALBERT, Laurence SCIALOM
Rapporteurs

Avec les contributions de
Grégoire COMMIOS*, Marc LAURENT*, Mona AMIELET, Dominique WEIL*,
membres du groupe de travail





Projet 2012 – Contribution n°9
D'un capitalisme financier global à une régulation financière systémique
www.tnova.fr - 4/67

Sommaire

Remerciements	7
Synthèse politique	8
Vademecum	11
Introduction : quelques éléments de contexte	14

PARTIE I

LES DEFAILLANCES DES SYSTEMES DE CONTROLE AU SEIN DES BANQUES, FACTEUR PERMISSIF DE LA CRISE

1. LA QUESTION DE LA COMPOSITION ET DU FONCTIONNEMENT DES CONSEILS D'ADMINISTRATION.....	18
2. LES SYSTEMES DE CONTROLE EN PLACE, COMPLEXES ET HETEROGENES, SOUFFRENT DE NOMBREUX DYSFONCTIONNEMENTS	20
3. LES FILIERES DE CONTROLE DES RISQUES SOUFFRENT A LA FOIS DE MANQUES DE MOYENS ET D'UN ROLE LIMITE DANS LES PRISES DE DECISION.....	21
4. LES CONTROLEURS INTERNES OU EXTERNES NE PEUVENT MESURER CONVENABLEMENT LES RISQUES AVEC LES MODES D'ORGANISATION ACTUELS	22
5. LE CONTROLE DES ACTIONNAIRES ET DU MARCHE N'A PAS FONCTIONNE	24

PARTIE II

LA NECESSAIRE REFONTE DES MODES DE REGULATION DES INSTITUTIONS FINANCIERES

1. LES TRAVAUX EN COURS	27
1.1. <i>De Bâle 2 a Bâle 3</i>	27
1.2. <i>Un échec de l'autorégulation</i>	29
1.3. <i>La récente prise en compte de la liquidité</i>	30
2.LA DEFINITION D'UN CADRE DE RESOLUTION DES DEFAILLANCES D'INSTITUTIONS FINANCIERES SYSTEMIQUES EST NECESSAIRE	32
2.1. <i>Une incohérence temporelle dans la gestion des crises</i>	32
2.2. <i>Création d'un régime légal spécifique, les premières avancées</i>	34
2.3. <i>La question des living wills</i>	35
2.4. <i>Un cadre légal de résolution des défaillances bancaires aujourd'hui clairement inadapté</i>	36
2.5. <i>Quelques principes de base pour un nouveau cadre de résolution des défaillances bancaires</i>	37

2.6. <i>Le capital contingent : une option pour réactiver la discipline de marche et économiser des fonds publics</i>	38
2.7. <i>L'option de taxation des banques comme disposition complémentaire aux plans de résolution des défaillances bancaires</i>	39

PARTIE III

VERS UNE REGULATION DU SHADOW BANKING

1. L'EXEMPLE DES <i>HEDGE FUNDS</i>	41
1.1. <i>Définition</i>	41
1.2. <i>Les hedge funds et le risque systémique</i>	42
1.3. <i>Une absence totale de régulation directe</i>	44
2. QUELQUES PROPOSITIONS EN FAVEUR D'UNE REGULATION DU SHADOW BANKING.....	45
2.1 <i>Une régulation prudentielle des hedge funds</i>	45
2.2. <i>Un meilleur encadrement juridique</i>	46

PARTIE IV

VERS UNE REGULATION MACRO PRUDENTIELLE

1. RISQUE SYSTEMIQUE ET CRISES SYSTEMIQUES.....	51
1.1. <i>Définition</i>	51
1.2. <i>Risque systémique et externalités négatives</i>	51
1.3. <i>Fondements des crises systémiques</i>	52
2. DYSFONCTIONNEMENTS MICROECONOMIQUES ET DESEQUILIBRES MACROECONOMIQUES.....	53
2.1. <i>Dysfonctionnements microéconomiques et mutations de la sphère financière</i>	53
2.2. <i>Déséquilibres macroéconomiques</i>	54
3. INSUFFISANCE DE LA REGULATION MICROPRUDENTIELLE.....	55
4. NECESSITE D'UNE REGULATION MACROPRUDENTIELLE.....	57
4.1. <i>Renforcer l'orientation macroprudentielle des dispositifs actuels</i>	57
4.2. <i>Un nouvel objectif de la politique monétaire</i>	58
Annexe 1 : Rappel des structures du contrôle des risques.....	60
Annexe 2 : Définition de la liquidité.....	62
Annexe 3 : Sur les instruments constitutifs d'un régime de défaillance des institutions financières.....	64
Présentation de Terra Nova.....	66
Terra Nova - Déjà parus.....	67

Remerciements

Ce rapport est le fruit d'un long travail d'élaboration. Il a bénéficié des débats de haute qualité que nous avons pu mener avec un groupe de personnalités :

- Grégoire COMMIOS*, avocat dans un grand cabinet d'affaires, spécialiste de droit bancaire et financier
 - Marc LAURENT*, économiste dans une grande banque européenne
 - Mona LE PRINCE, consultante spécialisée sur les questions risques et conformité
 - Dominique WEIL*, professionnel des opérations de marché au sein d'une institution financière publique
- (*pseudonyme)

qui ont bien voulu accepter de se réunir régulièrement pour échanger avec nous et nous enrichir de leurs réflexions et de leur expertise.

Nous leur adressons nos plus chaleureux remerciements.

Laurence SCIALOM
Christophe SCALBERT
Rapporteurs du groupe de travail

Synthèse politique

La crise financière globale, née au cours de l'été 2007 et devenue systémique après la faillite de Lehman Brothers, révèle avec force et douleur l'accroissement de la perméabilité du capitalisme financier contemporain aux événements systémiques. En finance, ces événements ne sont pas exogènes, c'est-à-dire indépendants des comportements des acteurs qu'ils affectent (contrairement aux catastrophes naturelles par exemple), mais bien la résultante d'un système qui crée des incitations perverses à la prise de risques, et où les structures économiques sont insuffisamment résilientes. Confrontés à cette montée des risques globaux, aux coûts prohibitifs pour la société, les Etats sont trop longtemps restés passifs, confiants dans la discipline présumée de l'autorégulation et l'efficacité supposée des marchés.

La maîtrise du risque systémique, c'est-à-dire la réduction de la probabilité d'occurrence de crises financières majeures et la maîtrise de leur ampleur quand elles se produisent, implique un réengagement des Etats et des régulateurs dans une approche elle-même systémique : la régulation financière doit être pensée, non pas comme un empilement de composants indépendants les uns des autres, mais comme un système où ces composants interagissent entre eux. A la globalisation de la finance et aux dérives des acteurs financiers doivent répondre une régulation financière et des dispositifs préventifs eux-mêmes conçus dans une optique globale. Cela signifie notamment que les réponses ne peuvent être purement domestiques. Assez largement, les propositions ci-dessous ne sont possibles et pertinentes qu'à l'échelle internationale – au minimum européenne.

Le fil rouge de nos propositions est que la maîtrise des risques passe nécessairement par des dispositifs réglementaires, prudentiels et légaux qui rompent de manière crédible avec le dévoiement de l'esprit du capitalisme qui prévaut dans la finance contemporaine et qui s'est traduit par une privatisation des gains et une socialisation des pertes. Ce fil rouge ne traduit pas seulement un impératif éthique majeur, c'est également la condition *sine qua non* d'une finance efficace dans sa mission économique première : l'allocation des ressources.

Face à ces enjeux, les propositions de Terra Nova couvrent l'ensemble du spectre : du micro-économique jusqu'au macro-économique.

- Au niveau microéconomique, la crise a mis en exergue nombre de carences dans la gouvernance des banques avec une multiplication des dysfonctionnements dans les systèmes

de contrôle. Sur la base de ce diagnostic, nous proposons de renforcer les garde-fous supposés encadrer les activités bancaires : que ce soit les contrôleurs internes ou externes, leurs moyens et leur rôle doivent être renforcés et les modes d'organisation revus. En l'absence de visibilité sur les risques pris au niveau micro-économique, il est illusoire d'envisager un régulateur disposant de capacités d'anticipation et de réaction adéquates en cas de crise.

- En matière de régulation financière, nous souscrivons aux orientations principales de Bâle 3 : renforcement de la qualité du capital réglementaire avec une focalisation sur le capital dur, introduction d'un coussin de capital contra-cyclique (même si le caractère purement discrétionnaire et national des décisions en ce domaine affaiblit la portée de cette avancée), imposition d'un levier simple et de ratios de liquidité (compatibles avec le rôle de transformation des banques et le financement de l'économie réelle). Mais nous considérons que ces avancées sont insuffisantes et doivent s'accompagner d'une réorientation des dispositifs prudentiels vers le macro-prudentiel.

- Cette politique macro-prudentielle doit redéfinir le rôle des banques centrales, celles-ci doivent se préoccuper de la stabilité financière notamment en agissant préventivement sur la formation des bulles sur les prix d'actifs, en particulier des bulles immobilières. Ce nouvel objectif doit s'accompagner de la mobilisation de nouveaux instruments de politique monétaire ou même de l'utilisation plus active d'instruments déjà connus (comme les réserves obligatoires).

- Il est impératif de donner aux pouvoirs publics les moyens légaux d'éviter le renflouement systématique des institutions financières systémiques. Plus aucune institution financière ne doit être « too big to fail ». Le fil conducteur de nos propositions est que les actionnaires et créanciers des institutions systémiques assument les risques qu'ils prennent, sans les transférer à la collectivité. A cette fin, nous proposons un dispositif légal qui se décompose en deux volets : des « testaments » pour toutes les institutions systémiques et un cadre légal de résolution des défaillances bancaires conférant aux régulateurs une gamme diversifiée d'options de résolution qui préservent la stabilité financière, sans nécessairement préserver la forme juridique initiale des groupes financiers.

- Dans ces « testaments », les institutions systémiques devraient fournir aux régulateurs un plan détaillé de résolution de leur propre défaillance, c'est-à-dire des informations très précises sur la manière de les démanteler légalement. Ces testaments bancaires devraient s'accompagner du pouvoir pour le régulateur d'imposer des simplifications de la structure légale des groupes financiers et constituer une base de résolution des groupes transfrontières notamment en matière de partage des pertes.

- Le nouveau cadre de résolution de la défaillance des institutions systémiques – en rendant crédible la défaillance et/ou le démantèlement des banques – contribuerait à limiter les incitations à la prise de risque.

- Ces deux dispositifs doivent s'accompagner d'une réactivation de la discipline de marché via l'imposition de règles d'émission de capital contingent, c'est-à-dire de titres de dettes hybrides convertibles en actions en cas de fragilisation financière des institutions financières.

- Enfin, toutes les entités financières doivent être régulées, et les entités constituant le *shadow banking sector*, qui échappent pour une large part aux contraintes prudentielles, ne doivent plus menacer la stabilité du système financier ou amplifier les crises financières.

Vademecum

Au niveau microéconomique

Proposition 1 : Renforcer les garde-fous censés encadrer les activités bancaires : que ce soit les contrôleurs internes ou externes, leurs moyens et leur rôle doivent être renforcés, les modes d'organisation revus et les informations plus transparentes. En l'absence de visibilité sur les risques pris au niveau micro-économique, il est illusoire d'envisager un régulateur disposant de capacités d'anticipation et de réaction adéquates en cas de crise.

En matière de régulation financière

Proposition 2 : Renforcer la qualité du capital réglementaire avec une focalisation sur le capital dur.

Proposition 3 Introduire un coussin de capital contra-cyclique (même si le caractère purement discrétionnaire et national des décisions en ce domaine affaiblit la portée de cette avancée).

Proposition 4 : Imposer un levier simple et de ratios de liquidité. Mais nous considérons que ces avancées sont insuffisantes et doivent s'accompagner d'une réorientation des dispositifs prudentiels vers le macro-prudentiel

Donner aux pouvoirs publics les moyens légaux de ne pas avoir les mains liées en étant systématiquement obligés de renflouer les institutions financières systémiques.

Proposition 5 : Invalider l'argument « too big to fail » pour les institutions financières.

Proposition 6 : Amener les actionnaires et créanciers des institutions systémiques à assumer la plus grande part des risques qu'ils prennent et ne pas transférer cette charge à la collectivité.

Proposition 7 : Instaurer un dispositif légal qui se décompose en deux volets : des « testaments » (« living wills ») pour toutes les institutions systémiques et un cadre légal de résolution des défaillances bancaires conférant aux régulateurs une gamme diversifiée d'options de résolution qui préservent la stabilité financière mais pas nécessairement l'intégrité des groupes financiers.

Proposition 8 : Amener les institutions systémiques à fournir aux régulateurs par ces « testaments » un plan détaillé de résolution de leur propre défaillance, c'est-à-dire des informations très précises sur comment les démanteler légalement.

Proposition 9 : Accompagner ces testaments du pouvoir pour le régulateur d'imposer des simplifications de la structure légale des groupes financiers et constituer une base de résolution des groupes trans-frontières notamment en matière de partage des pertes.

Proposition 10 : Contribuer à limiter les incitations à la prise de risque en définissant le nouveau cadre de résolution de la défaillance des institutions systémiques et en rendant crédible la défaillance et/ou le démantèlement des banques.

Proposition 11 : Accompagner ces deux dispositifs d'une réactivation de la discipline de marché via l'imposition de règles d'émission de capital contingent c'est-à-dire de titres de dettes hybrides convertibles en actions en cas de fragilisation financière des institutions financières.

Réguler toutes les entités financières et les entités constituant le *shadow banking sector*.

Proposition 12 : Etendre la régulation financière à l'ensemble des acteurs intervenant sur les marchés financiers et gérant l'épargne publique. La titrisation, technique de refinancement permettant de transformer en titres négociables des risques ou des actifs, fait par exemple l'objet d'une série d'initiative tendant à renforcer la transparence quant aux actifs sous-jacents des titres émis et à aligner les intérêts des émetteurs et des investisseurs (par exemple, en imposant aux émetteurs ou aux groupes sponsors de conserver un pourcentage minimum des émissions à leur bilan).

Proposition 13 : Promouvoir des règles de transparence, plutôt que le maintien de l'opacité existante sur les marchés financiers, en particulier dans la gestion des hedge funds

Proposition 14 : Promouvoir un meilleur encadrement juridique comme l'enregistrement des hedge funds auprès d'une autorité de marché nationale ¹, des obligations de divulgation d'information aux régulateurs notamment sur les positions à fort effet de levier et sur les positions agrégées des hedge funds, des exigences en capital réglementaire, des limites au levier, des contraintes de reporting et des standards de gouvernance, des restrictions dans les ventes de produits ainsi que l'obligation de recourir à des dépositaires européens indépendants.

Proposition 15 : Mettre en place des systèmes de régulation concernant certaines activités de trading (par exemple, la limitation ou l'interdiction des ventes à découvert ou de détention de CDS nus²) ou concernant le niveau de fonds propres nécessaires aux banques pour conduire certaines activités (par exemple, la pression sur les activités de trading pour

¹ Cet enregistrement sera l'occasion de transmettre des informations aux régulateurs de marché sur les activités du Fonds et sur l'identité et les caractéristiques du personnel. Par ailleurs, l'enregistrement autorise les régulateurs à exercer un pouvoir d'enquête durant la vie du Fonds.

² Les CDS ou *Credit Default Swaps* sont des contrats financiers permettant de couvrir un risque de défaillance d'une contrepartie. A l'origine, elle permettait à un détenteur d'actifs de se protéger contre la défaillance de l'émetteur de ces actifs. Récemment (et notamment s'agissant de la dette publique grecque), la pratique des "CDS nus", c'est-à-dire souscrits à titre purement spéculatif par des investisseurs ne détenant aucun risque sous-jacent, a été très vivement critiquée.

compte propre des banques, activités aux risques dramatiquement sous-évalués, dans la régulation prudentielle de Bâle III).

La nécessité d'une régulation macro-prudentielle

Proposition 16 : Renforcer l'orientation macroprudentielle des dispositifs actuels : cela implique la mise en place par les institutions financières d'instruments et de procédures supplémentaires permettant de détecter, mesurer et lutter contre les risques de nature systémique. Ces indicateurs avancés de solidité financière – dont on sait qu'ils préfigurent la montée de vulnérabilités et de détresses futures – permettraient d'obtenir une détection précoce des risques de nature systémique en introduisant la dynamique macroéconomique dans la quantification et l'évaluation des risques.

Redéfinir le rôle des banques centrales

Proposition 17 : Amener les banques centrales à se préoccuper de la stabilité financière notamment en agissant préventivement sur la formation des bulles sur les prix d'actifs en particulier des bulles immobilières.

Proposition 18 : Accompagner cet objectif par la mobilisation de nouveaux instruments ou même la réactivation d'anciens instruments (comme les réserves obligatoires).

Introduction

Quelques éléments de contexte

Les premiers symptômes de la crise, qui apparaissent au cours de l'été 2007, coïncident avec le retournement du marché immobilier américain, alors même que les conditions de financement à court terme des acteurs financiers étaient devenues beaucoup plus restrictives (hausse des taux directeurs de la Fed de 1% en mai 2004 à 5.25% à mi-septembre 2007). Ils sont la manifestation de la prise de conscience par les opérateurs que des titres de créances hypothécaires à taux variables nord-américains (les « subprimes ³») présentent un risque de défaut sous-estimé jusque là. Mode d'accession à la propriété des ménages les plus modestes, les « subprimes » ont permis de soutenir artificiellement le marché immobilier – et par là même, la croissance américaine – dans un contexte de faibles taux d'intérêt.

De 2004 à la mi-2007, l'industrie financière a su tirer profit de l'abondance d'un papier gagé sur des actifs immobiliers dont les prix étaient en hausse régulière. La technique bien maîtrisée de la titrisation a permis aux banques (i) de « sortir » ces créances de leur bilan, s'affranchissant ainsi de la charge de fonds propres imposée par le régulateur pour faire face aux risques – et avec pour conséquence de réduire les incitations des prêteurs à correctement sélectionner leurs débiteurs et à contrôler l'usage des fonds une fois le crédit accordé –, (ii) d'alimenter, en les combinant avec des obligations moins risquées, le très rentable marché de la gestion d'actif de deux grands types de dérivés de crédits : les ABS⁴ et les CDO⁵.

Le « subprime » consacre ainsi une forme de dévoiement du capitalisme financier : d'une part, des risques très élevés sous-estimés ou méconnus car dissimulés dans les comptes ou bien minimisés dans la phase haute du cycle par la valorisation des prix d'actifs servant de collatéraux, dans un contexte généralisé de très faibles primes de risques ; d'autre part, des risques qui ne sont pas assumés par un engagement suffisant en fonds propres de la part de la banque et qui se révèlent lors de la phase de retournement du cycle. Le rôle du secteur financier est traditionnellement de gérer et d'assumer les risques : avec les « subprimes », le secteur financier a organisé leur dilution, l'objectif même semblait être de faire porter par d'autres les risques pris.

³ Forme de crédit hypothécaire (mortgage), apparue aux États-Unis. Ce crédit immobilier est gagé sur le logement de l'emprunteur (hypothèque), avec un taux d'emprunt variable au cours du temps.

⁴ Un asset-backed security (ABS), ou « valeur mobilière adossée à des actifs » en français, est une valeur mobilière dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs.

⁵ Un CDO (pour collateralized debt obligation, en français : « obligation adossée à des actifs ») est une structure de titrisation d'actifs financiers de nature diverse.

Dans le même temps, la plupart des banques internationales ont contribué à l'essor de la finance « off shore » : nombre d'acteurs ont installé sans grande peine des véhicules financiers là où le régulateur est le moins regardant et où la fiscalité est la moins contraignante. Des Etats dont le poids économique est souvent limité abritent ainsi un nombre considérable de « hedge funds » et autres « conduits » pour bénéficier à plein de l'effet de levier. Des bataillons entiers de collaborateurs hautement qualifiés et substantiellement rémunérés sont dédiés à l'optimisation comptable, juridique, réglementaire et fiscale.

La recherche d'une rentabilité maximale permet d'expliquer un certain nombre de dérives observées sur les marchés financiers. Depuis bien longtemps déjà, les groupes bancaires ont pour objectif la maximisation de la « shareholder value » en réalisant, exercice après exercice, des ROE⁶ toujours plus élevés. Leurs dirigeants sont appréciés à l'aune de ce critère, de même que les traders et gérants de portefeuille. Dans un contexte de taux d'intérêts très bas, de liquidités abondantes, et de primes de risque particulièrement faibles (« great moderation »), les dirigeants bancaires et financiers, principalement dans les pays de l'OCDE, ont encouragé la recherche de nouvelles rentabilités et diffusé l'adoption d'incitations financières en ce sens, afin de servir des profits élevés pour les actionnaires. Cette quête s'est poursuivie via une diversification des activités des banques, précisément sur les secteurs et les actifs les plus risqués. En s'éloignant de leurs métiers d'origine, les banques se sont ainsi aventurées dans des zones moins familières, en abandonnant trop souvent un principe de prudence basique : lorsqu'elle ne sait pas mesurer un risque, une banque ne doit pas réaliser la transaction. Les incitations financières diverses et l'ingénierie financière ont rendu possible une part complètement disproportionnée des profits bancaires dans l'économie: aux Etats Unis les profits dans la finance représentaient 10% des profits des sociétés en 1980, contre 40% en 2007 (alors que la finance ne représente que 5% de l'emploi des entreprises privés⁷). Les déclarations des dirigeants de banque sur le nouveau profil que leur banque est censée adopter après cette crise – moins rentable et moins risqué – démontrent, en creux, les excès des années précédentes⁸.

Le risque est inhérent aux activités financières et la recherche du profit incite à prendre des risques en conséquence. Or, à la différence des autres activités économiques, le coût financier d'une faillite bancaire pour la société est très largement supérieur au coût supporté par les seuls actionnaires. Les banques peuvent être le vecteur d'un risque systémique aux conséquences désastreuses pour l'ensemble de l'économie et il est économiquement inefficace et fondamentalement injuste que son coût soit supporté par l'ensemble de la collectivité via une socialisation des pertes. Les chiffres donnent le vertige : le FMI a évoqué dans un rapport intérimaire pour le G20 intitulé « a fair and substantial contribution

⁶ « Return On Equity » : ratio de rentabilité des fonds propres

⁷ Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot (2009), Crise et rénovation de la finance, Odile Jacob, p.19.

⁸ Cf. l'entretien aux *Echos* le 16 Juin 2010 de Frederic Oudea, PDG de la Société Générale, « Notre modèle sera moins rentable, mais moins risqué »

by the financial sector » que la dette des pays du G20 augmenterait de près de 40 points de pourcentage du PIB durant la période 2008-2015 en raison des effets économiques de la crise et de sa gestion par la puissance publique. Si la situation diffère d'un pays à l'autre (et les économies ayant recouru excessivement à l'endettement sont les plus sévèrement touchées), il s'agit d'un fardeau gigantesque qui vient miner les marges de manœuvre politiques alors que les dépenses sociales sont chaque jour plus nécessaires.

Quelles ont été les lacunes des systèmes de contrôle des banques ? Quelles sont les failles de la régulation financière actuelle ? Comment réformer en profondeur, selon quelles priorités et à quelle échelle ? Quelle contribution du système financier, en fonction de quels objectifs ?

Face à ces enjeux financiers colossaux et alors que l'élan réformateur s'essouffle, comme en témoignent les derniers sommets du G20 de Toronto et de Séoul, ce rapport vise à dresser certaines lignes directrices, en tentant de réintroduire des positionnements politiques quand ces questions sont trop souvent abordées sous un angle exclusivement technique. Débattues le plus souvent au sein de cercles de spécialistes, ces notions doivent redevenir des enjeux politiques de premier plan.

Après avoir mis en évidence les défaillances majeures des systèmes de contrôle au sein des banques, nous rappellerons la nécessité d'une refonte des modes de régulation des institutions financières. Nous proposerons un nouveau cadre de prévention et de résolution des faillites bancaires, notamment en réponse à la consultation lancée par la Commission européenne début janvier. Nous proposons également une meilleure régulation du *shadow banking* ainsi qu'une régulation macroprudentielle visant à limiter l'instabilité financière.

PARTIE I

Les défaillances des systèmes de contrôle au sein des banques, facteur permissif de la crise

La crise a mis en exergue de façon criante les failles de la gouvernance globale des grands établissements bancaires : les organes de direction, pour de multiples raisons, n'ont pas été en mesure d'évaluer correctement les risques inhérents aux différentes activités des établissements bancaires.

Au delà des obligations légales communes à toutes les sociétés (publications périodiques...), la gestion des risques doit constituer la pierre angulaire de la gouvernance bancaire. Les activités bancaires sont encadrées par un ensemble de règles beaucoup plus strictes que pour d'autres secteurs – et dont la mise en œuvre est contrôlée. Or, c'est l'ensemble des structures de contrôle internes et externes qui ont failli (cf. annexe 1 pour une description détaillé de ces structures).

En premier lieu, les grandes banques ne peuvent s'exonérer d'une réflexion en profondeur sur le rôle de leurs conseils d'administration en matière de stratégie, de relation entre actionnaires et managers ainsi que du profil et des compétences de leurs administrateurs. Parallèlement, le contrôle des risques doit fournir des informations sur le niveau de risque consolidé des différentes activités de la banque, informations susceptibles d'éclairer les choix stratégiques des conseils d'administration. C'est bien à l'intersection de ces sphères, celles de l'évaluation des risques, des choix stratégiques et de leurs mises en œuvre, que la gouvernance des banques s'est montrée peu apte à anticiper les risques.

1.

La question de la composition et du fonctionnement des conseils d'administration

Instance qui détermine la stratégie et les grandes orientations de la banque, le conseil d'administration joue de fait un rôle restreint dans les choix relatifs à la gestion des risques, notamment du fait de leur complexité et technicité. Il existe plusieurs raisons à ce phénomène. Les administrateurs siégeant aux conseils d'administration ont souvent des profils trop hétérogènes. En outre, ils cumulent régulièrement plusieurs mandats et/ou fonctions, ce qui ne leur permet pas de consacrer le temps nécessaire à une étude approfondie de leurs dossiers. Enfin, les compétences spécifiques leur font souvent défaut alors que l'analyse bancaire nécessite des compétences techniques propres, particulièrement cruciales dans un monde où la prise de risque revêt des formes complexes. L'exemple de Lehman Brothers illustre cette dérive : on retrouvait parmi les membres du conseil une ancienne actrice de théâtre ainsi qu'un amiral à la retraite⁹. Ainsi, en matière de gestion des risques, le rôle du conseil d'administration se limite bien souvent à celui d'une chambre d'enregistrement de la stratégie présentée par la direction générale elle-même. Il arrive parfois au comité d'audit de demander des précisions, mais la structure même de la gouvernance bancaire rend les choix du conseil d'administration trop dépendants des modalités de présentation des risques établies par les structures exécutives.

La crise de 2008 a révélé ces insuffisances : les conseils d'administration des banques ont été soumis à une forte pression qui s'est traduite par un accroissement du nombre de sessions et de leur durée alors que l'avenir de l'institution bancaire était parfois en jeu. Cette situation unique dans une période de temps aussi brève a mis en lumière, dans certains cas, une inadéquation des qualifications face aux enjeux.

Tout d'abord, la qualité des profils (et leur disponibilité) pourrait réellement être testée avec une audition approfondie des membres dont il est proposé la nomination lors des assemblées générales d'actionnaires. A défaut d'un système d'évaluation, certains pré-requis pour obtenir l'autorisation de siéger au sein d'un conseil d'administration devraient être prévus,

⁹ Source : Michel Aglietta et Sandra Rigot (2009), Crise et rénovation de la finance, Odile Jacob, p.163

comme celui d'avoir exercé au sein d'un établissement bancaire pendant une période donnée, à un niveau de direction très élevé¹⁰. L'expérience et la connaissance du secteur bancaire de l'administrateur proposé pourraient constituer des pré-requis à valider rigoureusement par le régulateur. De notre point de vue, la question de l'indépendance des administrateurs, en particulier de ceux qui siègent au sein du comité d'audit, est importante, mais finalement moins pertinente que celle de leur compétence et de leurs facultés à appréhender des problématiques techniques complexes. Ainsi, lors de la présentation d'un éventail de stratégies au conseil d'administration avec enjeux, risques et résultats attendus, les administrateurs seraient davantage en mesure de prendre des décisions en conséquence, tout en constituant un meilleur contre-pouvoir au management en place.

¹⁰ La Banque espagnole Santander, qui compte parmi les établissements bancaires ayant le moins souffert de la crise, met en avant sa gouvernance comme élément clé. Exemples : 9 membres du conseil d'administration seraient des présidents ou anciens présidents de banques, le comité des risques du conseil d'administration se réunirait deux fois par semaine pour une demi-journée...

2.

Les systèmes de contrôle en place, complexes et hétérogènes, souffrent de nombreux dysfonctionnements

Le manque de centralisation et de cohérence des différents systèmes de contrôles internes est extrêmement préjudiciable à une bonne maîtrise des risques : chaque branche d'activité, chaque filiale – voire chaque service – met en place des systèmes de contrôle et de gestion des risques en silo alors qu'une information centralisée sur les risques encourus par la banque devrait être disponible pour être communiquée à tout moment au conseil d'administration afin que celui-ci bénéficie d'une vision synthétique des risques. En France, l'arrêté du 19 janvier 2010, qui modifie le règlement 97-02 en mentionnant la mise en place d'une cartographie des risques intégrant les risques hors-bilan, souligne les insuffisances des dispositifs antérieurs. La difficulté des banques à révéler leur exposition aux subprimes – et plus récemment à la dette souveraine grecque – a révélé au grand jour l'absence de maîtrise des expositions. Ce point est fondamental : si la direction ou les organes de gouvernance manque de visibilité face à des questions complexes, cet aveuglement est démultiplié pour le régulateur.

3.

Les filières de contrôle des risques souffrent à la fois de manques de moyens et d'un rôle limité dans les prises de décision

Bien souvent les filières Risques et Déontologie sont considérées comme des centres de coûts et les budgets alloués à leurs projets dépendent directement de l'activité des lignes métiers auditées (considérées, elles, comme des centres de profits). Même si le sujet est très délicat, bon nombre de responsables de filières de contrôle avouent ne pas posséder les moyens budgétaires et humains requis pour la réalisation de projets pourtant nécessaires du point de vue de la gestion du risque. Il est essentiel que l'attribution des budgets de contrôle des Risques ou de Conformité soit plus encadrée, indépendante et décorrélée de la bonne volonté des lignes métiers. L'article 11- 10 du chapitre IV du règlement 97-02, qui indique que les moyens alloués à ces contrôles devront être suffisants de manière à assurer une couverture des risques appropriée, doit donc être appliqué. Il serait envisageable d'aller plus loin en imposant une enveloppe budgétaire qui serait fonction du chiffre d'affaires de la banque et directement allouée aux départements Déontologie et Risques. Le régulateur devra renforcer la réglementation en la matière et accroître sa vigilance sur ces points en contrôlant plus régulièrement et en sanctionnant plus lourdement les manquements constatés.

Une autre défaillance importante des systèmes actuels réside dans le faible rôle préventif joué par les filières de Contrôle, telles que la filière Risques ou bien la filière Déontologie. La place des responsables des risques ou de la déontologie dans les organes décisionnaires de l'établissement manque de formalisation. Trop souvent, leur légitimité est remise en cause pour certaines prises de décision. S'ils sont parfois consultés dans le cadre des comités nouveaux produits et/ou instruments, ils ne sont souvent pas conviés aux « Comités stratégiques » qui décident des orientations business, par exemple dans le cadre des plans d'investissements et d'expansion sur des nouveaux marchés. L'arrêté du 19 janvier 2010 impose la désignation d'un responsable des risques auprès de la commission bancaire (devenue depuis Autorité de Contrôle Prudentiel), directement rattaché l'organe exécutif et tenu d'alerter cet organe de toute situation susceptible d'avoir des répercussions sur la gestion des risques. L'impact de cette mesure est aujourd'hui encore théorique et devra être validé dans les faits.

4.

Les contrôleurs internes ou externes ne peuvent mesurer convenablement les risques avec les modes d'organisation actuels

Les auditeurs mandatés par l'inspection générale pour des missions d'audit interne pâtissent bien souvent d'un manque d'expérience. Les missions qui leur sont confiées nécessitent de connaître parfaitement le métier des différents services qu'ils auditent. Dans la pratique, cela relève de la gageure si l'auditeur n'est pas un ancien du service qu'il est chargé d'analyser et ne bénéficie pas d'une expérience opérationnelle. Aussi, ces missions d'audits aboutissent souvent à des recommandations générales sans analyse approfondie des failles des systèmes et organisations audités. La mobilité interne est ici clairement insuffisante. En effet, un ancien gestionnaire d'actif, trader ou employé de middle ou back office aurait en toute logique plus de chance de détecter les failles d'un système de passage d'ordre ou de process organisationnel, qu'un non initié recruté à la sortie d'une grande école.

S'agissant des auditeurs externes, leur travail repose largement sur une appréhension de la taille des entités juridiques du groupe et ne prend pas suffisamment en compte la spécificité de l'industrie bancaire. Ces auditeurs certifient les comptes par paliers de consolidation et, de manière générale, les compétences et les moyens mis en œuvre n'épousent pas le niveau de risques présents dans les filiales, mais la taille de celles-ci. Or, l'exposition aux produits toxiques est généralement logée dans une filiale étrangère, au demeurant de taille modeste à l'échelle du bilan de la banque... Dans ce contexte une équipe réduite composée majoritairement d'auditeurs juniors veille à la bonne comptabilisation des opérations et en ce sens ne couvre pas les risques. Cette situation est dysfonctionnelle : il est nécessaire que des critères de catégorisation plus élaborés et pertinents face à l'exposition aux risques soient établis et guident les choix d'audit. Le taux de contribution au résultat du groupe, à l'impôt du groupe, la localisation dans un pays à risques (offshore), l'ancienneté de l'entité dans le groupe... doivent être systématiquement des critères de pondération pour ces missions d'audit externe et les budgets alloués.

Il est enfin nécessaire de fluidifier et de favoriser la transparence des informations remontées par les auditeurs locaux. En effet pour des questions de comptabilisation, certains produits logés dans des entités lointaines, pouvant avoir des impacts significatifs sur le résultat du groupe, peuvent ne pas remonter au niveau consolidé. Pour des produits valorisés à leur valeur de marché, peu liquides ou dont la liquidité a été fortement réduite en période

de crise, le choix de la source de prix a pu constituer un enjeu majeur : le changement d'une méthode de valorisation d'un prix bid (prix à la vente des actifs en portefeuille) à mid (prix moyen entre le prix à l'achat et le prix à la vente de l'actif) dans la valorisation des comptes de la banque est susceptible, à lui seul, de faire bouger de plusieurs centaines de millions d'euros le résultat de la banque...

5.

Le contrôle des actionnaires et du marché n'a pas fonctionné

Le marché peut constituer un garde-fou naturel – quand il est correctement informé – des expositions et des risques des banques. C'est ce que l'on appelle la discipline de marché. La crise a montré que certains établissements avaient une connaissance à un instant t très limitée de l'ampleur et de la localisation des expositions les plus risquées. Certains établissements ont cherché à minimiser ces expositions et leurs conséquences aux yeux de leurs actionnaires. D'autres encore ont fait preuve de sélectivité dans leur communication et n'ont pas fourni l'information la plus pertinente. Dès lors, si en interne les expositions au risque sont, au mieux, mal connues et, au pire, occultées, il est vain d'espérer que le marché, c'est-à-dire les contreparties extérieures de la banque, puisse exercer un rôle disciplinant sur celle-ci. Par ailleurs, certaines règles de marché développées sous la forme de standards internationaux par des associations comme l'International Swaps and Derivatives Association, ont, dans la dernière décennie, directement abouti à majorer et concentrer les risques pris par les grands acteurs financiers, comme les règles dites de *close-out-netting*¹¹.

Face à de telles pratiques, des enquêtes sur la communication des établissements bancaires avant et pendant la crise ont d'ailleurs été ouvertes par l'Autorité des Marchés Financiers, mais devant l'ampleur de la crise, la question du sauvetage des banques a pu largement prévaloir sur les considérations de transparence et de juste communication des acteurs bancaires.

Face à une asymétrie d'information particulièrement criante en temps de crise, il revient aux investisseurs, notamment institutionnels, de jouer leur rôle et d'exercer pleinement leurs pouvoirs : si la complexité des structures ne favorise pas le contrôle actionnarial, les investisseurs pourraient peser plus sur les questions de rémunération, et surtout de nomination des dirigeants et des membres du conseil d'administration. Combien de fois les investisseurs institutionnels ont-ils sanctionné les organes dirigeants ?

La crise a révélé de manière criante les dysfonctionnements des gardes fous censés encadrer les activités bancaires. La recherche du profit à court terme a prévalu, sans que les

¹¹ Clauses contractuelles dérogatoires au droit de la faillite classique en vertu desquelles deux contreparties *nettent* leurs positions en cas de défaillance de l'une d'entre-elles, au détriment des autres créanciers, afin d'éviter qu'elles ne restent bloquées pour des montants très importants en face de la contrepartie défaillante.

contrepouvoirs internes ou externes ne soient réellement efficaces. La crise a également révélé les failles de la réglementation bancaire et des cadres normatifs qui doivent être revus en profondeur.

Proposition 1 : Renforcer les gardes fous censés encadrer les activités bancaires : que ce soient les contrôleurs internes ou externes, leurs moyens et leur rôle doivent être renforcés, les modes d'organisation revus et les informations plus transparentes. En l'absence de visibilité sur les risques pris au niveau micro-économique, il est illusoire d'envisager un régulateur disposant de capacités d'anticipation et de réaction adéquats en cas de crise.

PARTIE II

La nécessaire refonte des modes de régulation des institutions financières

Toutes ces questions de régulation, par essence techniques, justifient un processus d'élaboration long et progressif. Après avoir rappelé les travaux en cours, il semble nécessaire d'insister sur certains principes plus politiques : l'échec de l'autorégulation, la question centrale de la liquidité, la définition d'un cadre de résolution des faillites bancaires, ou bien l'option de taxation des banques. Nos propositions ont vocation à alimenter le débat en cours sur toutes ces questions, elles font notamment écho à la récente consultation lancée par la Commission européenne début janvier sur le futur cadre de résolution des faillites bancaires.

1.

Les travaux en cours

1.1. DE BALE 2 A BALE 3

Force est de constater que les travaux sur la réforme des normes prudentielles font l'objet de beaucoup de communication : le comité de Bâle a été chargé par le G20 de proposer un certain nombre d'améliorations des normes prudentielles sur les points suivants : augmenter le niveau général des fonds propres (en particulier sur les produits risqués et les activités hors bilan) ; améliorer la qualité du capital des banques; constituer des ressources en période de croissance dans lesquelles puiser en période de crise et donc « bâtir des coussins de sécurité plus solides dans le système financier » ; mieux mesurer l'effet de levier (y compris les opérations hors bilan) et décourager le levier excessif ; promouvoir une meilleure appréciation du risque de liquidité. Les propositions du comité de Bâle ont été exposées dans le document consultatif publié en décembre 2009 intitulé « strengthening the resilience of the banking sector » et communément qualifié de « Bâle 3 ». Les décisions effectives et le calendrier, exposés le 12 septembre 2010, ont été validés lors du G20 de Séoul en novembre. Ces mesures traduisent effectivement un relèvement des exigences en fonds propres relativement aux exigences réglementaires qui existaient précédemment. Ainsi, le niveau minimal de fonds propres constitués par les actions ordinaires est relevé de 2% à 4,5% de l'actif pondéré par les risques. Ces exigences minimales seront mises en place progressivement entre le 1^{er} janvier 2013 et le 1^{er} janvier 2015. Il est également prévu de constituer progressivement un volant de fonds propres dit « de conservation » visant à faire face aux périodes de difficultés économiques et financières. Plus précisément, si dans une période de difficulté financière le niveau de capitalisation de la banque s'effrite et que la banque puise dans ce volant de conservation, elle sera soumise dans ce cas à des restrictions en termes de distribution de dividendes et de bonus. Ces restrictions seront d'autant plus contraignantes que la banque se rapprochera du minimum requis de 4,5%. Ce volant de conservation sera introduit progressivement entre le 1^{er} janvier 2016 et fin 2018. A terme, les fonds propres de base atteindront donc 7%. Progressivement, la définition du capital va se durcir de manière à éliminer des titres hybrides que les banques comptabilisaient comme du capital. Le comité de Bâle a annoncé également un volant « contracyclique » constitué également principalement d'actions ordinaires et pouvant varier entre 0% et 2,5% qui viendra s'ajouter au volant « de conservation ». Les régulateurs nationaux seront juges du niveau de capital contracyclique à imposer à leurs banques en fonction des situations

conjoncturelles. La discrétion des régulateurs prévaudra donc sur cette composante du capital, ce qui évidemment laisse une « fenêtre » au lobbying des banques domestiques. Pour compléter ces mesures, le comité de Bâle a également prévu l'imposition d'un ratio de levier pur, c'est-à-dire non pondéré par les risques de 3%. Cela signifie que les actifs des banques (y compris le hors bilan) ne pourront pas dépasser 33 fois leur capital « tier 1 ». Un ratio de levier simple présente l'avantage d'être facile à mesurer, publiquement vérifiable et difficile à manipuler. Il agit indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibration et réduit donc le risque de « capture » du régulateur et d'arbitrage de régulation. Par ailleurs, une telle réglementation est en accord avec la logique macro-prudentielle, puisque la contrainte opère pendant la période d'euphorie financière en obligeant les banques soit à lever du capital soit à limiter la croissance de leur bilan. Bien sur, ces deux options sont coûteuses pour la banque en termes de profitabilité, mais cela est parfaitement justifié par le coût potentiel que fait peser un levier excessif à la collectivité et peut donc être interprété comme une taxe pigouvienne du type « pollueur – payeur » (internalisation de l'externalité négative). Un ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*) devrait être introduit le 1^{er} janvier 2015 qui obligera les banques à détenir un stock d'actifs liquides de grande qualité leur permettant de s'auto-suffire et de survivre à une période de stress sur la liquidité d'un mois. Le ratio de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*) deviendra quant à lui une norme en 2018. Ce dernier devrait promouvoir des profils de financement plus stables et ainsi réduire la vulnérabilité des banques aux chocs de liquidité et à une situation de resserrement du crédit interbancaire.

Proposition 2 : Renforcer la qualité du capital réglementaire avec une focalisation sur le capital dur.

Proposition 3 : Introduire un coussin de capital contra-cyclique (même si le caractère purement discrétionnaire et national des décisions en ce domaine affaiblit la portée de cette avancée).

Incontestablement ces mesures constituent un net progrès en matière de réglementation bancaire, mais pas une panacée. Il faut noter que le lobbying intense des banques a déjà eu pour effet d'alléger les contraintes telles qu'elles avaient été définies fin 2009¹² et explique largement le calendrier assez « long » de mise en place de ces mesures (l'horizon de 2019, pour une mise en œuvre totale de ces nouvelles normes, apparaît particulièrement lointain). Par ailleurs, les décisions du Comité de Bâle n'épuisent pas les chantiers à venir de la régulation financière et bancaire. En particulier, les nouvelles normes prudentielles se traduiront par des exigences en capital renforcées. Or, ce capital devra également être rémunéré, créant là une nouvelle incitation à des pratiques de marché à risque qui ne pourront être toute entières prévenues par des normes prudentielles.

¹² Ainsi, la définition du capital tier 1 très restrictive dans les propositions du Comité fin 2009 a été assouplie dès juillet 2010, les intérêts minoritaires d'un établissement dans une filiale bancaire pouvant continuer à être comptabilisés comme capital.

1.2. UN ECHEC DE L'AUTOREGULATION

La volonté de promouvoir une convergence maximale entre le capital économique et le capital réglementaire des banques (supposé constituer un dispositif d'incitation à la maîtrise des risques) a conduit à une évolution vers l'autorégulation. Or, le capital économique et le capital réglementaire diffèrent fortement dans leur logique. Le capital économique se réfère au niveau de capitalisation requis pour atteindre les objectifs de développement de la banque avec un niveau de protection contre les risques jugé suffisant par les actionnaires. Ceux-ci ayant une responsabilité limitée – ils ne peuvent perdre que ce qu'ils ont investi - ne sont pas responsables des dettes de la banque, ils peuvent donc avoir une incitation à une prise de risque excessive quand la banque est financièrement fragilisée. C'est ce que l'on appelle le pari pour la résurrection. Le capital économique répond donc à la logique de l'actionnaire notamment en matière de création de valeur. Le capital réglementaire vise quant à lui à protéger la banque contre les risques excessifs qu'elle prend afin d'éviter toute propagation à l'ensemble du système et protéger in fine les déposants. Le capital réglementaire relève donc d'une logique plus collective, le régulateur intégrant les externalités négatives sur le reste du système bancaire et financier de la défaillance d'une banque. Ce faisant, il ne peut y avoir convergence totale entre les deux approches du capital économique et du capital réglementaire car si la convergence va trop loin, cela contredit les fondements même de la réglementation prudentielle.

Cette autorégulation s'est imposée à partir de 1996, c'est-à-dire à partir du premier amendement au ratio Cooke validant la reconnaissance des modèles internes de contrôle des risques des banques pour la détermination de leur capital réglementaire pour couvrir le risque de marché. Ce choix d'une délégation de régulation à l'industrie régulée a été conforté par les accords de Bale 2, entrés en vigueur en 2007, qui constituent une extension de cette logique au risque de crédit. Il résulte d'un intense lobbying des banques et traduit une capture du régulateur par l'industrie régulée justifiée par la sophistication des instruments financiers et par la difficulté d'évaluation des risques associés. Ce lobbying a également conduit à faire accepter comme capital pour couvrir certains risques des titres de dette subordonnée avec pour conséquence une dégradation de la qualité du capital réglementaire.

L'ensemble de ces choix a été mis à mal avec la crise de 2007-08 qui a amplement montré l'incapacité de l'industrie bancaire et plus généralement financière à s'auto-réguler. Il est d'ailleurs symptomatique que les banques qui ont fait faillite ou qui ont réalisé les pertes les plus significatives n'étaient pas les plus mal armées au sens des ratios de Bâle 2¹³, achevant ainsi de démontrer l'incapacité du dispositif prudentiel à anticiper la solidité des banques et du système dans son ensemble.

¹³ Ainsi, Northern Rock, UBS ou Crédit Suisse étaient considérés comme très bien capitalisés au sens de Bâle 2

1.3. LA RECENTE PRISE EN COMPTE DE LA LIQUIDITE

(Cf. annexe 2 pour une définition de la liquidité)

Depuis la fin des années 1980, le niveau de fonds propres des banques est le pivot de la réglementation prudentielle et très peu d'attention a été apportée à d'autres types de notions, comme la liquidité. Ce choix se justifiait alors par la volonté de renforcer la solvabilité des banques et de protéger ainsi leurs créiteurs, au premier rang desquels les petits déposants. Un large consensus admettait ainsi que le déterminant clef du volant de capital règlementaire devait être le degré de risque des actifs portés par l'intermédiaire financier avec une évaluation très fruste de celui-ci sous Bâle 1 et plus sophistiquée sous Bâle 2. Implicitement, il était donc admis que les racines des problèmes d'insolvabilité des banques se logeaient uniquement du côté de l'actif, puisque les systèmes d'assurance dépôt protégeaient les banques des ruées bancaires. Insolvabilité et illiquidité étaient supposées très strictement distinctes.

Or, la crise financière de 2007-08 a montré que la frontière entre illiquidité et insolvabilité était très perméable dans les systèmes financiers contemporains. La perception d'une forte dégradation de la solvabilité et de la capacité d'emprunt des banques, associée à un fort risque de transformation (*maturity mismatch*), provoque un assèchement de la liquidité de marché. Comme cette défiance est perçue et affecte simultanément tous les acteurs, elle génère des ventes de détresse qui ne font qu'alimenter la chute des prix de marché. Avec les nouvelles règles comptables « mark to market »¹⁴, les changements dans les prix d'actifs sont immédiatement intégrés dans leurs comptes, réduisant ainsi la valeur nette de tous les intermédiaires financiers. En conséquence, en période de stress financier un assèchement de la liquidité de marché génère rapidement un affaiblissement de la base de capital des banques et intermédiaires financiers.

Il y a une interaction dynamique entre liquidité et solvabilité car si les participants au marché ont des doutes sur la solvabilité de leurs contreparties, ils rationnent leur accès au financement et créent ainsi les problèmes de solvabilité qu'ils redoutent. C'est une prophétie auto-réalisatrice du même type qu'une ruée de déposants. Il en résulte que les problèmes de solvabilité ne peuvent plus être considérés comme cantonnés à l'actif. Par conséquent, la réglementation de la solvabilité des établissements ne doit plus être pensée indépendamment d'une réglementation de leur liquidité.

Sur cette question de la liquidité, l'obligation de ressources stables est en discussion au sein du comité de Bâle avec l'introduction d'un ratio de liquidité (court terme et plus long terme, cf. supra). Cependant, les résistances sont très fortes du côté des banques et celles-ci ont déjà obtenu un report à 2018 de l'application du ratio de liquidité à long terme. Sur ce point, la question du calibrage est cruciale : tout en imposant de nouvelles contraintes, les

¹⁴ Mark to market : consiste à évaluer régulièrement, voire en permanence, une position sur la base de sa valeur observée sur le marché au moment de l'évaluation.

nouvelles normes ne devront pas pénaliser inutilement les établissements bancaires, dont l'une des fonctions premières reste la transformation de maturités (emprunter à court terme et prêter à long terme).

Proposition 4 : Imposer un levier simple et de ratios de liquidité. Mais nous considérons que ces avancées sont insuffisantes et doivent s'accompagner d'une réorientation des dispositifs prudentiels vers le macro-prudentiel.

2.

La définition d'un cadre de résolution des défaillances d'institutions financières systémiques est nécessaire

2.1. UNE INCOHERENCE TEMPORELLE DANS LA GESTION DES CRISES

La crise financière de 2007-08 illustre magistralement le problème d'incohérence temporelle auquel est confronté l'Etat dans la gestion des crises bancaires : ex-ante, il affirme qu'il ne renflouera plus les banques. Mais cet engagement manque de crédibilité en étant rompu ex-post, accroissant un peu plus les problèmes d'aléa moral dans le système et donc la prise de risque future.

En effet, un nombre conséquent d'institutions financières systémiques potentiellement insolvables a évité le défaut grâce à des soutiens financiers massifs des gouvernements. Aux Etats-Unis, on peut citer les cas de Bear Stearns, Fannie Mae et Freddie Mac, AIG, Citigroup, Bank of America etc. En Europe, ce fut le cas pour UBS, Crédit Suisse, Northern Rock, des banques islandaises et irlandaises.

L'un des grands paradoxes de cette crise financière est qu'elle a contribué à accroître encore un peu plus le problème du « too big to fail » via la consolidation du secteur financier induit par certaines modalités de gestion de la crise. C'est particulièrement frappant aux Etats-Unis. A titre illustratif, JP Morgan a acquis Bear Stearn et Washington Mutual avec l'aide du gouvernement et de la Fed, Bank of America a pris le contrôle de Countrywide et Merrill Lynch, Wells Fargo a acquis Wachovia etc.

Ainsi, rétrospectivement seules deux options ont été utilisées au cours de cette crise quand des institutions financières systémiques se sont révélées défaillantes :

- première option : le renflouement total des contreparties et créiteurs comme dans le cas d'AIG ou Bear Stearn ce qui peut prendre la forme soit d'un soutien massif direct du gouvernement soit d'un soutien à une institution tiers pour qu'elle acquière l'institution défaillante.

- seconde option : la faillite désordonnée comme dans le cas de Lehman Brothers

La première option, qui signifie que les contreparties et créanciers privés n'assument pas les risques pris, alimente dramatiquement l'aléa moral¹⁵ dans le système et obère de ce fait la stabilité financière future (on paie donc collectivement cette option de manière différée). La seconde option a eu les conséquences désastreuses que l'on sait avec la paralysie totale du marché monétaire mondial et, dans ce cas de figure, la collectivité paie comptant.

Une leçon essentielle doit donc être tirée de ce constat : la régulation financière doit être structurée de manière à minimiser ce problème d'incohérence temporelle. Cela suppose des modifications profondes du cadre de résolution des défaillances d'institutions financières systémiques.

Proposition 5: Invalider l'argument « too big to fail » pour les institutions financières

Proposition 6 : Amener les actionnaires et créanciers des institutions systémiques à assumer la plus grande part des risques qu'ils prennent et ne pas transférer cette charge à la collectivité.

Consciente de ces difficultés, la Commission européenne a lancé une consultation début janvier visant à définir un futur cadre de résolution des faillites bancaires permettant de réduire l'aléa moral et limiter l'incohérence temporelle qui affecte les actions de l'Etat dans la gestion des crises. Parallèlement les positions françaises ont été définies dans le rapport J.F. Lepetit – T Dissaux « Prévention, traitement et résolution des crises bancaires » remis à Christine Lagarde le 10 février 2011. Ce rapport exprime une certaine réserve à l'égard des *living wills* (testament bancaires) tout en soutenant l'idée de création de nouveaux instruments juridiques dont il faut doter l'autorité de résolution afin de permettre en cas de nécessité le démantèlement de l'établissement défaillant. Nous défendons au contraire l'idée que les deux dispositifs sont complémentaires et se valorisent mutuellement. Rééquilibrer le « contrat » entre l'Etat et l'industrie bancaire en cas de crise systémique et donc redonner des marges de manœuvre à l'autorité publique dans sa gestion des crises passe par l'adoption de deux innovations juridiques complémentaires : d'une part, la création d'un régime légal spécifique encadrant la résolution de la défaillance des institutions financières systémiques hors du cadre judiciaire, et d'autre part, l'imposition de *living wills* (testaments bancaires) aux institutions financières systémiques.

¹⁵ L'aléa moral renvoie au comportement d'un agent qui, parce qu'il est assuré contre un sinistre, va prendre moins de précautions pour l'éviter, ce qui augmente la probabilité d'occurrence de celui-ci

2.2. CREATION D'UN REGIME LEGAL SPECIFIQUE, LES PREMIERES AVANCEES

Si la faillite de Lehman Brothers a été si déstabilisatrice, c'est que les Etats-Unis ne disposaient pas d'un cadre juridique approprié et que Lehman s'est mis sous la protection du chapitre 11 du code général des faillites. Le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act adopté aux Etats-Unis en juillet 2010 pallie cette carence en soumettant les institutions financières (ainsi que certaines institutions non-financières) dont les activités sont susceptibles de générer un risque systémique à une nouvelle procédure de résolution et/ou liquidation. Ces institutions, qui devront être identifiées par une nouvelle autorité de surveillance, le Financial Stability Oversight Council (le « FSOC »), ne seront pas soumises à la procédure de faillite ordinaire et ne pourront donc pas recourir au fameux chapitre 11, mais pourront être recapitalisées ou liquidées sous les auspices de l'autorité en charge du système public de garantie des dépôts, la Federal Deposit Insurance Corporation (la « FDIC »). Une telle procédure sera financée par un fonds géré par la FDIC et alimenté par les institutions financières bénéficiant de la garantie des dépôts. Les contributions financières à ce fonds seront déterminées en fonction d'une mesure du caractère systémique des institutions et seront censées refléter le risque généré par les activités de chaque institution et donc le coût potentiel qu'elles font peser sur la collectivité en cas de défaillance. D'autres pays ont avancé dans ce domaine mais de manière moins ambitieuse. Ainsi le Royaume Uni, suite à la gestion calamiteuse de la défaillance de Northern Rock, a adopté un régime spécial s'appliquant aux défaillances bancaires (Banking Act 2009), fournissant aux autorités (FSA, Trésor et banque d'Angleterre) les instruments juridiques pour une résolution ordonnée et donc moins coûteuse pour le contribuable de la défaillance des banques. Mais cette réforme ne s'applique qu'aux banques et non à toutes les institutions financières systémiques, contrairement au projet américain qui se propose d'accorder au FDIC une autorité de résolution incluant la possibilité d'agir comme administrateur voire liquidateur sur toutes les institutions financières systématiquement importantes (le FDIC a déjà ce pouvoir sur les banques commerciales et les caisses d'épargne).

L'idée sous-jacente à cette proposition est que le régulateur ait les moyens légaux d'intervenir précocement et de manière coercitive sur les institutions financières en difficulté et qu'il puisse engager une procédure de résolution, liquidation et/ou de réorganisation en préservant les fonctions vitales pour les intermédiaires financiers (gestion des dépôts et octroi des crédits aux agents qui n'ont pas d'autres sources de financements). En clair, il faut que le renflouement des banques systémiques ne soit pas la seule option s'imposant aux pouvoirs publics, que toutes les institutions puissent faire faillite mais pas les fonctions essentielles assumées par ces institutions.

2.3. LA QUESTION DES LIVING WILLS

Les *living wills* (testaments bancaires) devraient contribuer à rendre opérationnelle cette lutte contre le syndrome du « too big to fail ».

Les *living wills* feraient obligation aux institutions financières systémiques de fournir au régulateur un plan détaillé de rétablissement et de résolution de leur propre défaillance c'est-à-dire un ensemble d'informations précises expliquant comment l'institution peut être légalement démantelée. Ils devraient décrire les principales étapes requises pour résoudre la défaillance de l'institution et souligner les difficultés pouvant potentiellement ralentir le processus. Ces testaments bancaires devraient donc fournir une évaluation des délais requis pour la résolution ainsi que différents scénarios de stress associés chacun à des procédures de résolution spécifiques, c'est à dire à des plans contingents de résolution.

L'objectif de ces *living wills* serait donc de mettre en place ex-ante les conditions devant permettre d'activer un large éventail d'options de résolutions autre que le simple renflouement total de la banque ou sa liquidation. Ils pourraient également constituer une base de résolution des défaillances bancaires trans-frontières en fournissant des clefs de partage des pertes. Bien évidemment ces testaments bancaires resteront confidentiels. Etonnamment, parmi les réserves exprimées par le rapport Lepetit-Dissaux à l'égard des *living wills*, la question du partage de l'information et des pouvoirs entre les superviseurs du pays de la maison mère et les superviseurs des pays d'accueil apparaît comme problématique. Une telle réserve est surprenante alors même qu'un des arguments essentiels qui a prévalu à l'adoption d'une nouvelle architecture prudentielle européenne, sur le modèle proposé par le rapport De Larosière, était précisément de faciliter ces partages d'information et de plus clairement répartir les pouvoirs entre les régulateurs pour superviser les groupes transfrontières. D'évidence, les résistances nationales – en particulier françaises – à la mise en place d'un niveau proprement européen de régulation bancaire persistent. Tout aussi étonnant, dans la présentation générale du rapport, l'un des arguments avancés à l'encontre des *living wills* est qu'ils pourraient constituer un levier pour modifier la structuration des groupes transfrontières. Or, il s'agit précisément d'un des arguments majeurs en leur faveur. En effet, ils devraient permettre aux régulateurs d'imposer une simplification des structures légales des banques. Ce dernier point est tout à fait essentiel car les structurations opaques et complexes des groupes financiers répondent généralement à des objectifs d'arbitrage fiscaux et de réglementation et rendent très difficiles les démantèlements ordonnés. C'est d'ailleurs le constat de la difficulté et des délais de résolution de la liquidation de Lehman Brothers qui a lancé le débat sur les testaments bancaires. D'évidence, les réticences du rapport Lepetit-Dissaux vis-à-vis des *living wills* traduisent celles des banques de la place. Il est tout à fait symptomatique que la fiche consacrée à ce thème soit de très loin la plus limitée tant en taille (une demi page) qu'en termes d'argumentaire.

2.4. UN CADRE LEGAL DE RESOLUTION DES DEFAILLANCES BANCAIRES AUJOURD'HUI CLAIREMENT INADAPTE

Dans la plupart des pays, le groupe des institutions financières systémiques coïncide avec celui des établissements transfrontières. Actuellement, la directive sur la réorganisation et la liquidation des établissements de crédit, qui vise à traiter la dimension transfrontière des réorganisations et des faillites bancaires dans l'Union européenne, est tout à fait insuffisante pour répondre à l'objectif d'une gestion ordonnée des défaillances de groupes financiers systémiques dans l'Union. En effet, son champ d'application se limite aux établissements de crédit au sens strict et son objectif est simplement d'allouer les pouvoirs en matière de résolution des faillites bancaires dans le cas de banques paneuropéennes en se conformant au principe du passeport unique. Ainsi, si une banque est en situation d'insolvabilité, la procédure de résolution et de faillite relève de la compétence du pays d'origine, en vertu du principe de reconnaissance mutuelle celle-ci doit être reconnue et appliquée dans tous les Etats membres où la banque a des succursales ou des actifs. Les pays d'accueil n'ont aucun choix: ils doivent reconnaître et mettre en œuvre la procédure conformément à la loi du pays d'origine même si celle-ci diffère de leur loi nationale. Aucune procédure secondaire n'est autorisée. Cette directive ne se prononce pas sur la forme légale de résolution des faillites bancaires (administrative ou judiciaire) à privilégier au niveau national dans l'Union. De plus, elle implique une différence de traitement des filiales et des succursales porteuse de conflits d'intérêt entre Etats membres en cas de défaillance. Les succursales ne sont pas traitées comme des entités légales indépendantes mais sont au contraire considérées comme faisant partie intégrante de la maison mère et, à ce titre, soumises aux procédures de résolution et de faillite du pays d'origine. Les filiales sont assujetties à la supervision et à la législation sur les faillites bancaires du pays où elles sont installées. Ces différences de traitement entre filiales et succursales créent un cadre prudentiel propice aux arbitrages de régulation prudentielle et à l'aléa moral d'équipe entre superviseurs nationaux.

La crise a montré que lorsque ces institutions sont sauvées, le renflouement pèse sur les contribuables du pays de la maison mère sans contribution des pays d'accueil qui pourtant bénéficient de l'absence de contagion et d'externalités négatives du fait du soutien public dont bénéficie l'institution secourue. Pour paraphraser Mervyn King, gouverneur de la banque d'Angleterre s'exprimant à propos de la faillite de Lehman Brothers, « les banques internationales sont globales en vie mais nationales dans la mort ». Si l'on impose des *living wills* aux institutions systémiques, ceux-ci devraient inclure des propositions de partage des pertes entre les pays impliqués dans le plan de résolution. Ce point n'est absolument pas évoqué dans le rapport Lepetit-Dissaux.

Proposition 7 : Instaurer un dispositif légal qui se décompose en deux volets : des « testaments » (« living wills ») pour toutes les institutions systémiques et un cadre légal de résolution des défaillances bancaires conférant aux régulateurs une gamme diversifiée d'options de résolution qui préservent la stabilité financière mais pas nécessairement l'intégrité des groupes financiers.

Proposition 8 : Amener les institutions systémiques à fournir aux régulateurs par ces « testaments » un plan détaillé de résolution de leur propre défaillance, c'est-à-dire des informations très précises sur comment les démanteler légalement.

Proposition 9 : Accompagner ces testaments du pouvoir pour le régulateur d'imposer des simplifications de la structure légale des groupes financiers et constituer une base de résolution des groupes transfrontières notamment en matière de partage des pertes.

2.5. QUELQUES PRINCIPES DE BASE POUR UN NOUVEAU CADRE DE RESOLUTION DES DEFAILLANCES BANCAIRES

Les testaments bancaires sont une mesure complémentaire à la création d'un nouveau régime des faillites donnant aux autorités publiques (gouvernement, régulateur et banque centrale) le pouvoir d'administration, de restructuration et de liquidation de l'institution financière défaillante, ce qui permettrait de réduire le coût fiscal des défaillances. Ces procédures administratives de résolution doivent doter les autorités publiques compétentes d'instruments légaux ayant en commun d'imposer des pertes aux actionnaires et aux créanciers juniors c'est-à-dire à ceux qui contractuellement doivent absorber les pertes et de réduire les délais de résolution. Ainsi, les autorités publiques devraient pouvoir vendre et transférer des actifs et engagements de l'institution défaillante à une autre institution financière ou à une banque relais (bridge bank) qu'elles auraient le pouvoir de créer dans le but de préserver les fonctions systémiques. Cela signifie notamment qu'elles auraient le pouvoir de suspension temporaire des droits contractuels de résiliation et de compensation qui s'appliquent à certains contrats financiers comme les contrats à terme, les options et certains contrats sur dérivés, et qui sont des exceptions aux procédures de faillites normales. De tels pouvoirs permettraient de réduire l'instabilité créée par la résiliation ou la compensation quand les marchés sont déjà instables en transférant ces contrats vers une contrepartie plus stable. En cas de création d'une institution relais publique, l'Etat, en devenant contrepartie de toutes les transactions, pourrait dans un processus ordonné décider quelle créance doit être soumise à une décote et le montant de la décote (*haircut*). Le pouvoir d'administration implique également la possibilité de renégocier ou répudier les contrats y compris avec le top management de l'institution et contracter avec une nouvelle équipe dirigeante. Aucune des décisions prises dans ce nouveau cadre ne doit être soumise à l'approbation des créanciers et autres parties prenantes de l'institution défaillante, comme cela peut être le cas pour le cadre « classique » de résolution des défaillances de sociétés. Ce

nouveau dispositif viserait donc à faciliter un démantèlement ordonné des institutions financières systémiques tout en protégeant les intérêts des contribuables.

Un argument parfois avancé contre ce type de dispositif est que les pertes potentielles qu'assumeraient ainsi les créanciers non assurés réduiraient considérablement les capacités des institutions financières systémiques à lever des capitaux sur les marchés et par ricochet paralyseraient le marché du crédit. Cet argument signifie que dans le nouveau modèle d'intermédiation de ces institutions systémiques qui les rend très dépendantes des financements de marché, elles ne peuvent pas se financer sans la garantie implicite de l'Etat. Si tel est le cas, autant aller jusqu'au bout de la logique et socialiser le système financier. En effet, il n'est pas viable et soutenable qu'un système financier ne puisse fonctionner qu'avec une privatisation des gains et une socialisation des pertes. Les détenteurs d'obligations quand celles-ci ne sont pas émises par une société financière subissent des pertes quand les sociétés émettrices sont en liquidation. On ne voit pas très bien au nom de quel argument légitime, les investisseurs en obligations émises par des intermédiaires financiers seraient miraculeusement préservés de toutes pertes pour les risques pris.

Si la création d'un tel cadre de résolutions des faillites bancaires apparaît encore théorique aujourd'hui et fera face à de nombreux obstacles, notamment juridiques, c'est bien en se dotant de tels moyens que la puissance publique pourra protéger l'intérêt des contribuables tout en réduisant le montant des pertes qui seraient à sa charge.

Proposition 10 : Contribuer à limiter les incitations à la prise de risque en définissant le nouveau cadre de résolution de la défaillance des institutions systémiques et en rendant crédible la défaillance et/ou le démantèlement des banques.

2.6. LE CAPITAL CONTINGENT : UNE OPTION POUR REACTIVER LA DISCIPLINE DE MARCHE ET ECONOMISER DES FONDS PUBLICS

Enfin, parmi les propositions actuellement en débat qui conforteraient ce dispositif, il y en a une particulièrement intéressante car susceptible de réactiver une discipline de marché totalement anéantie par les renflouements publics systématiques, c'est l'idée d'une recapitalisation automatique et forcée de ces institutions systémiques via la création d'un type de dette hybride incluant une clause de conversion automatique en action dès lors qu'un seuil de risque serait atteint. Ces titres sont maintenant usuellement désignés par le terme de « cocos » pour « contingent convertible bonds ». Cette proposition a les faveurs du Sénat et de la Chambre des représentants aux Etats-Unis. Elle est également étudiée au Royaume Uni. Ainsi, la Lloyds, désormais nationalisée a émis du capital contingent en 2009, dans le cadre d'une opération de levée de fonds propres. Le Crédit Suisse a annoncé le 14 février 2011 une émission de 6 milliards de francs suisse en « cocos » avec un seuil déclencheur déterminé par le franchissement de la barre de 7% du ratio de fonds propres

durs¹⁶. La question du ou des seuils de déclenchements de cette conversion est évidemment cruciale.

L'activation de la discipline de marché via le capital contingent nécessite d'imposer une règle d'émission de ces titres hybrides. Le *spread* de rendement entre ces titres hybrides et les obligations seniors deviendrait un indicateur généré par le marché du risque de contrepartie et pourrait devenir un indicateur d'alerte du risque de conversion en actions. Un tel dispositif permettrait une recapitalisation automatique sans coût pour les contribuables, avec des perturbations minimales sur l'activité de la banque. Les coûts seraient supportés par les investisseurs de la banque. Allégée d'une dette excessive la banque pourrait lever plus facilement du capital additionnel, en cas de besoin. Le groupe de travail « Squam Lake » sur la régulation financière propose une autre règle de déclenchement de la conversion de ces dettes hybrides en actions reposant sur un double critère : une déclaration des régulateurs indiquant que le système financier souffre d'une crise systémique et la violation par la banque d'un engagement du contrat de dette hybride. Cette option de conversion serait donc limitée aux périodes de crises systémiques de sorte que cette dette hybride offrirait les mêmes avantages pour la banque que la dette ordinaire hormis dans les situations extrêmes.

Proposition 11 : Accompagner ces deux dispositifs d'une réactivation de la discipline de marché via l'imposition de règles d'émission de capital contingent c'est-à-dire de titres de dettes hybrides convertibles en actions en cas de fragilisation financière des institutions financières.

2.7. L'OPTION DE TAXATION DES BANQUES COMME DISPOSITION COMPLEMENTAIRE AUX PLANS DE RESOLUTION DES DEFAILLANCES BANCAIRES

Le FMI, dans un rapport intérimaire pour le G20 du mois d'avril 2010 intitulé « A fair and substantial contribution by the financial sector », souligne que le coût fiscal moyen du soutien direct au secteur financier au cours de la crise est évalué à 2,7% du PIB pour les pays avancés du G20 mais que pour les pays les plus affectés les coûts non recouverts sont de l'ordre de 4 à 5 % du PIB. Les sommes engagées incluant les garanties et autres engagements contingents ont représenté en moyenne 25% du PIB durant la crise. Par ailleurs, la dette des gouvernements des pays avancés du G20 devrait s'accroître de près de 40 points de pourcentage du PIB en moyenne durant la période 2008-2015, ce qui évidemment reflète les effets économiques de la crise et de sa gestion (stabilisateurs automatiques, aides directes au secteur financier, soutien à la demande, accroissement des dépenses sociales etc.)

¹⁶ A noté que UBS et Crédit Suisse sur décision du régulateur helvétique doivent se conformer à des exigences de fonds propres renforcées par rapport à Bâle 3 avec des fonds propres durs sur actifs pondérés par les risques de 10% contre 7% imposés par le comité de Bâle. Le différentiel pouvant être couvert par du capital contingent.

Sur la base de ce constat, de nombreuses propositions plaident pour une taxation des banques et plus généralement du secteur financier afin notamment de recouvrir en partie le coût fiscal de cette crise et, surtout, afin d'abonder un dispositif permettant de minimiser le coût des crises à venir pour le contribuable.

La FMI, dans ce rapport, propose deux types de prélèvement sur le secteur financier répondant à deux objectifs distincts :

- Une « contribution à la stabilité financière » liée à un mécanisme crédible et efficace de résolution des banques en difficulté. L'idée ici serait de taxer les institutions financières pour les coûts fiscaux des soutiens futurs des pouvoirs publics au secteur financier. Ce faisant, cette ressource pourrait être accumulée dans un Fonds de résolution des institutions financières en difficulté. Les contributions individuelles des institutions pourraient être ajustées sur leur contribution au risque systémique et aux variations du risque global au cours du cycle. Ce type de solution fait partie des pistes de réflexion actuellement poursuivies par le comité de Bâle dans le cadre de ses travaux sur le renforcement des régimes de résolution des défaillances bancaires
- Une « taxe sur les activités financières » prélevée sur les profits et rémunérations des institutions financières et alimentant le budget.

Nous souscrivons à cette orientation fiscale complémentaire à la réglementation macro-prudentielle. En effet, les institutions financières ont de fortes incitations à devenir « too big to fail » et donc à faire peser sur la collectivité le coût de leur éventuelle défaillance et non sur les créiteurs non assurés. Ce faisant, les institutions systémiques paient des primes de risques plus faibles, autrement dit le coût de leur financement est directement lié à l'évaluation par le marché de leur caractère systémique. Cet état de fait est d'ailleurs entériné par les dispositifs de notation qui distinguent les « stand alone » ratings des notations prenant en compte les garanties publiques implicites. Cet accès moins onéreux et plus aisés aux financements de marché dope le levier et ce faisant le ROE de la banque. La taxation des établissements en fonction de leur potentiel systémique vise donc à responsabiliser les banques et doit s'interpréter comme une internalisation des externalités négatives qu'elles imposent à la collectivité. La logique est donc celle du pollueur payeur et cette taxation est finalement assimilable à un instrument macro-prudentiel.

Idéalement la base de cette taxation devrait être le degré de dépendance aux financements de marché souvent instables. En effet, la régulation du capital des banques est calibrée en fonction des risques portés à l'actif : taxer les banques sur le passif non assuré et donc massivement sur les financements de marché de court terme serait une mesure complémentaire à la réglementation de la solvabilité des banques et une réponse à l'interdépendance croissante que nous avons soulignée entre insolvabilité et illiquidité des banques. L'un des avantages majeurs de ce nouvel instrument de stabilité financière qui peut être analysé comme un substitut à une réglementation sur la liquidité des établissements est qu'il peut être mis en œuvre et ajusté au cours du cycle sans délai contrairement au ratio de solvabilité. Par ailleurs, cette taxation du passif non assuré répond à la critique de l'auto-régulation.

PARTIE III

Vers une régulation du *shadow banking*

1.

L'exemple des *hedge funds*

1.1. DEFINITION

Durant les deux dernières décennies, la figure émergente de ce secteur financier « fantôme » a été celle des *hedge funds*. Bien qu'ils occupent aujourd'hui une place importante dans l'espace médiatique et dans les représentations collectives, les *hedge funds* restent encore mal connus. Il n'existe pas de définition réglementaire d'un *hedge fund*, son principe de base est d'investir sur les marchés financiers des sommes collectées auprès d'une clientèle d'investisseurs, avec l'objectif de maximiser les profits liés à ces investissements. Créature multiforme produite par la pratique financière, il se caractérise par une enveloppe juridique souple, mettant en œuvre des stratégies d'investissement variées mais présentant quelques caractéristiques communes : fortes activités de trading (achat, vente, prise ou débouclage de position, achat ou vente à découvert), effets de levier important, grande opacité quand aux méthodes de gestion, aux rendements et aux rémunérations. Leur rémunération est généralement calculée comme un pourcentage important des gains d'investissement (avec un système de plancher évitant généralement aux gérants de ces fonds de subir trop fortement les baisses de rendement). Ces fonds d'investissement peuvent également imposer à leurs clients investisseurs des périodes de « sûretés » durant lesquelles ces derniers ne peuvent retirer leurs placements. Le mode de fonctionnement de ces *hedge funds* se distingue de celui des fonds de pensions ou des fonds d'épargne collective, dont la vocation est de placer, en principe de manière plus sécurisée, les fonds provenant des systèmes de retraite ou de santé ou l'épargne collectée auprès du grand public.

1.2. LES HEDGE FUNDS ET LE RISQUE SYSTEMIQUE

Bien qu'échappant largement à toute véritable surveillance prudentielle, l'impact systémique des *hedge funds* est manifeste :

- Les *hedge funds* ont connu un développement exceptionnel du début des années 2000 jusqu'à la crise financière qui a éclaté à l'été 2007, Celle-ci a mis un coup d'arrêt brutal mais temporaire à leur expansion. Ainsi, les actifs sous gestion sont passés de 490 milliards de dollars en 2000 à un maximum de 1 868 milliards de dollars fin 2007 puis ils reculent à 1 407 fin 2008 puis de nouveau à 1331 milliards de dollars fin mars 2009. Toutefois d'après les chiffres les plus récents, cette tendance s'est inversée avec des encours s'élevant à 1667 milliards de dollars au 1^{er} semestre 2010¹⁷. Le nombre de *hedge funds* connaît le même profil : d'environ 3 800 en 2000 il passe à 10 096 en 2007 puis décroît continuellement pour atteindre 8 860 fin 2009 (HFR Research 2009)..

- Les *hedge funds* sont générateurs de risques systémiques. L'un de ces risques provient de l'utilisation de l'un des outils de base d'un *hedge fund*, l'effet de levier. La technique de l'effet de levier consiste à financer une partie des investissements par l'endettement. Si les investissements sont pertinents, les rendements (par rapport au capital utilisé) sont ainsi décuplés. En d'autres termes, l'effet de levier joue positivement si le taux de rentabilité économique est supérieur au coût de la dette. Dans le cas contraire, non seulement les investisseurs peuvent perdre leur mise mais le fonds pourrait ne pas être en position de rembourser sa dette. De plus, un retournement des marchés financiers implique parfois de devoir liquider rapidement les positions prises, alors qu'elles peuvent être non-liquides (du fait d'une situation bloquée du marché ou de positions dont le débouclage est à un terme plus éloigné). Dans ce cas, le *hedge fund* se trouve structurellement dans une position de crise de liquidité et de défaut, puisqu'il ne bénéficie généralement d'aucune marge financière d'auto-ajustement. L'échec d'un *hedge fund* peut donc entraîner sa faillite, mais il implique surtout des pertes pour l'ensemble de ses créanciers, qu'ils aient ou non financé l'investissement ayant généré la perte initiale.

D'une manière plus générale, les stratégies d'investissement des *hedge funds* entraînent des expositions à des risques extrêmes, réalisables dans des hypothèses de conditions de marchés peu lisibles pour les tiers, et donc avec des conséquences souvent peu prévisibles en cas de réalisation de ces risques. De plus, on constate un phénomène dit de « meute mimétique » par lequel les *hedge funds*, et parfois d'autres types d'investisseurs, prennent des mêmes positions, de manière simultanée et dans des proportions importantes. Cela peut conduire à la constitution de bulles spéculatives ou des baisses « paniques », sur la base d'anticipations spéculatives d'une catégorie d'investisseurs et sans que des données économiques ou financières justifient ces mouvements sur les marchés. Ces comportements d'investissement créent ou amplifient les risques d'instabilité des marchés financiers et si les

¹⁷ Sandra Rigot Cotellon (2010) Stratégies et gouvernance des Fonds de pension, Thèse de doctorat soutenue le 13 décembre 2010.

hedge funds n'ont pas le monopole de ce type de comportement, ils en sont souvent l'archétype ou les précurseurs.

De manière plus perverse, on peut également s'interroger sur la motivation de certains *hedge funds* à l'égard de l'instabilité financière. En effet, si l'instabilité financière nuit en général au développement économique, elle entretient une volatilité des marchés qui permet aux *hedge funds* de réaliser des profits. Se demander « à qui profite le crime » conduit à mettre en cause de façon quasi-systématique certaines catégories de *hedge funds* dans les derniers épisodes de la crise financière (sub-prime ou crise des finances publiques grecques).

Les *hedge funds* amplifient et transmettent les risques aux autres acteurs financiers, contribuant ainsi à l'accroissement général des risques systémiques. L'une des premières causes de cette transmission réside dans les forts liens développés entre les *hedge funds* et les banques d'investissements. Ces dernières ont notamment mis en place des services de *prime brokerage*, par lesquels elles réalisent un ensemble de prestations techniques (dépositaire, transmission ou exécution d'ordres, ...) ou de financement (notamment des effets de levier). Ces services de *prime brokerage* représentent donc pour les banques concernées des risques de contrepartie sur les *hedge funds*. Ces risques sont d'autant plus importants que ce secteur est depuis longtemps très concentré au profit de quelques établissements (avant la crise financière, Morgan Stanley, Goldman Sachs et Bear Stearns représentaient près de 50 % des parts de marché dans ce domaine¹⁸). On peut dire que les difficultés ou la défaillance de *hedge funds* sont à la fois une des causes et l'une des conséquences de la faillite de Lehman Brothers. A l'inverse, un seul *hedge fund* de taille importante ou un groupe de *hedge funds* ayant la même stratégie représente une exposition importante, voire létale, pour certains établissements de crédit, comme l'ont illustré les défaillances de fonds comme LTCM ou Carlyle Capital.

Si l'on ajoute à ce phénomène de *prime brokerage* le fait que nombreux *hedge funds* ont été créés et gérés par des banques d'investissement, que certaines banques d'investissement sont des investisseurs directs importants de certains fonds et qu'il existe entre les différents acteurs financiers une communauté sociologique forte (induisant des pratiques mimétiques ou parallèles), on trouve dans ces liens entre les banques d'investissements et les *hedge funds* l'un des importants ressorts de transmission des risques systémiques.

Enfin, les *hedge funds* peuvent également contribuer de manière systémique à l'accélération de la dépression de certains marchés ou à l'extension de cette dépression à d'autres marchés financiers, selon le mécanisme suivant (valable d'ailleurs pour de nombreuses activités en finance de marché) : en cas de chute de certains marchés, et afin de limiter leurs expositions, les *prime brokers* demandent aux fonds de garantir ces expositions (mécanisme d'appels de marge) ; pour répondre à ces appels de marge, les fonds sont contraints de vendre par anticipation certains de leurs actifs en portefeuille, ce qui peut contribuer à de nouvelles baisses sur les marchés concernés. Ces baisses peuvent entraîner de nouveaux appels de

¹⁸ Source : McKinsey Global Analysis Institute, "The new power brokers : how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets"

marge, créant un cercle vicieux se terminant souvent par la défaillance des *hedge funds* et/ou des *prime brokers* impliqués. Ce faisant, c'est l'ensemble des investisseurs sur les marchés qui peuvent, selon des proportions variables selon l'importance des *hedge funds* sur les marchés concernés, pâtir de ce système. C'est précisément ces mécanismes qui ont contribué à la chute des marchés des crédits immobiliers et des titres de refinancements en 2007 et 2008.

1.3. UNE ABSENCE TOTALE DE REGULATION DIRECTE

Le volume d'affaires et l'importance de la contribution des *hedge funds* aux risques systémiques rendent dès lors pour le moins paradoxale la quasi-absence de régulation de leurs activités. En effet, cette régulation consiste principalement en une surveillance prudentielle indirecte. Celle-ci s'exerce principalement à travers la régulation prudentielle de leurs contreparties (*prime brokers*, dépositaires, investisseurs, ...). Cependant, en dehors de cette régulation indirecte, un consensus a longtemps existé pour juger inutile ou nuisible la mise en place d'une régulation plus complète des *hedge funds*. Cette complaisance était fondée sur le fait que les investisseurs trouvaient dans les *hedge funds* une source de rendement important dans des secteurs d'investissement parfois difficilement accessibles directement (pour des raisons réglementaires ou de compétences des investisseurs) ainsi que sur une série de présupposés dont la plupart étaient ou sont devenus faux : faible volume du secteur des *hedge funds*, investisseurs privés connaissant et acceptant les risques encourus, mythe des bienfaits de l'innovation financière, mythe de la contribution des *hedge funds* à la diffusion d'une information sur un marché financier sur lequel doit régner une concurrence pure et parfaite... Ces arguments, pour autant qu'ils aient un jour pleinement justifiés la quasi-absence de régulation, ont presque tous été contredits dans la pratique. Ainsi, depuis le début des années 2000, les investisseurs institutionnels (fonds de pensions, compagnies d'assurances, institutions financières), à la recherche de rendements plus élevés, sont peu à peu devenus les clients principaux des *hedge funds*¹⁹, remplaçant dans ce palmarès les fortunes privées. Dès lors que les investisseurs institutionnels placent une partie de l'épargne publique dans ce type de véhicule, l'absence de régulation dont ils bénéficiaient du fait de leur non implication dans la gestion de l'épargne des ménages disparaît.

¹⁹ D'après Thomson Financial, en 2005, 61% des investisseurs en *hedge funds* sont des investisseurs institutionnels et 18% des banques.

2.

Quelques propositions en faveur d'une régulation du *shadow banking*

Proposition 12 : Etendre la régulation financière à l'ensemble des acteurs intervenant sur les marchés financiers et gérant l'épargne publique. La titrisation, technique de refinancement permettant de transformer en titres négociables des risques ou des actifs, fait par exemple l'objet d'une série d'initiative tendant à renforcer la transparence quant aux actifs sous-jacents des titres émis et à aligner les intérêts des émetteurs et des investisseurs (par exemple, en imposant aux émetteurs ou aux groupes sponsors de conserver un pourcentage minimum des émissions à leur bilan).

Proposition 13 : Promouvoir des règles de transparence, plutôt que le maintien de l'opacité existante sur les marchés financiers, en particulier dans la gestion des *hedge funds*.

2.1 UNE REGULATION PRUDENTIELLE DES HEDGE FUNDS

De la même manière, l'activité des *hedge funds* fait l'objet de multiples initiatives, visant à mieux contrôler les risques, sans étouffer le dynamisme de ce secteur. Depuis la réunion du G20 de Londres (avril 2009), le principe de l'assujettissement des *hedge funds* à une supervision financière a été affirmé. En Europe comme aux Etats-Unis, les principes de cette régulation reposent sur l'enregistrement des gérants de *hedge funds* (préalable logique à l'application efficace de toute réglementation), la diffusion d'information aux régulateurs, aux investisseurs et/ou au marché, et la mise en place de règles prudentielles (limitation des effets de levier, capital minimum, ...). Aux Etats-Unis, le plan Volker de janvier 2010 est même allé jusqu'à interdire, dans certaines conditions, aux banques d'investissement de détenir, de sponsoriser ou d'investir dans des *hedge funds*.

Au sein de l'Union Européenne, la directive AIFM (pour "Alternative Investment Funds Managers") doit encadrer l'activité des *hedge funds*. Un premier projet d'avril 2009 prévoyait une série de règles d'encadrement de l'activité des fonds et a fait l'objet de nombreuses et virulentes critiques de la part des professionnels de la finance. Dénonçant des règles minant la rentabilité des fonds (restriction aux effets de levier, capital minimum ou

mise en place de règles de reporting coûteuses), ces derniers ont également mis en avant les risques de distorsion de concurrence entre les fonds soumis aux règles de la directive AIFM et les fonds installés dans des juridictions plus clémentes. Certains d'entre eux (notamment les représentants de la City de Londres) ont tenté de démontrer les bienfaits de l'activité des *hedge funds* pour les marchés financiers et le fait que les coûts d'application des règles du projet de directive AIFM remettraient en cause l'existence même de cette activité. Ces arguments ne semblent cependant pas résister à l'analyse : si l'activité des *hedge funds* peut permettre aux marchés financiers d'anticiper certains mouvements (en observant les positions prises par les fonds) et de bénéficier ainsi d'une meilleure information, c'est bien en diffusant plus largement ces informations que les marchés financiers seraient les plus efficaces. Cet argument plaide donc pour une promotion des règles de transparence, plutôt que pour un maintien de l'opacité existante. Par ailleurs, de façon pragmatique, une régulation doit bien entendu tenir compte d'un arbitrage entre les coûts pour les intervenants du marché et les coûts (pour l'ensemble de la société) d'une crise causée par une régulation insuffisante. De ce point de vue, le consensus actuel va clairement dans le sens d'une régulation des *hedge funds* permettant de stabiliser les marchés financiers et d'éviter la répétition des crises financières. Le sentiment général est que l'absence de régulation a permis aux *hedge funds* de réaliser des profits importants, en créant des risques importants pour les marchés financiers et l'économie en général.

2.2. UN MEILLEUR ENCADREMENT JURIDIQUE

Depuis, cette proposition a fait l'objet de nombreuses tractations et le texte de la directive AIFM a finalement été voté le 11 novembre à une large majorité par le Parlement Européen 2010, qui a accepté l'accord obtenu lors de l'ECOFIN du 19 octobre dernier. Cette Directive relative aux gérants de fonds dits « alternatifs »²⁰ impose des exigences liées à l'enregistrement des *hedge funds* auprès d'une autorité de marché nationale²¹, des obligations de divulgation d'information aux régulateurs notamment sur les positions à fort effet de levier et sur les positions agrégées des *hedge funds*, des exigences en capital réglementaire, des limites au levier, des contraintes de reporting et des standards de gouvernance, des restrictions dans les ventes de produits ainsi que l'obligation de recourir à des dépositaires européens indépendants. En contrepartie de ces nouvelles contraintes les gérants auront accès à l'ensemble du marché européen des investisseurs professionnels via un passeport européen calqué sur celui des OPCVM. Ce passeport sera accordé par l'autorité de supervision du pays d'origine et donnera ensuite accès à l'ensemble du marché européen c'est-à-dire la possibilité de commercialisation des fonds dans toute l'union

²⁰ Cette Directive a un champ d'application plus large que les seuls *hedge funds* elle concerne par exemple également les *private equity*, les fonds de matières premières (*commodity funds*) ou les fonds immobiliers (*real estate funds*).

²¹ Cet enregistrement sera l'occasion de transmettre des informations aux régulateurs de marché sur les activités du Fonds et sur l'identité et les caractéristiques du personnel. Par ailleurs, l'enregistrement autorise les régulateurs à exercer un pouvoir d'enquête durant la vie du Fonds.

européenne sans avoir à demander l'autorisation des autorités domestiques. La city de Londres où sont domiciliés entre 70 et 80% des *hedge funds* européens ne dépendra donc pour l'octroi du passeport européen que des autorités de contrôle britanniques. On peut donc craindre que la Directive in fine crée un cadre permissif à une concurrence par le bas entre les Etats membres, dans la mesure où, les gestionnaires de fonds seront évidemment incités à choisir leur pays d'enregistrement en fonction du degré de complaisance des autorités nationales à leur égard.

Sur cette question du passeport européen, la directive prévoit également la création d'un passeport pour les gérants non européens à compter de 2015 (la création du passeport est prévue pour 2013 pour les gérants européens), autorisant donc l'intervention de fonds non régulés en Europe sur le territoire européen, ce qui a à juste titre été perçu comme une victoire de l'industrie mondiale de la gestion d'actifs, et un échec de la France qui plaidait dès le départ pour un passeport limité aux seules entités européennes.

La mise en place de limitation au levier a été présentée comme une nette avancée dans la maîtrise des prises de risque des *hedge funds*. La Directive prévoit en effet des divulgations obligatoires sur le levier et plus généralement les positions des *hedge funds* par le biais de reporting fréquent au régulateur de marché national. L'idée sous jacente est que le régulateur de marché soit suffisamment informé pour être en mesure de détecter les fonds présentant un risque systémique. Ces informations, qui doivent être transmises et synthétisées auprès de la nouvelle autorité de marché européenne (ESMA), pourront servir de base à des décisions de la Commission Européenne de limiter dans certaines circonstances le levier des gérants et éventuellement les ventes à découvert. Il s'agit certes d'une avancée incontestable mais rien n'oblige le régulateur national à réagir quand il constate un niveau de levier excessif et l'autorité européenne n'a pas non plus le pouvoir de contraindre le régulateur national à le faire. Par ailleurs, cantonner ce transfert d'informations aux seuls régulateurs nationaux en charge de les transmettre ensuite à l'autorité de régulation européenne constitue un point de faiblesse majeur. La concurrence entre places financières pourrait entraver la pleine coopération des régulateurs nationaux jaloux de leurs prérogatives. Enfin, le dispositif limite les transferts d'information aux seuls régulateurs, l'extension de ces exigences aux *prime brokers* aurait permis de créer les conditions à ce qu'une certaine discipline de marché puisse s'exercer car les *prime brokers* assument un fort risque de contrepartie vis-à-vis des *hedge funds*.

En ce qui concerne l'amélioration de la transparence des progrès notables sont portés par la Directive AIFM. Ainsi, le texte impose un fort accroissement de la divulgation d'information aux investisseurs sur le niveau et le système de gestion des risques, sur la liquidité, sur le rendement, sur les commissions, et sur les fournisseurs de services (dépositaires, auditeurs, etc.). Par ailleurs, même si les exigences sont très faibles, la Directive introduit des contraintes en matières de Fonds propres ce qui constitue un premier pas vers une réglementation directe des *hedge funds*. Ainsi, un capital permanent d'au moins 300 000 euros par fonds est imposé et de 10 millions pour les fonds qui gèrent un portefeuille supérieur à 250 millions d'euros.

L'application de ces réglementations aura vraisemblablement un impact négatif sur la rentabilité des *hedge funds* et l'on peut également anticiper la poursuite d'un mouvement, commencé avec la crise, de rationalisation des pratiques des fonds, permettant de maintenir la collecte et in fine la rentabilité (harmonisation des pratiques, simplification des stratégies, concentration des acteurs,...).

Proposition 14 : Promouvoir un meilleur encadrement juridique comme l'enregistrement des *hedge funds* auprès d'une autorité de marché nationale²², des obligations de divulgation d'information aux régulateurs notamment sur les positions à fort effet de levier et sur les positions agrégées des *hedge funds*, des exigences en capital réglementaire, des limites au levier, des contraintes de reporting et des standards de gouvernance, des restrictions dans les ventes de produits ainsi que l'obligation de recourir à des dépositaires européens indépendants.

Au-delà des réglementations qui leur sont propres, les *hedge funds* devraient également subir la mise en place de réglementations concernant certaines activités de trading (par exemple, la limitation ou l'interdiction des ventes à découvert ou de détention de CDS nus²³) ou concernant le niveau de fonds propres nécessaires aux banques pour conduire certaines activités (par exemple, la pression sur les activités de trading pour compte propre des banques, activités aux risques dramatiquement sous-évalués, dans la régulation prudentielle de Bâle III).

S'il persiste des disparités entre les réglementations des *hedge funds* mises en place à travers le monde (et notamment sur les règles d'information et de transparence), ces règles ont comme mérite de reconnaître la nécessité d'une régulation des *hedge funds* et de mettre en place les leviers permettant de faire rentrer les *hedge funds* dans la « zone radar » des autorités bancaires et financières. A partir de cet acquis, les régulateurs disposent maintenant des moyens pour approfondir leur connaissance de ces acteurs et pour ajuster les différentes mesures composant la régulation des *hedge funds*, en fonction de l'évolution des marchés financiers. Avec une puissance publique qui peut disposer aujourd'hui d'une vision assez précise du jeu des acteurs en place, il n'est plus possible d'accepter que certains pans de la finance ne soient pas régulés.

Au-delà de cette régulation, nécessaire, de l'ensemble des acteurs financiers, c'est également un nouveau champ de régulation qu'il est nécessaire de mettre en place, face aux lacunes intrinsèques des précédentes réglementations.

²² Cet enregistrement sera l'occasion de transmettre des informations aux régulateurs de marché sur les activités du Fonds et sur l'identité et les caractéristiques du personnel. Par ailleurs, l'enregistrement autorise les régulateurs à exercer un pouvoir d'enquête durant la vie du Fonds.

²³ Les CDS ou *Credit Default Swaps* sont des contrats financiers permettant de couvrir un risque de défaillance d'une contrepartie. A l'origine, elle permettait à un détenteur d'actifs de se protéger contre la défaillance de l'émetteur de ces actifs. Récemment (et notamment s'agissant de la dette publique grecque), la pratique des "CDS nus", c'est-à-dire souscrits à titre purement spéculatif par des investisseurs ne détenant aucun risque sous-jacent, a été très vivement critiquée.

Proposition 15 : Mettre en place des systèmes de régulation concernant certaines activités de trading (par exemple, la limitation ou l'interdiction des ventes à découvert ou de détention de CDS nus²⁴) ou concernant le niveau de fonds propres nécessaires aux banques pour conduire certaines activités (par exemple, la pression sur les activités de trading pour compte propre des banques, activités aux risques dramatiquement sous-évalués, dans la régulation prudentielle de Bâle III).

²⁴ Les CDS ou *Credit Default Swaps* sont des contrats financiers permettant de couvrir un risque de défaillance d'une contrepartie. A l'origine, elle permettait à un détenteur d'actifs de se protéger contre la défaillance de l'émetteur de ces actifs. Récemment (et notamment s'agissant de la dette publique grecque), la pratique des "CDS nus", c'est-à-dire souscrits à titre purement spéculatif par des investisseurs ne détenant aucun risque sous-jacent, a été très vivement critiquée.

PARTIE IV

Vers une régulation macro prudentielle

La structuration du cadre réglementaire existant repose sur une conception micro-prudentielle qui ignore totalement l'existence du risque systémique (l'encadré ci-après rappelle la définition de ce risque, ses externalités négatives et les fondements des crises systémiques). Face à un tel risque, la régulation micro-prudentielle s'est montrée insuffisante pour faire face à une crise qui s'est nourrie des dysfonctionnements de la sphère financière et des déséquilibres macroéconomiques.

1.

Risque systémique et crises systémiques

1.1. DEFINITION

Le risque systémique se caractérise par une situation d'instabilité financière généralisée dans laquelle le comportement spontané et rationnel des agents – pour réduire leur risque propre – se traduit par une augmentation du risque pour tous. Les réponses des agents deviennent alors fortement corrélées (ventes de détresse, fermeture de lignes de crédit, assèchement de certains segments de marché...). Le risque systémique ne se réduit donc pas à la somme des risques individuels pris par les acteurs financiers. Il est intimement lié à la corrélation des risques individuels, ainsi qu'aux effets de contagion (effet boule de neige). En outre, la matérialisation du risque systémique entraîne un dysfonctionnement de l'ensemble du système financier, bien au-delà du compartiment de marché initialement affecté. Le risque peut ainsi se propager du marché des « subprimes » à celui de la dette souveraine par exemple. Enfin, le risque systémique – parce qu'il touche l'ensemble du système financier – pénalise le financement de l'économie principalement par le canal du crédit. Il impacte donc l'économie réelle, entraînant généralement une baisse de la production.

1.2. RISQUE SYSTEMIQUE ET EXTERNALITES NEGATIVES

La théorie économique appréhende le risque systémique à travers la notion d'externalités négatives. On parle d'externalités négatives pour qualifier une situation dans laquelle l'activité d'un agent économique a un impact négatif sur la situation d'un autre agent, sans que le premier supporte le coût des dommages engendrés au second. Le risque systémique correspond donc aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle en cas de crise. Cette notion a également un sens au sein même du secteur financier dans la mesure où la faillite d'un établissement financier, au-delà de l'impact direct qu'elle a sur ses actionnaires et ses créanciers, peut fragiliser les autres institutions financières en raison de ses interconnexions. Les externalités négatives génèrent donc une allocation non optimale des ressources par les marchés, puisque celle-ci ne permet pas de maximiser le bénéfice total pour la société. La science économique nous enseigne qu'il convient « d'internaliser

les externalités négatives », i.e. donner un prix à ce qui n'en a pas (ici, donner un prix au coût économique et social engendré par la défaillance d'un établissement financier). Cette approche, dérivée de l'économie environnementale, est au fondement de certaines propositions telles que la taxation du secteur bancaire pour alimenter ex-ante un fonds de résolution des défaillances bancaires et ainsi minimiser le coût pour les contribuables du renflouement des banques.

1.3. FONDEMENTS DES CRISES SYSTEMIQUES

Une crise systémique est donc la matérialisation d'un risque systémique. Elle peut être aussi bien une crise bancaire (crise des systèmes bancaires scandinaves, crise bancaire islandaise, Lehman Brothers...), de marché (boursiers, immobiliers, changes, matières premières, etc.) ou la conjugaison des deux. Les crises financières contemporaines se caractérisent par une forte interdépendance entre ces différents risques.

2.

Dysfonctionnements microéconomiques et déséquilibres macroéconomiques

2.1. DYSFONCTIONNEMENTS MICROECONOMIQUES ET MUTATIONS DE LA SPHERE FINANCIERE

Une crise systémique survient lorsque les interactions entre les agents individuels et les marchés conduisent à une situation d'insécurité et d'instabilité générales qui affecte l'ensemble du système financier et se propage à l'économie tout entière. Ces interactions résultent du dysfonctionnement des marchés qui ne parviennent pas à séparer les risques (marchés incomplets), ou à exprimer de manière correcte toute l'information disponible (marchés imparfaits). Plusieurs éléments permettent d'expliquer ces dysfonctionnements : des produits financiers trop sophistiqués (perception erronée du risque dans le cas des produits structurés), des failles dans la réglementation (arbitrage réglementaire dans le cas de la titrisation), ou encore une réglementation inadaptée (caractère pro-cyclique de la comptabilisation en mark-to-market et des règles de provisionnement par exemple).

Depuis plus de trente ans, la libéralisation financière a profondément modifié le paysage financier. Le développement des patrimoines financiers (financiarisation des ménages) a entraîné la constitution, selon les termes de D. Plihon, « de marchés unifiés de capitaux allant du court au long terme, avec une gamme complète de compartiments communiquant entre eux (monétaire, hypothécaire, bancaire, boursier, produits dérivés) ». Cela s'est traduit par le développement de marchés profonds, liquides, interconnectés et internationalisés. La « négociabilité » des actifs financiers a ainsi renforcé la « versatilité » des marchés (succession rapide de phases haussières et baissières), aggravés par les comportements mimétiques des agents économiques. La libéralisation financière s'est ainsi traduite par une instabilité croissante, comme en témoigne la récurrence des crises financières depuis près de trente ans, tant dans les pays développés (crise des Savings & Loans aux Etats-Unis fin des années 1980, crise immobilière au début des années 1990, crise obligataire en 1994, crise boursière en 1987, éclatement de la bulle Internet en 2000, crise des « subprimes » en 2008...) que dans les pays émergents (crise mexicaine en 1995, crise russe en 1998, crises brésiliennes en 1998 et 2002, crise argentine en 2001...).

2.2. DESEQUILIBRES MACROECONOMIQUES

Ces nombreux exemples démontrent que les fondements des crises systémiques sont également à rechercher du côté des politiques macroéconomiques et des déséquilibres financiers internationaux. En effet, certaines politiques économiques sont responsables des déséquilibres persistants des balances courantes et du bas niveau des taux d'intérêt. Ainsi, la crise financière actuelle trouve en partie ses origines dans l'endettement excessif des agents privés de certaines économies occidentales. Celui-ci a particulièrement augmenté au cours de la phase d'expansion économique du début des années 2000, jusqu'à atteindre des niveaux insoutenables (cf. évolution de l'endettement des agents privés depuis 2000). Ces niveaux d'endettement ont été rendus possibles par l'abondance des liquidités mondiales – excès d'épargne des agents privés de certaines économies émergentes (Chine et pays pétroliers notamment) – et par l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit, favorisé par la faiblesse des taux d'intérêts (« great moderation »).

Ce phénomène a particulièrement touché les Etats-Unis mais également plusieurs pays d'Europe, dont les pays d'Europe du Sud (Grèce, Portugal, Espagne notamment) et l'Irlande. Ainsi, les économies européennes qui ont affiché les déficits de balance courante parmi les plus élevés avant la crise sont celles qui connaissent à présent les plus grandes difficultés. Elles subissent désormais la défiance des investisseurs internationaux ; ceux-là même qui, par le passé, leur ont permis de financer leur croissance à crédit. Aujourd'hui encore, l'excès de liquidité mondiale est de nature à provoquer l'apparition de nouvelles bulles de crédit. Ainsi, tant que les grands déséquilibres financiers internationaux persisteront, de nouvelles crises financières seront susceptibles d'advenir. C'est pourquoi l'analyse des vulnérabilités macroéconomiques du système financier doit faire partie intégrante de l'identification du risque systémique.

3.

Insuffisance de la régulation microprudentielle

La régulation financière actuelle ne permet pas d'identifier le risque systémique puisqu'elle ne s'intéresse qu'au risque supporté par une institution financière, considérée isolément. Elle a pour mission principale de prévenir le risque de défaut de celle-ci. A cette fin, elle impose des exigences en capital. Ces exigences sont calibrées selon la nature (risque de crédit, de marché, opérationnel...) et le degré du risque (nature de la contrepartie, existence de garanties, etc.), de telle sorte que l'établissement financier puisse faire face à ses engagements. L'objectif des superviseurs micro-prudentiels est ainsi de protéger les investisseurs et les épargnants. Toutefois, une telle approche tend à minimiser les risques d'instabilité systémique, car elle ignore les interactions entre les différentes catégories d'acteurs et de marchés, ainsi que les relations entre cycles financiers et cycles réels.

Dans une perspective macroprudentielle, c'est le degré de diversification ou de concentration du risque, non pas au niveau de chaque institution financière, mais au niveau de l'ensemble du système qui est essentiel. Par conséquent, ce qui importe ce sont les expositions communes (corrélées) entre les institutions financières. C'est ce que C. Borio nomme la « dimension transversale », qui pose la question de la répartition des risques à un moment donné. Il existe également une « dimension temporelle », qui s'intéresse à l'évolution des risques au cours du temps. La dimension temporelle met l'accent sur la procyclicité inhérente au système financier. En définitive, d'un point de vue macroprudentiel, la solidité des institutions financières prises isolément ne garantit pas la solidité du système financier dans son ensemble. C'est d'autant plus vrai que les expositions individuelles aux risques sont sous estimées du fait de la logique des modélisations mobilisées pour les évaluer.

Les modèles internes de contrôle des risques des banques qui servent aujourd'hui à la détermination du capital réglementaire sont fondés sur une conception du risque conçue comme un jeu contre la nature. Cela signifie que chaque banque est supposée se trouver dans un environnement où le risque provient de facteurs exogènes. Cette conception du risque a conduit à une sous-pondération des charges en capital sur des activités financières pour lesquelles les bases de données historiques étaient très peu étoffées –comme par exemple les activités de titrisation. En fait, les modèles utilisés ressemblent à celui de la météo où le temps qu'il fait n'est pas affecté par les prédictions des météorologues et par les actions que suscitent ces prédictions : si l'on prévoit de la pluie et que chaque agent, parce

qu'il a une aversion pour le risque, sort avec son parapluie, l'évènement météorologique « il pleut » ne résulte pas du comportement de ces agents pour se prémunir des effets de la pluie. Or, le climat de la finance réagit différemment aux intempéries prévues par les météorologues, dans la mesure où en période de stress financier le risque n'est plus exogène, il devient endogène. Pour continuer à filer la métaphore, dans le monde de la finance, si tout le monde sort avec un parapluie, il va effectivement pleuvoir et ce sera même un véritable déluge...Et dans ce cas c'est bien les comportements individuels visant à se prémunir des risques annoncés qui les amplifient.

Les variations de prix d'actifs sont accrues par les actions des participants au marché qui elles-mêmes sont dictées par l'affaiblissement de la confiance qui affecte collectivement les acteurs du marché et par les méthodes mêmes de couverture des risques dictées par les modèles de gestion des risques qu'utilisent les banques et qui ont tendance à homogénéiser leurs réactions face aux risques. En période de stress financier, les actions prises par chaque institution pour se protéger contre les risques peuvent miner la stabilité du système dans son ensemble. Si l'objectif est la stabilité financière globale, c'est donc une erreur de fonder la régulation financière sur les meilleures pratiques de gestion du risque au niveau individuel comme le fait la réglementation du capital bancaire sous Bâle 2. Les réponses optimales au niveau individuel face à la montée des risques ne font que rendre les crises systémiques plus graves et plus coûteuses collectivement.

Finalement, Bâle 2 a créé, à côté du risque de modèle, le risque d'un faux sentiment de sécurité qui s'est généralisé au cours des années ayant précédé la crise, et qui a probablement favorisé les comportements risqués.

Bâle 2 - comme Bâle 1- a introduit une pro-cyclicité des règles prudentielles, c'est-à-dire que les règles de capitalisation pondérée par les risques tendent à amplifier les cycles financiers à la hausse comme à la baisse. Les régulations financières actuelles encouragent donc une prise de risque pro-cyclique, car les périodes prolongées de faible volatilité réduisent les mesures statistiques du risque et incitent à la prise de risque. Dès que le cycle se retourne, on constate un mouvement de balancier qui produit au contraire une aversion pour le risque excessive, aggravant ainsi la phase récessive de désendettement. Le système réglementaire favorise donc une sous évaluation systématique des risques et donc du capital réglementaire requis dans les périodes d'euphorie financière. Quand le cycle se retourne, subitement les fragilités financières qui se sont développées de manière cachée (car masquée par la hausse des prix d'actifs durant la période de croissance) se révèlent. La réévaluation des risques impose d'accroître le capital ce qui passe souvent par un rationnement du crédit qui ne fait qu'accroître le cycle baissier. Cette pro-cyclicité des règles prudentielles a été accentuée dans la période récente par d'autres facteurs, notamment la pro-cyclicité du levier des intermédiaires financiers de marché peu régulés (cf infra, partie 2.6) et l'adoption de nouvelles règles comptables « mark to market », comme indiqué précédemment.

4.

Nécessite d'une régulation macroprudentielle

4.1. RENFORCER L'ORIENTATION MACROPRUDENTIELLE DES DISPOSITIFS ACTUELS

La prévention du risque systémique implique la mise en place par les institutions financières d'instruments et de procédures supplémentaires permettant de détecter, mesurer et lutter contre les risques de nature systémique. Ces indicateurs avancés de solidité financière – dont on sait qu'ils préfigurent la montée de vulnérabilités et de détresses futures – permettraient d'obtenir une détection précoce des risques de nature systémique en introduisant la dynamique macroéconomique dans la quantification et l'évaluation des risques. L'évolution des prix d'actifs et la dynamique du crédit pourraient être les variables retenues pour rendre compte de la dynamique macrofinancière.

Dans le cadre de ses travaux, la BRI (Banque des Règlements Internationaux) a étudié trois variables macroéconomiques: prime de risque, expansion du crédit en termes réels, et indicateur composite combinant ratio crédit/PIB et prix réels des actifs. La variable macroéconomique idéale devrait permettre d'identifier avec fiabilité les phases d'expansion et de contraction du cycle bancaire. Pour cette raison, la valeur retenue est l'écart de chaque variable par rapport à sa tendance ou moyenne de long terme. De même, les phases du cycle bancaire sont déterminées par l'écart du ratio de pertes par rapport à sa moyenne de longue période. Ainsi, une institution financière serait contrainte de provisionner ou d'augmenter son capital réglementaire en phase d'expansion et pourrait diminuer ses provisions ou son capital en phase de contraction.

C'est une logique similaire qui préside au système de provisionnement dynamique adopté en Espagne. De manière générale, les banques provisionnent « ex post », i.e. lorsque le risque s'est déjà matérialisé, totalement ou partiellement. Ainsi, les provisions augmentent lorsque la conjoncture se dégrade, ce qui pénalise les résultats et amplifie la détérioration de la conjoncture via le rationnement du crédit. Le provisionnement dynamique est un provisionnement « ex ante », qui conduit au lissage des provisions sur la durée du cycle économique. Le provisionnement dynamique permet aux banques de calculer leurs provisions sur les pertes attendues sur la durée d'un cycle entier, ce qui atténue la volatilité et la cyclicité des résultats des banques. La généralisation de cette procédure réduirait le comportement procyclique des banques dans la mesure où le risque serait couvert avant son

apparition. Le cadre fiscal est à prendre en compte ici car la possibilité de déduire fiscalement ces provisions pourra faciliter la mise en œuvre ou non d'une telle mesure par les banques.

Proposition 16 : Renforcer l'orientation macroprudentielle des dispositifs actuels : cela implique la mise en place par les institutions financières d'instruments et de procédures supplémentaires permettant de détecter, mesurer et lutter contre les risques de nature systémique. Ces indicateurs avancés de solidité financière – dont on sait qu'ils préfigurent la montée de vulnérabilités et de détresses futures – permettraient d'obtenir une détection précoce des risques de nature systémique en introduisant la dynamique macroéconomique dans la quantification et l'évaluation des risques.

4.2. UN NOUVEL OBJECTIF DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Les autorités monétaires ont également un rôle à jouer dans la recherche et la mise en œuvre d'une véritable régulation macroprudentielle. Les banques centrales devraient avoir pour mandat des objectifs explicites de stabilité financière. Pour stabiliser le système financier, les banques centrales pourraient intervenir en fonction de l'évolution de variables macrofinancières constituant des signaux avancés de détresse (« early warning signal »). De même que les banques centrales réagissent aujourd'hui aux anticipations d'inflation, ces dernières pourraient désormais réagir aux évolutions des prix d'actifs ou à la dynamique du crédit. Selon la règle de Tinbergen toute politique qui vise à modifier le niveau de n variables économiques (inflation et stabilité financière par exemple) nécessite de disposer d'au moins n instruments indépendants sur lesquels elle peut jouer. La banque centrale ne peut donc prétendre maîtriser l'inflation et assurer la stabilité financière au moyen du seul instrument taux d'intérêt. D'autres instruments doivent être mobilisés. Les récents débats sur l'activation de politiques monétaires non conventionnelles, dans lesquelles la banque centrale ne se contente pas d'intervenir sur le marché interbancaire, mais intervient sur des compartiments longs des marchés financiers peut être une réponse appropriée.

Ainsi, selon P. Artus, le nouveau mandat des banques centrales pourrait se traduire par un nouveau modèle de politique monétaire où : 1) les prix des actifs n'auraient plus le statut d'indicateurs mais celui d'objectif final ; 2) l'observation d'écarts importants par rapport aux fondamentaux conduirait à une réaction des banques centrales ; 3) celles-ci auraient recourt à des méthodes qualifiées de non orthodoxes, en n'hésitant pas à procéder dans certaines circonstances (risque de crise financière ou de faillite bancaire, volatilité excessive) à des interventions directes sur les marchés d'actifs risqués (obligations, actions) ; 4) le crédit bancaire serait utilisé comme objectif intermédiaire.

Les critiques passées de cette approche restent valides. Il ne sera pas facile d'identifier les bulles et de calibrer les politiques destinées à les neutraliser. En outre, les évolutions des prix d'actifs ne sont pas toujours corrélées (prix immobiliers vs. marchés de titres ou de

matières premières). Mais la crise financière a montré les limites de la stratégie des banques centrales, notamment de la Banque Centrale Européenne : 1) un mandat trop restreint (maintenir la stabilité des prix à la consommation) ; 2) des interventions aux frontières de son périmètre (achats de titres de dette souveraine et privée) qui – bien que nécessaires – nuisent à sa crédibilité à moyen-long terme. L’objet du débat s’est donc déplacé. Il s’agit désormais de déterminer comment les autorités monétaires pourraient élargir leur cadre opérationnel pour intégrer les prix d’actifs et la dynamique du crédit.

Proposition 17 : Amener les banques centrales à se préoccuper de la stabilité financière notamment en agissant préventivement sur la formation des bulles sur les prix d’actifs en particulier des bulles immobilières.

Proposition 18 : Accompagner cet objectif par la mobilisation de nouveaux instruments ou même la réactivation d’anciens instruments (comme les réserves obligatoires).

Annexe 1

Rappel des structures du contrôle des risques

1. LE CONTROLE INTERNE

Les trois niveaux du contrôle interne

La notion de Contrôle Interne dans les banques, en particulier pour les activités de banque de financement et d'investissement, recouvre généralement trois niveaux :

- La supervision permanente qui concerne l'ensemble des opérations de contrôle quotidien effectué au niveau des services opérationnels (salles de marché : Front, Middle et Back Office...) ainsi que ceux effectués par son management direct ;
- Le contrôle permanent : Il s'agit de l'ensemble des contrôles effectués par les directions fonctionnelles au niveau « Corporate » tel que la direction de la déontologie ou des risques celles des affaires juridiques, fiscales ou environnementales. Ce contrôle dit de second niveau a pour objectif de s'assurer de la conformité des différentes entités de la banque au regard de la réglementation en vigueur au niveau national, communautaire et international.
- Le contrôle périodique : Ce troisième niveau de contrôle est sous la responsabilité de l'inspection générale et est mis en œuvre par le département d'Audit du groupe. Il peut porter sur le fonctionnement d'une direction opérationnelle de la banque mais également sur celui d'une direction fonctionnelle.

Les particularités de la filière « Risques et Déontologie »

Les départements déontologie et risques, bien que faisant partie du contrôle de second niveau, présentent certaines particularités. Ces départements effectuent des contrôles sur l'activité de leur propre filière mais également et surtout sur l'activité des autres filières opérationnelles de la banque : Activités de Marché liée au département BFI, Asset Management, Gestion privé, Crédits...

2 - CONTROLES EXTERNES ET GOUVERNANCE

Le contrôle réglementaire

Un établissement bancaire est un groupe, le plus souvent côté, comme les autres, soumis à la réglementation « standard » du droit commercial : ses comptes sont certifiés par des commissaires aux comptes qui ont pour mission de contrôler leur sincérité et régularité, et pour cela de faire un audit comptable et financier ; en tant que groupe côté, sa communication et ses opérations financières s'opèrent sous le contrôle de l'AMF.

En outre, la supervision de la commission bancaire, devenue ACP (Autorité de Contrôle Prudentiel) suite à sa fusion avec l'ACAM, constitue une spécificité sectorielle forte. La création de l'ACP constitue une avancée dans l'adéquation du champ du contrôle à la réalité économique dans la mesure où les frontières entre les activités bancaires proprement dites et assurantielles sont devenues très poreuses ces quinze dernières années.

Le contrôle actionnarial - Le Conseil d'administration et le comité d'audit

Le conseil d'administrateur en tant qu'organe non exécutif de la banque est en charge des décisions stratégiques de l'établissement, notamment des questions relatives à la gestion du risque. En particulier, le comité d'audit est une émanation du conseil d'administration ou siègent des administrateurs qui sont chargés d'étudier les questions techniques d'arbitrage des risques, de choix méthodologiques et sont notamment responsables des échanges trimestriels avec les CAC. Au sein du comité d'audit sont ainsi abordées des questions plus techniques pour « éclairer » les choix des administrateurs.

Les Commissaires aux Comptes (CAC) - Le contrôle du marché

Les marchés sur lesquels s'échangent les instruments financiers émis par l'établissement bancaire (actions, obligations, warrants, etc.) peuvent sanctionner une communication trompeuse, maladroite, ou absente. Le contrôle du marché sur le niveau de risque acceptable, s'il lui est connu, est généralement asymétrique : la prise de risque excessive n'est sanctionnée qu'en période baissière alors qu'en période de croissance de l'industrie, une modération dans la prise de risque pèse sur la valorisation boursière, comparativement aux concurrents.

Annexe 2

Définition de la liquidité

La régulation de la liquidité des banques vise à réduire le risque de liquidité auquel elles sont exposées. Le risque de liquidité peut donc être défini comme suit : c'est le risque qu'une firme pourtant solvable ne puisse pas maintenir ou générer des ressources en cash suffisantes pour faire face à ses obligations de paiements ou ne puisse le faire qu'à des conditions matériellement désavantageuses pour elle.

La question de la régulation de la liquidité bancaire est une question ardue en raison de la complexité du concept de liquidité pour une banque. En effet, Il est difficile de construire une bonne mesure de la liquidité d'un intermédiaire financier car la liquidité dépend des deux cotés du bilan. Du côté de l'actif (*market liquidity*) elle dépend de la possibilité de revendre des titres sans trop de décote quand on en a besoin ; du côté du passif (*funding liquidity*) la liquidité dépend de la possibilité de lever rapidement des fonds dans de bonnes conditions (dépôts à vue, certificats de dépôts etc.). Les deux étant interdépendants.

Une illiquidité de financement (*funding illiquidity*) se produit quand une banque connaît des difficultés à lever du cash nécessaire pour financer ou continuer à financer son portefeuille d'actifs. Le risque d'illiquidité de financement est intrinsèque à l'intermédiation financière ou les maturités du passif sont plus courtes que les maturités de l'actif qu'il finance. L'illiquidité de financement peut être associée à des problèmes de solvabilité révélés par la réticence des contreparties à s'engager dans une relation de financement.

L'illiquidité de marché se produit quand des positions de marché qui sont en temps normal négociées avec un faible impact sur les prix ne peuvent être négociées qu'avec une prime substantielle (coté acheteur) et un discount important (coté vendeur).

Les cas où l'illiquidité de financement est généralisée et affecte la plupart des participants au marché témoignent des effets pernicioux et auto-renforçant des interactions entre illiquidité de financement et de marché. Ce que l'on appelle des spirales d'illiquidité. Celles-ci sont liées à la détérioration des bilans des emprunteurs. Quand les prix d'actifs et la liquidité baisse en période de crise, les exigences pour le financement des intermédiaires financiers augmentent en raison de l'érosion de la valeur des collatéraux dans le bilan des emprunteurs, de l'accroissement des marges ou parce que les investisseurs sont incapables de renouveler leurs engagements à court terme. De plus forte marges obligent les institutions financière à réduire leur levier exacerbant le déclin des prix des actifs. Précisons ce lien

entre liquidité et marges. Quand un trader (dealer, hedge funds ou banque d'investissement) achète un titre il peut l'utiliser comme collatéral et emprunter sur cette base mais il ne peut pas emprunter la valeur totale du collatéral. La différence entre le prix du titre et la valeur du collatéral est ce que l'on appelle la marge, elle doit être financée sur le capital du trader. Cela crée une interdépendance entre *funding* et *market liquidity*. Quand la « liquidité de financement » est resserrée les traders deviennent réticents à prendre des positions en particulier consommatrices de capital avec de fortes marges. Cela réduit la liquidité de marché et conduit à un accroissement de la volatilité. Symétriquement, un resserrement de la liquidité de marché augmente les risques de financement du trading et donc accroît les marges.

Trois points essentiels doivent être évoqués pour bien comprendre l'importance de cette question de la régulation de la liquidité des banques :

- Le risque de liquidité a des caractéristiques intrinsèquement systémique car il suscite des réactions en chaîne des banques aux stress sur la liquidité c'est-à-dire que la réaction d'une banque à une pénurie de liquidité peut créer une pénurie de liquidité pour les autres banques. C'est ce qui s'est passé de la mi-septembre 2008 à la mi-octobre 2008 notamment. La tentative simultanée de nombreuses banques de restaurer leurs positions de liquidité en se dégageant ou en resserrant leur placements sur le marché interbancaire a contribué à l'effondrement général de la liquidité.
- La gestion du risque de liquidité est devenu excessivement complexe dans la période récente avec un élargissement considérable des sources potentielles de liquidité (à la fois sous forme titrisée ou non titrisée) avec une dépendance accrue à la liquidité de marché via le caractère négociable des actifs à côté de la liquidité traditionnelle via l'accès aux financements. Cela rend plus difficile la régulation de la liquidité à partir d'un ou plusieurs ratios standard comparable au ratio de capital utilisé pour réglementer la solvabilité des banques.
- Au niveau macroéconomique il y a un *trade-off* délicat. Accroître la transformation des maturités fournit des avantages aux secteurs non bancaires et produit une structure par terme des taux d'intérêts plus favorable aux investissements de long terme. Mais plus le degré agrégé de transformation des maturités est important plus le risque systémique est fort et donc plus potentiellement la banque centrale doit fournir une assistance en liquidité pour compenser ces risques accrus.

Annexe 3

Sur les instruments constitutifs d'un régime de défaillance des institutions financières

Ceux-ci doivent inclure :

- La vente à un acquéreur privé. Cette solution permet la continuité des services financiers et protège les intérêts des créiteurs et autres contreparties. Cet instrument n'est mobilisable que si l'autorité de résolution a les moyens légaux de réaliser la vente même si elle impose des pertes aux actionnaires. Il faut donc que l'autorité de résolution ait les pouvoirs d'un tel transfert sans le consentement des actionnaires de l'institution défaillante. La vente de Washington Mutual, la 6^{ième} plus grande banque en termes d'actifs des Etats-Unis, à JP Morgan Chase sans apport de fonds publics a été permise parce que le FDIC en tant que qu'administrateur provisoire disposait d'un tel pouvoir légal.
- La création d'une banque relai (*bridge bank*). Une banque relai est une institution temporaire (charte limitée dans le temps) créée par l'autorité de résolution pour prendre en charge les activités de l'institution défaillante pendant une certaine période permettant à l'autorité de résolution d'explorer les options de résolution les moins coûteuses. Cet instrument de résolution est particulièrement adapté aux institutions financières larges et complexes pour lesquels le temps nécessaire à l'audit des actifs et des engagements de l'institution par un acquéreur potentiel peut être long.
- Le transfert partiel des dépôts et actifs à une banque saine. Dans ce cas, seuls les actifs sains, les dépôts et éventuellement une fraction des autres engagements de la banque sont transférés à une « bonne banque ». L'institution résiduelle qui conserve les actifs difficile à évaluer et les fonds tirés du transfert devient alors une « bad bank » et continue à être détenue par les actionnaires de l'institution défaillante dont le capital reste exposé au risque de pertes sur la valeur des actifs toxiques
- La vente « aidée » à un acquéreur du secteur privé. Une option alternative quand une partie des actifs sont difficiles à évaluer est de vendre l'institution dans son ensemble mais en fournissant à l'acquéreur un soutien financier ou une garantie qui peut par exemple prendre la forme d'une prise en charge des pertes au-delà d'un certain seuil. Il est essentiel que cette garantie soit fournie à l'acheteur et non aux actionnaires de l'institution défaillante car si pour le contribuable le coût des deux options est équivalent en termes de maîtrise de

l'aléa moral la garantie offerte aux actionnaires est désastreuse. C'est ce type de solution qui a été mobilisée pour la résolution de Wachovia la 4ième plus grande holding bancaire américaine par ses actifs ainsi que pour Bear Stearns.

- Enfin, la nationalisation temporaire est un instrument qui peut être très adaptée notamment quand le système bancaire est très concentré avec peu d'options de rachat privé.

Présentation de Terra Nova

Terra Nova est un think tank progressiste indépendant ayant pour but de produire et diffuser des solutions politiques innovantes.

Née en 2008, Terra Nova se fixe trois objectifs prioritaires.

Elle veut contribuer à la rénovation intellectuelle et à la modernisation des idées progressistes. Pour cela, elle produit des rapports et des essais, issus de ses groupes de travail pluridisciplinaires, et orientés vers les propositions de politiques publiques.

Elle produit de l'expertise sur les politiques publiques. Pour cela, elle publie quotidiennement des notes d'actualité, signées de ses experts.

Plus généralement, Terra Nova souhaite contribuer à l'animation du débat démocratique, à la vie des idées, à la recherche et à l'amélioration des politiques publiques. Elle prend part au débat médiatique et organise des événements publics.

Pour atteindre ces objectifs, Terra Nova mobilise un réseau intellectuel large.

Son conseil d'orientation scientifique réunit 100 personnalités intellectuelles de l'espace progressiste français et européen.

Son cabinet d'experts fait travailler près de 1000 spécialistes issus du monde universitaire, de la fonction publique, de l'entreprise et du monde associatif.

Terra Nova s'intègre dans un réseau européen et international d'institutions progressistes. Ces partenariats permettent d'inscrire les travaux de Terra Nova dans une réflexion collective européenne et donnent accès aux politiques expérimentées hors de France.

Terra Nova, enfin, est un espace collectif et fédérateur. Elle constitue une plateforme ouverte à tous ceux qui cherchent un lieu pour travailler sur le fond, au-delà des courants et des partis, au service des idées progressistes et du débat démocratique. Elle travaille pour le collectif sans prendre part aux enjeux de leadership. Sa production est publique et disponible sur son site : www.tnova.fr

Terra Nova - Déjà parus

L'accès au logement : une exigence citoyenne, un choix politique, par Denis Burckel, rapporteur du groupe (Terra Nova, Projet 2012, contribution n°5, 2011)

L'implication des hommes, nouveau levier dans la lutte pour l'égalité des sexes, par Emmanuel Borde, Dalibor Frioux, François Fatoux, Céline Mas, Elodie Servant, rapporteurs du groupe de travail (Terra Nova, Projet 2012, contribution n°4, 2011)

Les politiques de lutte contre la pauvreté : l'assistanat n'est pas le sujet, par Marc-Olivier Padis et le pôle « Affaires sociales » de Terra Nova (Terra Nova, Projet 2012, contribution n°3, 2011)

Pour une prise en charge pérenne et solidaire du risque dépendance, par Luc Broussy (Terra Nova, Projet 2012, contribution n°2, 2011)

Gauche : quelle majorité électorale pour 2012 ?, par Olivier Ferrand, Bruno Jeanbart, présidents du groupe de travail, et Romain Prudent, rapporteur (Terra Nova, Projet 2012, contribution n°1, 2011)

L'avenir de la décentralisation, par Victor Broyelle et Yves Colmou, président du groupe de travail et Karine Martin, rapporteure (Terra Nova, 2011)

La justice, un pouvoir de la démocratie, par Daniel Ludet et Dominique Rousseau, président du groupe de travail, et Hélène Davo et Sonya Djemni-Wagner, rapporteures (Terra Nova, 2010)

Pour une réforme progressiste des retraites, par Olivier Ferrand et Fabrice Lenseigne (Terra Nova, 2010)

Accès à la parenté : assistance médicale à la procréation et adoption, par Geneviève Delaisi de Parseval et Valérie Depadt-Sebag (Terra Nova, 2010)

L'Etat Pyromane, ouvrage collectif sous la direction d'Olivier Ferrand (Terra Nova, Delavilla, 2010)

L'Europe contre l'Europe, par Olivier Ferrand, président de Terra Nova (Hachette Littératures/Terra Nova, 2009)

Pour une primaire à la française, par Olivier Duhamel et Olivier Ferrand (Terra Nova, 2008)

