

L'avenir de la régulation financière

JEAN-PIERRE JOUYET

Président

Autorité des Marchés Financiers

La crise actuelle résulte d'une longue période de déséquilibre macroéconomique, caractérisé par un excès de liquidité et l'existence de déséquilibres importants des balances des paiements dans certaines régions du monde. Cet environnement a encouragé l'émission de dettes en raison d'un loyer de l'argent faible, mais a également conduit les investisseurs à rechercher des rendements élevés au moyen de produits plus risqués. Dans ce contexte, les transferts de risque opérés par les institutions financières afin de ne pas fragiliser leur bilan, ont conduit, en raison d'une fragmentation et d'une opacité des marchés, à ne plus savoir où se trouvaient finalement ces risques et quel était leur degré d'importance.

Cette crise invite à profondément revoir la régulation financière et en particulier les relations entre les marchés, les acteurs et les produits. Face à cette situation, le premier objectif de tous les régulateurs est de rétablir la confiance dans le système financier. Cela passe nécessairement, dans un premier temps, par le rétablissement de la solidité des acteurs. En deuxième lieu, il est important de pallier les dysfonctionnements des marchés financiers : renforcer la transparence du marché de crédit, sécuriser le dénouement des opérations, et enfin élargir le périmètre de la régulation à de nouveaux acteurs du marché tels que les fonds alternatifs et les agences de notation, sont des éléments essentiels du rétablissement de la confiance.

La crise financière, puis économique, profonde survenue en 2008 trouve son origine dans la conjonction de quatre phénomènes :

- une liquidité excessive et peu coûteuse ;
- des déséquilibres des balances des paiements, déficit particulièrement marqué aux États-Unis et excédent d'épargne en Asie ;
- la recherche de rendements toujours plus élevés liés à la segmentation de plus en plus grande des produits de plus en plus complexes ;
- enfin et surtout, l'extériorisation des risques pris par les grandes institutions financières de façon à ne pas fragiliser leur bilan.

Cette extériorisation, ou dissémination, a conduit, en s'appuyant sur une fragmentation et une opacité accrue des marchés, à ne plus savoir où se trouvait localisé le risque et quel était son degré d'importance.

La crise dont l'épicentre se trouve aux États-Unis a révélé au total un manque d'information général en ce qui concerne les volumes de risques transférés, les prix auxquels les transferts de risque de crédit ont été réalisés, l'exposition nette de chaque acteur de ce marché ainsi que l'identité des investisseurs finaux.

Les transactions sur les instruments de transfert de risque de crédit se font très généralement en dehors des bourses organisées. Or les transactions exécutées sur les marchés de gré à gré ne sont traditionnellement pas recensées ; les prix et les volumes ne sont donc pas nécessairement divulgués à l'ensemble du marché, à l'exception de certains segments d'activité ou des indices. De plus, les investisseurs sont souvent des entités peu ou pas régulées. L'ensemble de ces éléments obscurcissent l'appréciation de la dimension, de la profondeur et de la liquidité réelles de ce marché rendant ainsi complexe toute évaluation du niveau réel d'engagement et d'exposition des acteurs.

Cette crise invite à profondément revoir la régulation financière et en particulier les relations entre les marchés, les acteurs et les produits. Face à cette situation, le premier objectif de tous les régulateurs, est de rétablir la confiance dans le système financier.

Or, dans un tel environnement, les régulateurs ont à faire face à la difficulté que présente l'éclatement actuel des responsabilités en termes à la fois institutionnels, fonctionnels, géographiques et juridiques.

- En termes institutionnels, les compétences des régulateurs demeurent limitées sur de multiples aspects de la chaîne, aujourd'hui largement autogérés par les acteurs eux-mêmes, sur un plan bilatéral ou au travers d'accords multilatéraux. Ainsi, l'ensemble des paramètres juridiques des transactions internationales sur dérivés sont arrêtés par une association professionnelle, l'*International Swap and Derivatives Association* (ISDA), et la fixation de références essentielles pour le marché comme le taux Libor ou les indices de *spread* de crédit de type ABX ou iTRAXX, qui ont fait l'objet de contestations très fortes, relève respectivement de l'association des banquiers britanniques et d'un fournisseur privé, filiale de grandes banques, Markit.

- Au plan fonctionnel, lorsqu'il s'agit de secteurs régulés, les acteurs de la chaîne relèvent de législations et de modalités de contrôle très dispersées : depuis les grandes banques américaines soumises au Système fédéral de réserve, les banques locales et les assureurs qui n'ont pas de supervision fédérale mais sont soumis à la réglementation de leur État d'incorporation, jusqu'aux établissements financiers européens qui sont soumis à des directives sectorielles et contrôlés chacun par des superviseurs spécialisés depuis leur État membre d'origine.

- Au plan géographique, le marché du crédit est devenu difficile à définir en termes de territorialité : où situer la compétence réglementaire pour un contrat de *swap* de crédit portant sur des actifs sous-jacents américains (en partie garantis par un assureur *monoline* régulé aux Bermudes), conclu de gré à gré entre des *traders* situés à Londres mais comptabilisé, d'un côté, par un *hedge fund* domicilié à Jersey ou à Grand Caïman et, d'un autre, dans les livres d'une banque française à Paris ?

- Au plan juridique, les marchés du crédit entremêlent désormais indifféremment les montages à base de titres, de contrats ou de garanties : ainsi les banques peuvent émettre des contrats de prêt (ex : crédits hypothécaires ou à la consommation par cartes), qu'elles refinancent par émission de titres (ex : *asset-backed securities/mortgage-backed securities*

– ABS/MBS), qui sont rehaussés par des garanties (ex: assureurs *monoline*), mais dont les risques sont ensuite transférés par contrats de dérivés (ex : *credit default swaps* – CDS), qui eux-mêmes sont reformatés en titres (ex : des *collateralised debt obligations/collateralised loan obligations* – CDO/CLO), puis à leur tour retitisés au travers de véhicules d'émission de papier commercial (ex : *asset-backed commercial paper* – ABCP) ou couverts à nouveau par des contrats (CDS), et ainsi de suite.

1 | ÉLARGIR LE PÉRIMÈTRE DE LA RÉGULATION

Dans ce contexte, les régulateurs de marché réfléchissent aux modalités permettant de renforcer les outils traditionnels de la régulation prudentielle et macrofinancière par une autre approche qui prenne en compte les développements spécifiques des marchés financiers.

Ce principe a été clairement énoncé par le G 20 lors des déclarations de novembre 2008 et avril 2009 par lesquelles il s'est engagé à s'assurer que l'ensemble des institutions financières, des marchés et des produits financiers d'importance systémique soient soumis à un niveau approprié de régulation et de supervision.

Le périmètre de la régulation devra ainsi être examiné de façon à encadrer plus strictement certains aspects laissés jusqu'à présent à l'autorégulation des acteurs du marché. Cette révision nécessitera une adaptation de la régulation notamment en ce qui concerne les moyens de son application aux entités et marchés non régulés. La grande disparité qui existe entre ces derniers rendra la tâche plus difficile. Dans ce contexte, les outils du régulateur devront nécessairement être revus afin de les rendre plus efficaces.

Les enseignements tirés de la crise plaident pour une coordination plus approfondie entre les régulateurs de marché et les régulateurs prudentiels notamment en termes d'évaluation des risques. En effet, la régulation prudentielle est essentiellement concentrée sur la solvabilité des intermédiaires, sans intervention dans le fonctionnement des segments de marché non régulés auxquels participent des entités autres que

les intermédiaires. Or, la régulation de marché a été concentrée sur le fonctionnement des marchés réglementés, sur les codes de conduite des acteurs de ces marchés et sur l'information financière obligatoire pour les émetteurs de ces marchés. Les analyses de la crise ont démontré l'impact de l'activité des entités non régulées et de la négociation de produits non régulés sur le système financier mondial et appellent ainsi à revoir le périmètre d'action des superviseurs.

2 | FONDEMENT D'UNE NOUVELLE ARCHITECTURE

La nécessité de faire évoluer le cadre international de la régulation figurait clairement dans les préoccupations du G 20 qui a transformé le Forum de Stabilité financière (FSF) en Conseil, élargissant son mandat, renforçant, au côté du FMI, son autorité dans la gouvernance mondiale de la régulation et précisant ses compétences et ses objectifs au regard de la stabilité financière. Le besoin d'une coordination accrue de la régulation de marché et prudentielle avait vu le jour à la fin des années quatre-vingt-dix lors de la crise financière en Asie et en Russie (respectivement, en 1997 et 1998). La création du Forum de Stabilité financière fut, au plan institutionnel, le résultat de cette nouvelle approche. Pour renforcer la cohérence mondiale des normes réglementaires, le Forum de Stabilité financière, conjointement avec les principaux organismes en charge de la formation des standards internationaux comme l'Organisation internationale des Commissions de Valeurs (OICV) et le Comité de Bâle, est chargé de promouvoir la convergence de la réglementation financière internationale sur la base de critères de référence de haut niveau. Les membres du Conseil de Stabilité financière (CSF) seront appelés à rechercher la stabilité financière, à améliorer l'ouverture et la transparence du secteur financier, et à appliquer les normes financières internationales. Ils s'engagent à procéder périodiquement à des examens par leurs pairs sur la base notamment des rapports du Programme d'évaluation du secteur financier commun au FMI et à la Banque mondiale. Le CSF devra régulièrement faire rapport au Comité monétaire et financier international du FMI (IMFC) des progrès accomplis dans la réforme réglementaire destinée à mettre en œuvre les réponses à la crise. L'IMFC devra être transformé en Conseil qui prendrait

des décisions, en conformité avec les articles de l'accord du FMI.

Au plan européen, le rapport du groupe Larosière formule des recommandations pour le renforcement du système de surveillance ou de gestion de crise en Europe. Il propose le maintien d'un système de supervision reposant sur les autorités nationales et recommande une consolidation de la régulation européenne entre les mains des comités de niveau 3 « renforcés ». Le rapport préconise ainsi la création d'un « système européen de superviseurs financiers (*European System of Financial Supervisors, ESFS*) », consistant en un réseau décentralisé formé par les trois Comités de niveau 3 renforcés (qui prendraient le nom d'« Autorités »). Le groupe propose que les Autorités coordonnent l'application des normes de supervision et garantissent une forte coopération entre autorités compétentes.

3 | PRIORITÉS POUR RÉTABLIR LA CONFIANCE DANS LES MARCHÉS FINANCIERS

Le rétablissement de la confiance passe en premier lieu par la solidité des acteurs. Il importe que rapidement les bilans des grandes institutions soient purgés des actifs dits toxiques. Dans un deuxième temps, il convient de remédier aux dysfonctionnements profonds des marchés financiers et en particulier du marché du crédit. Quatre sujets apparaissent majeurs dans ce cadre :

- la transparence du marché de crédit
- l'organisation des infrastructures de post-marché
- les fonds alternatifs
- le rôle des agences de notation.

3|1 La transparence du marché de crédit

Souvent critiqué pour son rôle dans les premières phases de la crise, la titrisation connaît depuis plus de vingt-cinq ans un succès indéniable qui repose sur des mérites incontestables. Cette technique a permis d'optimiser les conditions de financement

des entreprises, en isolant, juridiquement, des actifs spécifiques de meilleure qualité intrinsèque que le bilan dont ils sont extraits. Par ailleurs la structuration financière des véhicules permet d'adapter les caractéristiques risque-rendement de chaque tranche de passif à la demande des différents types d'investisseurs. Même les CDO, aujourd'hui largement diabolisés, se contentaient à l'origine de répliquer des portefeuilles relativement homogènes de prêts « *corporate* », et assez lisibles en termes de profil global de risque.

Néanmoins, le modèle même de titrisation a incité les acteurs du marché à relâcher quelque peu le contrôle effectué sur la qualité des investissements. Les rapports sur la crise publiés en 2008 par le FSF et l'OICV, entre autres, appelaient déjà les originateurs des produits titrisés à renforcer leurs diligences et leur gestion des risques relatives aux actifs sous-jacents afin de s'assurer que la qualité des actifs titrisés et vendus soit la même que celle des actifs qu'ils conservent dans leur propre bilan.

Cet objectif a été repris par la Commission européenne dans le cadre des amendements à la directive sur l'adéquation des fonds propres, par une disposition qui exige que les originateurs et les sponsors de produits titrisés conservent une part significative des risques, qui ne soit en tout cas pas inférieure à 5 % du total. Ce texte devrait être adopté dans le courant du deuxième trimestre 2009.

Dans le processus de titrisation, il importe que les investisseurs aient un niveau suffisant d'information sur la nature initiale et l'évolution dans le temps des actifs sous-jacents aux opérations de titrisation. Le déclenchement de la crise a permis de constater un manque de transparence dans ce domaine. Sur le marché primaire, la documentation concernant les véhicules d'émission les plus largement ouverts aux gérants collectifs de fonds monétaires, au travers d'instruments à court terme de type ABCP, s'est avérée insuffisamment détaillée ou pédagogique pour permettre aux investisseurs d'analyser la qualité des sous-jacents et d'appréhender leur comportement en cas de retournement des marchés.

Par ailleurs, les transactions secondaires sur les instruments de transfert de crédit se font hors des bourses organisées, rendant difficile l'appréciation de la profondeur et de la liquidité réelles du marché. Les prix et les volumes des transactions exécutées

ne sont portés à la connaissance du marché que sur certains segments très limités ou par le biais d'indices. Ces systèmes de négociation posent, en outre, des problèmes au plan opérationnel, du fait de l'absence d'infrastructures mutualisées de compensation et de règlement-livraison des instruments. La crise a d'ailleurs montré le manque d'information global sur les transferts exacts des risques, l'identité des porteurs *in fine*, et l'exposition nette des différents joueurs.

Ainsi, une transparence accrue du marché du crédit dans ses composantes primaire et secondaire, la diffusion d'une information plus appropriée sur les produits financiers complexes et la sécurisation des systèmes d'échanges de titres ou de contrats au plan technique et juridique, sont nécessaires pour permettre aux investisseurs de prendre à l'avenir des décisions d'investissement et de gestion des risques mieux fondées.

À l'international, l'OICV a publié en mai 2009¹ un document de consultation destiné à répondre aux préoccupations du G 20 exprimées en novembre 2008 concernant le rôle des produits et des segments de marché non régulés dans la crise et le développement des marchés. En utilisant la titrisation et les CDS comme exemples, l'OICV identifie des domaines dans lesquels la régulation pourrait jouer un rôle important dans le rétablissement de la confiance dans les marchés financiers. Les recommandations proposées sont destinées notamment au renforcement de la confiance des investisseurs dans ces marchés et à l'amélioration du fonctionnement et de la surveillance des produits et marchés non régulés. En ce qui concerne la titrisation, ces recommandations concernent entre autres la transparence, la diffusion d'informations et les diligences des acteurs de la chaîne de titrisation.

Au plan européen, en décembre 2008 le *Committee of European Securities Regulators* (CESR) a publié un document de consultation sur la transparence des marchés autres que le marché actions, c'est-à-dire notamment le marché de la dette « *corporate* », les produits financiers structurés et les dérivés de crédit. En ce qui concerne ces deux derniers domaines, le CESR cherchait à examiner le rôle de la transparence post-négociation dans la formation des prix ainsi que dans l'information relative à l'étendu du transfert du

risque de crédit. Son rapport final devra être publié au deuxième trimestre 2009.

LAMF plaide depuis longtemps pour une plus grande transparence post-négociation comme facteur d'efficacité du marché. Elle soutient les mesures préconisées par la Commission européenne et le Parlement européen qui permettront de minimiser les conflits d'intérêts potentiels entre les détenteurs des différentes tranches des produits titrisés et ainsi contribuer au regain de confiance dans ce marché. L'importance du sujet est indéniable et se trouve au cœur des missions du régulateur, qui consistent à veiller à l'information des investisseurs et à la protection de l'épargne investie dans les marchés financiers. Néanmoins, force est de constater la difficulté à progresser dans ce domaine, en raison d'un consensus encore assez faible entre les régulateurs sur l'efficacité d'explorer un domaine jusque-là hors du champ de la régulation du marché.

3|2 L'organisation des infrastructures de post-marché

Le rapport de juillet 2005 du *Counterparty Risk Management Policy Group II* soulignait l'augmentation significative constatée dans l'utilisation des dérivés de crédit et insistait sur les risques opérationnels potentiels liés à l'infrastructure post-marché de ces instruments. Il élaborait des propositions pour minimiser ces risques tels que l'automatisation des flux opérationnels. La crise financière a souligné l'importance de la mise en place de solutions pour gérer ces risques. Le rapport du FSF d'avril 2008 était parmi les premiers à appeler la mise en place des services de compensation pour les opérations des marchés de dérivés de gré à gré, afin de garantir une meilleure maîtrise des risques de contrepartie et des conditions de transfert du numéraire et des titres entre acteurs concernés. Plusieurs initiatives en la matière ont déjà été annoncées aux États-Unis et en Europe.

Au plan européen, à la suite du communiqué du commissaire européen McCreevy du 17 octobre 2008, les services de la Commission européenne ont créé un groupe de travail qui a abouti, en février dernier, à un engagement de principe de la part des acteurs du marché d'utiliser au moins une chambre de

¹ <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS143.pdf>

compensation européenne pour la compensation des CDS avant le 31 juillet 2009.

L'annonce parallèle, le 18 décembre 2008, par l'Eurosystème de son souhait de voir établie une chambre de compensation pour les dérivés de crédit en zone euro, constitue l'autre élément fondateur de toute solution opérationnelle en ce domaine.

Le Haut Comité de Place, présidé par le ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, a décidé la création d'un groupe de travail et de proposition concernant les activités de compensation en France et les initiatives européennes de compensation des produits dérivés aujourd'hui négociés de gré à gré. C'est une initiative importante que l'AMF soutient.

Il semble désormais nécessaire de faire émerger rapidement une infrastructure en zone euro apportant les garanties nécessaires tant en termes de qualité des membres des chambres de compensation que d'efficacité dans le traitement des flux financiers. L'AMF s'est déjà exprimée pour souligner la nécessité d'assurer une concurrence saine entre les différents acteurs afin que ce processus s'accomplisse dans le sens de la plus grande efficacité économique.

3|3 Les fonds alternatifs

L'activité globale des fonds alternatifs (*hedge funds*) est devenue trop importante pour ne pas appeler de questions sur ses conséquences sur la stabilité financière et l'efficacité du marché. Si les *hedge funds* ne sont pas à l'origine de la crise financière actuelle, il convient de souligner que certains d'entre eux, au même titre que d'autres investisseurs de taille conséquente, ont pu alimenter la bulle spéculative puis la spirale déflationniste amorcée à l'été 2007. Par ailleurs, les *hedge funds* sont traditionnellement opaques afin de protéger leur «secret de fabrique», les stratégies qu'ils déploient. Or, cette opacité concourt à masquer aux régulateurs pruden tiels l'importance et la répartition des risques systémiques, tant pour le système bancaire (risque de contrepartie) que pour les marchés (risque d'inefficacité). L'AMF a, plusieurs fois, souligné la nécessité de mettre un terme à l'opacité qui prévalait jusqu'ici pour des *hedge funds* enregistrés dans des centres *offshore*. Il convient donc d'imposer aux *hedge funds* un *reporting* aux superviseurs pruden tiels en sus de la régulation

«indirecte» imposant des obligations de transparence aux contreparties des *hedge funds*, notamment leurs *prime brokers*.

D'évidence, seule une coordination internationale est à même de définir des règles appropriées garantissant une maîtrise efficace des risques, notamment systémiques, au niveau mondial, compte tenu des modèles d'organisation des *hedge funds*. L'OICV et le CSF sont les enceintes privilégiées pour développer une telle approche.

Au plan européen, le sujet des *hedge funds* constitue un enjeu important comme en témoigne le projet de directive sur les gérants de fonds alternatifs que la Commission européenne a publié le 29 avril 2009. Les termes de ce projet correspondent aux grandes lignes fixées par le G 20, le 2 avril à Londres, notamment au regard de la réduction des risques systémiques. Cela étant, lorsque l'on analyse le projet en détails, certains points méritent une attention particulière.

Certes, le projet de texte prévoit que les gestionnaires européens de fonds non coordonnés (incluant, entre autres, les *hedge funds*) devront être autorisés et régulés dans un État membre et soumis à des règles organisationnelles (gestion des risques, de la liquidité, des conflits d'intérêt, etc.) ainsi qu'à des règles prudentielles (capital minimum). Ils devront notifier aux régulateurs pruden tiels européens des informations relatives à tous les fonds qu'ils gèrent, aux actifs et aux marchés dans lesquels ils investissent et à l'effet de levier qu'ils utilisent et les procédures de gestion des risques qu'ils suivent. Toutefois, ces obligations s'appliqueraient seulement aux gestionnaires gérant un portefeuille d'un montant supérieur à 100 millions d'euros lorsqu'ils ont recours à l'effet de levier ou d'un montant supérieur à 500 millions d'euros dans le cas où les gestionnaires n'ont pas recours à l'effet de levier et imposent aux investisseurs une période de blocage des rachats de cinq ans.

Ces dispositions laissent craindre que des *hedge funds* domiciliés dans des centres *offshore* ou gérés par des gestionnaires non soumis à la directive parce que leurs actifs sous gestion sont inférieurs au seuil précité échappent à toute obligation de transparence envers les régulateurs pruden tiels alors même qu'ils pourraient présenter des risques systémiques. Par exemple, un gestionnaire avec moins de

100 millions d'euros sous gestion pourrait obtenir un effet de levier conséquent, présentant des implications systémiques potentielles.

Par ailleurs, le projet offrirait des opportunités de commercialisation transfrontière à des investisseurs professionnels des parts de *hedge funds*, dès l'entrée en vigueur du texte pour les *hedge funds* domiciliés en Europe et après une période de trois années pour les *hedge funds* basés dans des centres *offshore*. L'AMF est favorable à un passeport ou un « label » européen pour les *hedge funds* enregistrés en Europe en contrepartie du respect de règles de transparence et de gouvernance strictes. En revanche, tout comme les autorités françaises, l'AMF s'oppose à l'idée d'un passeport pour des *hedge funds offshore*. Un tel mécanisme se traduirait par un niveau de concurrence déloyale de la part de fonds situés dans des centres *offshore* en défaveur de la gestion alternative française, soumise à un cadre réglementaire imposant des règles tant sur les fonds que sur les gérants. Or, la crise a montré que ce choix d'un cadre sécurisé est le bon. De plus, ce passeport créerait les conditions d'un arbitrage réglementaire massif en défaveur des fonds coordonnés et, partant, d'une baisse du niveau de protection des investisseurs, y compris particuliers.

3|4 Le rôle des agences de notation

Du fait de leur rôle central sur le marché des financements structurés, les agences de notation ont été rendues en partie responsables des excès et dysfonctionnements considérés comme à l'origine de la crise des *subprime*. Avec des notations couvrant environ 45 trillions de dollars de dette, les agences exercent aujourd'hui la fonction centralisée d'analyse de crédit sur presque autant d'actifs que le total des bilans bancaires. Elles ont acquis cette position à la fois par les économies d'échelle que leur a permis leur fonction centrale d'accumulation de données, de modélisation et d'analyse relative à l'ensemble des émetteurs, et par la reconnaissance officielle que leur procure la réglementation américaine depuis plus de trente ans. Les agences ont de ce fait en grande partie catalysé les débats occasionnés par la crise. Leur rôle dans l'évaluation du risque de crédit des véhicules de titrisation a été mis en question, des interrogations ont été émises sur la fiabilité de la notation en tant que telle des produits de financement structurés

(problèmes dans la gestion des conflits d'intérêts, volatilité excessive due à la mauvaise qualité des modèles utilisés ou du manque de recul, etc.).

Au plan international, les régulateurs de marché ont réagi de manière rapide à ces dysfonctionnements. En particulier, après avoir examiné en profondeur le rôle des agences de notation sur le marché des produits structurés, l'OICV a modifié certains aspects de son code de conduite afin qu'il prenne en compte des spécificités liées à la notation de produits financiers structurés. Elle a ensuite analysé la mise en œuvre de ce nouveau code par les agences de notation. Elle se penche désormais sur le renforcement de la coordination au plan international de la régulation et de la surveillance des agences, une initiative encouragée par le G 20.

Sur un plan plus régional, de profondes évolutions dans le mode de régulation des agences ont été engagées, notamment en Europe, avec la proposition de règlement sur les agences de notation financière publié en novembre 2008 et adopté fin avril 2009 qui prévoit le passage d'un système d'autorégulation des agences à l'introduction d'une forme effective et coordonnée de supervision au plan communautaire.

Au niveau national, l'AMF contribue aux débats depuis cinq ans par la publication de son rapport annuel sur les agences de notation. Avant le début de la crise, l'AMF demandait une évolution du modèle de supervision des agences de notation et avait fait des propositions en ce sens. Il est crucial de s'assurer que la mise en œuvre du nouveau règlement européen garantisse la qualité, la transparence et l'intégrité du processus de notation. Certains éléments essentiels du règlement seront détaillés dans les mois à venir dans le cadre des lignes directrices que le CESR doit publier. Parmi les aspects les plus importants se trouve l'organisation de la surveillance des agences de notation par les autorités compétentes. Les collègues d'autorités créés pour chaque agence joueront un rôle clé dans ce dispositif ; il en va de même pour les moyens et les outils de surveillance qui devront être mis en place. L'AMF souhaite notamment rappeler que le fait de recourir à une agence de notation ne dispense pas les gestionnaires financiers, qui investissent dans des produits structurés pour le compte des OPCVM, notamment ceux offerts aux investisseurs particuliers, d'effectuer leurs propres diligences et contrôles.

L'actualité financière récente a remis au premier plan une partie des problématiques fondamentales de la régulation. La crise financière de la titrisation et du subprime a profondément fragilisé le modèle « originate-to-distribute », qui avait largement contribué au financement de l'économie. La crise a révélé des faiblesses tant en ce qui concerne la transparence du marché des produits structurés que la gestion des conflits d'intérêts ou l'appréciation du risque de crédit par les différents acteurs et, en particulier, les agences de notation. Les régulateurs financiers, rassemblés au sein du Forum de Stabilité financière, ont contribué aux travaux du G 20 en publiant une série de recommandations visant à permettre le retour de la confiance dans ce marché.

Il faut, toutefois, se garder de se focaliser à court terme seulement sur la résolution de la crise actuelle, ou de surréagir en développant une nouvelle vague de réglementations dont l'utilité ne serait pas démontrée. La solution aux dysfonctionnements des marchés réclame à la fois une concertation étroite au plan global et la recherche d'une intégration plus poussée des marchés en Europe au bénéfice des investisseurs comme de l'industrie. La recherche de solutions à la crise actuelle comme la vision du chemin restant à parcourir en Europe doivent donc encourager les États membres à une réflexion et un engagement de nature plus générale, en faveur d'une régulation financière plus efficace, au service de la compétitivité et de la protection de l'épargne.

Les grandes zones économiques sont dans une compétition mondiale pour attirer les capitaux. La régulation est un facteur substantiel dans cette compétition, même s'il n'est bien évidemment pas le seul. Les juridictions qui pratiquent une régulation laxiste peuvent attirer les activités à court terme, mais courent le risque de les voir disparaître irrémédiablement si une crise de confiance survient.

Pour l'Europe, où, d'une part, le bassin d'épargne, qui est déjà l'un des plus importants au monde, est appelé à se développer encore au fil de la prise de conscience par les populations de l'enjeu que constitue le maintien du niveau de vie lors de la retraite, et où, d'autre part, l'industrie financière est l'un des secteurs majeurs de l'économie, ce n'est pas en termes de niveau absolu d'intervention que se pose la question de la régulation, mais en termes d'efficacité. Une régulation efficace n'oppose pas les intérêts des épargnants et ceux des professionnels. Elle consiste à créer et maintenir un niveau de confiance dans le marché qui permette aux épargnants de confier leurs avoirs aux professionnels, avec l'assurance que leur placement sera géré dans leur intérêt, dans le respect des règles du jeu. Ainsi, une régulation efficace n'est pas un facteur de coûts causés par l'application indifférenciée de procédures bureaucratiques, elle doit être une source de valeur ajoutée : le gain qu'elle procure en garantissant la confiance, est supérieur aux coûts de conformité qu'elle engendre.

L'avenir de la régulation financière : échange de vues ¹

ANIL KASHYAP

Professeur d'Économie et de Finances
Booth School of Business, University of Chicago

BANQUE DE FRANCE

Le 3 mars 2009 s'est tenue une conférence sur l'avenir de la régulation financière, qui a réuni Anil Kashyap et plusieurs représentants de la Banque de France.

Six sujets ont été abordés :

- *l'avenir de la réglementation des fonds propres ;*
- *la régulation de la liquidité ;*
- *la régulation macroprudentielle ;*
- *l'aléa moral ;*
- *la relation entre politique monétaire et stabilité financière ;*
- *la restructuration des banques.*

On trouvera ci-après la transcription de ces discussions. Trois principales conclusions se sont dégagées :

- *les régulateurs doivent concevoir des mécanismes visant à éviter les liquidations en catastrophe d'actifs en période de crise, éventuellement au moyen d'un mécanisme obligatoire de recapitalisation ;*
- *le renforcement des responsabilités des banques centrales en matière de stabilité financière ne doit pas occulter leur principale mission, le maintien de la stabilité des prix ;*
- *la situation actuelle diffère jusqu'ici fondamentalement de l'expérience japonaise durant la « décennie perdue », en ce sens que, au Japon, les pertes des banques provenaient des prêts consentis à des entreprises en difficulté alors que les problèmes actuels sont liés à la mauvaise qualité des garanties.*

¹ *Transcription de l'entretien entre Anil Kashyap, professeur d'Économie et de Finances à la Booth School of Business, University of Chicago, Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France, Sylvie Matherat, directeur de la Stabilité financière, Pierre-François Weber, direction de la Stabilité financière et Benoît Mojon, direction des Études monétaires et financières*

1 | L'AVENIR DE LA RÉGLEMENTATION DES FONDS PROPRES BANCAIRES

Jean-Pierre Landau : *La crise a-t-elle révélé une faiblesse de la réglementation ? Faut-il modifier le dispositif de Bâle II ?*

Anil Kashyap : Le dispositif actuel en matière de fonds propres est caractérisé par sa forte asymétrie au cours du cycle de crédit : en période de conjoncture favorable, le marché n'impose pas aux banques de détenir beaucoup de fonds propres et n'exerce guère de surveillance. Les banques qui utilisent leurs propres modèles internes de risque reproduisant l'évaluation des marchés peuvent aisément accroître les crédits et, au mieux, la réglementation freine légèrement ce processus. Quand le ralentissement survient, le marché (et les modèles des banques) indiquent que le volant de fonds propres nécessaire est bien supérieur aux exigences réglementaires. En d'autres termes, il est évident que si nous réduisons, là maintenant, les exigences réglementaires en fonds propres, cela n'aurait aucun effet sur le comportement des banques parce que ces dernières ont besoin de niveaux très élevés de fonds propres rien que pour attirer des financements. En raison de cette asymétrie, le système financier amplifie les cycles, phénomène qui est également patent depuis mi-2007.

Par conséquent, il faut modifier la réglementation des fonds propres pour éviter un désendettement excessif en phase de ralentissement. Cela nécessite de limiter la capacité des banques à accroître leurs actifs et leur effet de levier en période de conjoncture favorable. Dans cette hypothèse, les banques pourraient aborder la période de ralentissement en disposant de fonds propres suffisants pour ne pas avoir à réduire leur activité de prêt. Cela réduirait l'ampleur des liquidations en catastrophe d'actifs en période de crise résultant de la cession généralisée d'actifs opérée par le système bancaire pour satisfaire aux ratios de fonds propres.

Toutefois, il ne sera pas très facile d'y parvenir. La difficulté, avec cette solution, réside dans la nécessité d'éviter l'arbitrage réglementaire. Restreindre la possibilité pour les banques de recourir

à l'endettement en période favorable incite celles-ci à transférer leurs actifs à des institutions financières d'un système bancaire parallèle (*shadow banking system*) en vue d'échapper à la réglementation.

Jean-Pierre Landau : *En période favorable, aucune réglementation des fonds propres n'est susceptible d'être efficace dans ce domaine. Il est donc nécessaire de prévenir la prise de risques en tant que telle. Pensez-vous que le renforcement des exigences en fonds propres le permettra ? Cette mesure suffirait-elle pour éviter un processus de désendettement en période de crise ?*

Anil Kashyap : On peut faire une analogie avec la politique monétaire. Dans la conduite de la politique monétaire, les banques centrales peuvent fixer soit les quantités (*via* le niveau de réserves obligatoires) soit les prix (*via* le niveau des taux d'intérêt). Dans le même ordre d'idées, dans l'article que j'ai rédigé avec Jeremy Stein en 2004, nous proposons de créer un marché pour l'allègement des exigences en fonds propres. Ce marché serait approvisionné par le régulateur (banques centrales ou autorités de surveillance) avec un montant limité de certificats représentatifs de fonds propres négociables fournis par le biais d'adjudications périodiques. Le prix de marché de ces certificats constituerait une mesure directe et transparente de la valeur implicite (*shadow value*) des fonds propres bancaires. Ainsi, un prix élevé indiquerait l'existence d'une pénurie relative de fonds propres bancaires aux régulateurs. Ceux-ci pourraient alors être autorisés à accroître l'offre de certificats en réponse à la hausse des prix, de manière à lier les exigences effectives en fonds propres à la valeur implicite.

Jean-Pierre Landau : *J'interprète votre proposition comme une manière de créer artificiellement une situation de rareté des fonds propres, à l'instar de ce que font les autorités monétaires pour la liquidité de banque centrale via les réserves obligatoires.*

Anil Kashyap : Exactement. Votre remarque m'incite à vous demander si la Banque de France a envisagé de mettre en œuvre un tel mécanisme pour valoriser les fonds propres.

Jean-Pierre Landau : *La Banque de France mène actuellement des réflexions sur la manière d'assurer une valorisation appropriée des risques en période*

favorable, en vue de modifier les incitations et de réduire la procyclicité des systèmes financiers. À cette fin, les systèmes d'information financière et les systèmes comptables devraient contraindre les banques à ne pas distribuer les bénéfices et à les mettre de côté en période favorable et leur permettre de les utiliser comme volants de liquidité en période défavorable.

Anil Kashyap : Il s'agit de modifier le cadre comptable pour prendre en compte l'importance de la stabilité financière. La profession comptable a tendance à s'attacher uniquement aux pertes réalisées et à considérer que permettre la constitution de provisions au titre des pertes potentielles constitue une autorisation de manipuler les résultats. C'est peut-être vrai, mais il y a des avantages à faire constituer aux banques des volants de liquidité en période favorable.

De plus, les banques devraient être tenues d'élaborer des programmes de continuité opérationnelle pour la gestion des crises. Il conviendrait que les grandes banques et les autres institutions d'importance systémique déclarent à leurs autorités de surveillance dans quelles conditions elles seraient amenées à cesser rapidement leurs activités. Ces programmes obligeraient les institutions financières à internaliser les risques extrêmes dans leurs systèmes de gestion des risques. La délimitation du périmètre des institutions concernées par cette règle ne sera pas une tâche facile.

Sylvie Matherat : Votre proposition va dans le sens des travaux en cours au sein du Forum de Stabilité financière : en effet, un groupe de travail présidé par John Gieve, sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, a récemment publié un rapport sur la gestion transfrontière des crises. Ce rapport plaide en faveur de l'élaboration par des groupes d'autorités d'exercices de prévention des situations d'urgence spécifiques à chaque établissement, couvrant des aspects pratiques et des considérations stratégiques.

Jean-Pierre Landau : Votre remarque sur les risques de perte extrême est essentielle. Il semble évident que cette catégorie de risque n'a pas été internalisée par les systèmes financiers. L'innovation financière a probablement réduit les risques moyens, mais amplifié le risque de perte extrême. Une importante question connexe est de savoir s'il serait efficace, au plan tant économique que social,

que les intermédiaires financiers s'assurent contre ce risque. En d'autres termes, l'assurance devrait-elle être privée ou socialisée ?

Anil Kashyap : La question essentielle n'est pas de savoir si l'assurance devrait être privée ou publique, même si le fait qu'elle soit publique pourrait entraîner une certaine sous-évaluation du risque. Nous devrions plutôt garder à l'esprit que notre objectif est d'éviter des cessions brutales d'actifs et une contraction du crédit en cas de matérialisation du risque de perte extrême. Les banques devraient continuer d'assurer leur fonction d'intermédiation quelles que soient les circonstances. Dans le même temps, le secteur privé devrait être tenu de procéder à une valorisation des risques de perte extrême et d'en supporter les coûts. Cela pourrait s'avérer extrêmement onéreux pour les banques, mais cela permettrait d'éviter la récurrence de situations telles que le sauvetage de l'assureur AIG, dont les coûts sont injustement supportés par les contribuables.

Pierre-François Weber : On s'interroge souvent sur la complexité excessive de la réglementation des fonds propres dans le dispositif de Bâle II. Selon vous, quelles sont les incitations créées par cette complexité supposée excessive ?

Anil Kashyap : Comprendre les modèles créés par les banques dans le cadre du dispositif de Bâle II relève du défi. Mais le plus important est de modifier ce dispositif pour s'assurer de l'existence d'un mécanisme obligatoire de recapitalisation.

Pierre-François Weber : Comme vous le savez, il existe un débat sur le périmètre de la réglementation. Pensez-vous que le cadre réglementaire devrait être étendu au-delà des banques, notamment aux hedge funds et au système bancaire parallèle ?

Anil Kashyap : De manière générale, les autorités publiques devraient s'abstenir d'étendre excessivement la réglementation. Les hedge funds ne sont pas à l'origine de la crise. Cela étant, ils ont contribué aux liquidations en catastrophe et créé des externalités sur les marchés. Leur rôle d'amplificateurs de crise pourrait justifier une extension de la réglementation afin d'inclure ces acteurs. Peut-être cet objectif pourrait-il être atteint simplement en renforçant leurs obligations d'information vis-à-vis des autorités de surveillance.

2| LA RÉGULATION DE LA LIQUIDITÉ

Jean-Pierre Landau : *Une dimension majeure du risque de perte extrême a trait au risque de liquidité. Pouvez-vous concevoir un dispositif susceptible d'inciter les institutions financières à internaliser le risque systémique de liquidité et celui de leurs activités de transformation ?*

Anil Kashyap : Un tel mécanisme pourrait être associé aux exigences de fonds propres. De toute évidence, les institutions de grande taille peuvent poser davantage de problèmes sur le plan de la liquidité et devraient être assujetties à des normes plus contraignantes, puisqu'elles sont à l'origine d'externalités plus importantes. Elles présentent un plus grand risque en raison du refinancement à court terme de la dette. Par conséquent, elles devraient être soumises à des exigences spécifiques.

Le problème est qu'un alourdissement de la « taxation » pourrait inciter ces grandes institutions à trouver des moyens de contourner la réglementation. Par conséquent il faudrait qu'une telle mesure s'accompagne d'un nouveau système de *reporting*, pour suivre plus étroitement l'activité des grandes banques.

Sylvie Matherat : *Vous pensez à une taxe ?*

Anil Kashyap : Toute mesure de ce type constitue effectivement une « taxe » et nous devons la qualifier de la sorte. Il nous faut reconnaître que les grandes institutions créent des risques plus importants. Le ratio de fonds propres devrait dépendre à la fois de la composition des actifs et de celle des passifs.

N'oublions pas que nous avons un problème d'incitation : comment mettre un frein au développement des activités des grandes institutions en période d'expansion sans les « étrangler » et les pousser à tenter de se soustraire à la réglementation ?

Jean-Pierre Landau : *D'autres formes de régulation doivent-elles être envisagées, comme l'examen de la structure de rémunération ?*

Anil Kashyap : Assurément, nous pourrions également examiner la structure de rémunération. Il faut bien comprendre que toutes ces propositions peuvent réduire l'efficacité et la mobilité des ressources. Par conséquent, toutes ces mesures peuvent être considérées comme une forme de « taxe ».

3| L'APPROCHE MACROPRUDENTIELLE

Jean-Pierre Landau : *Les coûts économiques des crises financières et le périmètre limité de la surveillance microprudentielle plaident en faveur de la mise en œuvre d'une surveillance macroprudentielle. Comment la régulation et la surveillance macroprudentielles devraient-elles agir ? Pensez-vous qu'elles devraient être confortées par des stabilisateurs automatiques intégrés dans le régime de fonds propres ou qu'il faudrait laisser une certaine marge discrétionnaire ?*

Anil Kashyap : Ce sont des questions essentielles sur lesquelles on ne s'est pas suffisamment penché jusqu'ici. En fin de compte, les banques centrales doivent être impliquées dans la surveillance et ce, pour plusieurs raisons. Premièrement, ce sont elles qui fournissent la liquidité et elles doivent former un jugement fondé en vue de prendre des décisions responsables sur le sauvetage éventuel d'institutions bancaires. Deuxièmement, l'expérience montre que les organismes responsables de la supervision ont tendance à être « capturés » par les établissements qu'ils contrôlent. Ce risque de capture du superviseur remet en cause la pertinence de l'approche de Bâle II fondée sur les notations internes.

En ce qui concerne les marchés dérivés de gré-à-gré, les banques centrales doivent participer au processus de création des contreparties centrales, en tenant compte des risques systémiques inhérents à ces marchés. La difficulté tient à la mise en œuvre effective et à la nécessité de trouver le moyen d'informer les banques centrales sans les surcharger. Un autre écueil est lié au manque de données, qui fait qu'une grande partie des travaux existants sont purement théoriques.

4| L'ALÉA MORAL

Jean-Pierre Landau : *Nous avons construit notre système de régulation autour de l'idée que le problème de l'aléa moral devait être traité afin de garantir le fonctionnement de la discipline de marché. Partagez-vous le point de vue selon lequel la façon dont les autorités publiques ont géré collectivement la crise financière a nui à ce mécanisme ? Si oui, que suggérez-vous s'agissant de la conception de la future régulation financière ?*

Anil Kashyap : Pour répondre à votre question, il convient de faire un retour en arrière. Durant la Crise de 1929, la Cour suprême des États-Unis a modifié les contrats de dette privés et les autorités publiques ont décidé de fermer temporairement les marchés, décision qui fut jugée scandaleuse et annonçant la fin du capitalisme. Je reconnais que l'argument de l'aléa moral va être fortement affaibli pendant un bon moment. Il a joué un rôle clé dans la faillite de Lehman Brothers mais son application s'est avérée très difficile dans la gestion de l'affaire Bear Stearns.

Jean-Pierre Landau : *Je suis d'accord avec vous sur les enseignements que nous pouvons tirer de ces deux exemples. Les intervenants de marché ont adopté des comportements stratégiques au moment de la faillite de ces deux institutions ; certains étaient à la recherche d'opportunités.*

Anil Kashyap : Ces événements font ressortir le besoin urgent d'un dispositif interne de règlement des faillites qui soit cohérent dans le temps et qui permette de laisser des institutions financières s'effondrer sans paralyser l'ensemble du système financier.

5 | LA RELATION ENTRE STABILITÉ FINANCIÈRE ET POLITIQUE MONÉTAIRE

Jean-Pierre Landau : *Doit-on confier aux banques centrales un mandat en matière de stabilité financière, qui se situerait au même niveau que l'objectif de stabilité des prix ?*

Anil Kashyap : La conduite de la politique monétaire et la supervision du secteur financier ne recouvrent pas nécessairement les mêmes compétences. Pour vous donner un exemple, l'autorité de réglementation américaine a été critiquée par les associations de protection des consommateurs à la suite de la situation sur le marché des *subprime*. De façon plus générale, les questions relatives à la plupart des éléments liés à la protection des consommateurs n'ont guère de rapport avec la macroéconomie ou l'économie monétaire.

Même si la stabilité financière a des implications macroéconomiques, je ne suis pas sûr que les

banques centrales disposent de ces compétences. Le cas échéant, il faudrait qu'une section de la banque centrale soit exclusivement dédiée à cette fonction pour éviter tout conflit d'intérêts. Nous courons également le risque que le président du Système fédéral de réserve devienne la cible de critiques. Il est toujours difficile pour la banque centrale d'aller à contre-courant du marché.

Cela dit, une instance spécifique devrait en effet être chargée du suivi des changements qui interviennent sur les marchés financiers.

6 | RESTRUCTURATION

Benoît Mojon : *Comment éviter le problème des crédits aux entreprises « zombies » ? Comment pouvons-nous engager une restructuration sans réduire le levier d'endettement : Pouvons-nous assainir les bilans sans engendrer une récession majeure ?*

Anil Kashyap : La situation aux États-Unis est différente de celle qui prévalait au Japon. Au Japon, les prêts étaient consentis à des entreprises en difficulté alors qu'aux États-Unis, les problèmes sont liés à la mauvaise qualité des garanties. Si le Congrès obligeait Citibank à prêter de l'argent à General Motors, cela serait un désastre à la fois pour Citibank et les contribuables, dans la mesure où, comme je le pense, les prêts ne seraient pas remboursés.

Si nous pouvons nous permettre de transférer l'ensemble des actifs toxiques vers une structure externe au système bancaire, le secteur privé recapitalisera de nouveau la « partie en bonne santé » du système bancaire. Réaliser une simulation de crise sur les banques pour déterminer l'ampleur du problème des actifs toxiques constitue la première étape à suivre.

Jean-Pierre Landau : *Seriez-vous favorable à une sanction des investisseurs détenant des obligations de banques en difficulté ?*

Anil Kashyap : Une partie des pertes doit être supportée par les détenteurs d'obligations. S'il ne s'agissait pas d'une société financière, la législation en matière de faillite ferait supporter aux détenteurs d'obligations une partie des pertes à la suite de la liquidation.

BIBLIOGRAPHIE

Hoshi (T.) et Kashyap (A. K.) (2008)

"Will the US bank recapitalisation succeed? Lessons from Japan", NBER working paper series, Working Paper 14401, octobre

Kashyap (A. K.) et Stein (J. C.) (2004)

"Cyclical implications of the Basel II capital standards", *Economic Perspectives*, 1^{er} trimestre

Kashyap (A. K.), Rajan (R. G.) et Stein (J. C.) (2008)

"Rethinking capital regulation", Paper presented to the Federal Reserve Bank of Kansas City conference, Jackson Hole, août