

Question d'Europe

n°246

2 juillet 2012

Dominique Perrut

Docteur ès sciences économiques (Paris-1),  
consultant bancaire à Paris, chercheur  
associé à l'université d'Angers (Granem).

# La régulation financière après la crise des « subprimes » : quelles leçons et quelles réformes ?

## Résumé :

La crise financière qui a débuté en 2007 a révélé que la politique monétaire devait intégrer un objectif de stabilité financière et que les institutions dont les difficultés risquaient de se propager à l'ensemble du système financier devaient être identifiées et surveillées. Elle a également montré qu'il était nécessaire, dans un contexte où les doctrines et les pratiques traditionnelles de gestion des crises financières sont en mutation, de mettre en place de nouvelles réglementations et des mécanismes de résolution des crises pour limiter l'aléa moral et le coût pour la collectivité des mesures de soutien. Plusieurs réformes sont ainsi menées au niveau global dans le domaine de la régulation financière. Dans l'Union européenne, celles-ci comprennent des changements de la législation, la création d'une nouvelle architecture de supervision et une transposition des nouvelles normes internationales. Un bilan en est dressé.

Démarrée en 2007, la crise financière globale a jeté un sévère discrédit sur l'ensemble des Autorités nationales ou mondiales chargées de prévoir, contrôler et gérer les évolutions financières. L'agenda fixé par le G20[1], en réponse à l'ébranlement du système, conduit à des réformes visant à fournir un cadre réglementaire plus protecteur de la stabilité financière. Ces réformes dessinent une nouvelle organisation, le Modèle prudentiel global et intégré, reposant sur une production internationale de normes et sur l'intégration des niveaux micro et macro-prudentiels, à l'occasion de la mise en place de nouveaux outils.

Après avoir pris en compte les leçons de la crise, cerné les nouvelles orientations réglementaires, nous analyserons, quelle organisation rénovée l'Europe met en place, et évaluerons les atouts et les faiblesses du dispositif prudentiel, dans un contexte concurrentiel où les grandes zones, Etats-Unis notamment, n'avancent pas au même rythme, ce qui peut ralentir le processus.

## 1 – LEÇONS DE LA CRISE ET RÉFORMES D'APRÈS-CRISE

### 1-1 Les enseignements de la crise financière

De nombreux débats ont tenté d'éclairer les causes de la crise récentes et les conséquences de sa ges-

tion. Les analyses ont conduit à un certain consensus sur les leçons de la crise. Ces enseignements peuvent être résumés autour de quatre propositions.

#### **a- La politique monétaire doit intégrer un objectif de stabilité financière.**

Pendant trois décennies, les Banques centrales ont adopté une politique monétaire dite de ciblage d'inflation, consistant à viser la stabilité des prix de détail. Cette orientation reposait sur le postulat selon lequel l'absence d'inflation assurerait d'elle-même la stabilité du système financier. L'expérience a montré au contraire que dans la finance libéralisée, la stabilité des prix de détail peut fort bien aller de pair avec de fortes hausses des prix d'actifs (immobiliers, boursiers), alimentées par une expansion excessive du crédit, elle-même dopée par l'approvisionnement généreux en liquidités à faible coût par les Banques centrales[2].

Ce faisant, tout à leur dogme monétariste, les Banques centrales ont ignoré le nouveau contexte économique. La politique des Autorités s'est inscrite en porte-à-faux vis-à-vis d'une économie libéralisée, devenue intrinsèquement instable, car donnant une plus large place aux marchés d'actifs, lesquels sont fluctuants par nature. La stabilité monétaire, au long de cette période, dite de

1. *Sommets de Washington* (octobre 2008) et de *Londres* (avril 2009).

2. Parmi les nombreuses contributions sur ces points, on peut se reporter à : Goodhart Ch., 2010, *The changing role of central banks*, BIS Working Papers, n° 326, November; Borio C., 2011, *Central banking post-crisis : What compass for uncharted Waters?*, BIS Working Papers, n° 353, September; Aglietta M., 2010, « La rénovation de la politique monétaire », in *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE, complément A.

Grande modération, s'est donc accompagnée d'une instabilité financière. On admet désormais que la politique monétaire doit intégrer, outre la stabilité des prix, un objectif de sécurité du système financier. Reste la question des instruments. En effet, le maniement des taux d'intérêt, outil quasi-unique de la lutte contre l'inflation, est de peu d'efficacité contre l'emballement du crédit. Par ailleurs, on reconnaît la difficulté de fixer deux objectifs distincts à un seul instrument, ce qui risquerait d'entraîner à certains moments des conflits entre eux. L'idée qui s'impose aujourd'hui consiste (dans le projet de norme bancaire, dit Bâle III) en la création d'un nouvel outil à visée macro-prudentielle, pour amortir, de par son effet contra-cyclique, les fluctuations du crédit et ses conséquences inflationnistes sur les prix des actifs

### **b – Les institutions « d'importance systémique » doivent être identifiées et surveillées.**

Le risque de système, qui a dernièrement fait l'objet d'une littérature prolifique, peut être succinctement défini comme le risque d'une vaste rupture dans la fourniture de services financiers entraînant des conséquences sérieuses pour l'économie dans son ensemble[3]. L'existence d'institutions financières d'importance systémique est considérée comme une cause essentielle de ce risque. Les banques de ce type étaient traditionnellement appréhendées par le seul critère de la taille. La crise de 2007-2009 a révélé que deux autres facteurs, notamment, pouvaient favoriser de risque de système. Il s'agit des problèmes de liquidité des banques, eux-mêmes liés à leur endettement excessif (*effet de levier*) et à la titrisation complexe ; ce sont aussi les liens hors-bilan noués entre banques, notamment via les mécanismes d'assurance crédit (CDS) [4].

Ces deux facteurs ont en effet constitué, par leur soudaineté et leur intensité, de redoutables canaux de propagation des chocs financiers. Le développement effréné de la titrisation complexe, via les CDOs et les ABCPs, véritables concentrés d'innovations financières, a entretenu le financement des actifs immobiliers en disséminant les risques à travers le monde[5]. Via la titrisation, c'est le système financier planétaire, européen au premier chef, qui a financé la bulle de l'immobilier résidentiel américain. Parmi les institutions systémiques, le Conseil de stabilité financière (CSF) a retenu la notion d'institution financière d'importance systémique globale (G-SIFI), définie par sa capacité d'entraîner, en cas de faillite, une dislocation du

système financier global et des chocs économiques pour un ensemble de pays. Une liste de 29 institutions a ainsi été retenue par le CSF, sur la base d'une combinaison de critères, faisant place, outre la taille, aux nouveaux vecteurs de risque observés lors de la crise financière : l'interconnexion, l'activité transfrontière, la complexité et l'absence de services de substitution[6].

### **c - La fonction de prêteur en dernier ressort a connu des mutations importantes.**

La notion de prêteur en dernier ressort (PDR), vieille de deux siècles, reste imprécise dans la littérature. Dans son acception classique, le PDR se confond avec la Banque centrale quand elle fournit des liquidités en urgence, selon des modalités bien établies par le modèle Thornton-Bagehot, à une banque illiquide, mais qui reste solvable[7]. Ce type d'opération vise à éviter une faillite qui, par ses effets de contagion, pourrait s'avérer dommageable pour l'ensemble du système.

Force est de constater que, dans toutes les crises bancaires qui ont frappé les pays de l'OCDE depuis un quart de siècle, à la suite de la libéralisation, les Pouvoirs publics ont secouru des institutions insolubles en vertu du principe selon lequel elles étaient trop grosses pour faire faillite (*too big to fail*, TBTF). On considérait en effet que, de par leur taille, ces entités pouvaient entraîner, en cas de défaillance, un effondrement du système bancaire.

La doctrine classique a alors évolué pour faire place, depuis trente ans environ, au Modèle prudentiel hiérarchisé, fondé sur l'ambiguïté constructive (quand la Banque centrale se réserve une attitude discrétionnaire, ambiguë, face à une banque en difficulté) et sur deux filets de sécurité (la supervision, comprenant les règles prudentielles et la surveillance, et les systèmes de garantie et de solidarité) [8].

Lors de la crise de 2008, le principe TBTF a été érigé en principe intangible par les responsables du G7, proclamant solennellement leur engagement de sauver de la faillite toutes les institutions systémiques[9]. La fonction de prêteur en dernier ressort a subi une triple mutation. Celle de la doctrine, tout d'abord, puisque les préceptes de référence (notamment le fait laisser faillir les institutions insolubles dans le modèle classique, puis le fait d'adopter une attitude discrétionnaire dans le modèle suivant) sont clairement transgressés. Celle des instances d'intervention, ensuite, puisqu'un partage des rôles est instauré entre les

3. Cette définition est établie par le Conseil de stabilité financière : FSB, *Macroprudential Tools and Frameworks*, 27 October 2011 ; des revues de la littérature ont été proposées par le FMI, la BCE et la Commission européenne.
4. CDS : Credit Default Swap ; il s'agit d'un contrat d'assurance de crédit qui se déclenche lorsqu'un événement de crédit est constaté (défaut d'un débiteur). Cet instrument a constitué un redoutable vecteur de propagation de la crise récente.
5. Les CDOs (*collateralized-debt-obligations*) et les ABCPs (*Asset-Backed Commercial Papers*) sont les principaux outils de la titrisation complexe. Celle-ci repose sur trois innovations financières : les modèles *Value-at-Risk*, les CDS et la valorisation en valeur de marché.
6. *Financial Stability Board, Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, 4 November 2011 ; G-SIFI : *Global Systemically Important Financial Institution*.
7. H. Thornton (1802) et W. Bagehot (1873) ont établi le cadre de référence de ces interventions. On pourra se reporter aux tribunes de l'auteur publiées par *Atlantico.fr* du 7 au 9 janvier 2012 sous le titre : *Quelle BCE pour l'Europe de demain ?*
8. Voir l'article de l'auteur cité ci-dessus et son ouvrage *Le système monétaire et financier français*, Seuil, coll. Points, 1999 ;
9. Déclaration du G7, 10 octobre 2008 ;

États, intervenant désormais dans des opérations de recapitalisation, et les Banques centrales, qui assurent la liquidité. Celle, enfin, des instruments d'action dont la gamme s'est diversifiée : - pour les États, les outils s'étendent des apports en capital jusqu'aux garanties en passant par les structures de cantonnement, ou *bad banks* ; - pour les Banques centrales, les opérations vont jusqu'aux fournitures de liquidités illimitées à moyen terme et aux achats de titres souverains ; - les Banques centrales, par ailleurs, passent désormais entre elles des accords d'échanges (*swaps*) illimités de devises, esquissant par là un rôle de PDR international[10].

**d – Un cadre de gestion des crises visant à éviter l'aléa moral et à protéger le contribuable est nécessaire.**

Le fait de graver dans le marbre le principe TBTF a conduit à des actions massives de rescousse d'entités insolubles et, par la suite, à des opérations de recapitalisation pour combler des carences en fonds propres. La nature de ces opérations a entraîné l'intervention des États, plutôt que des Banques centrales. Ces opérations de sauvetage ne vont pas sans conséquences. La création d'un aléa moral considérablement aggravé est l'un des effets directs de la gestion de la crise récente. On entend par aléa moral le fait qu'en vertu de l'engagement du G7 toute institution systémique peut se considérer comme abritée d'une faillite, de par sa taille même, quels que soient ses errements. Cette situation malsaine risque d'inciter à de nouvelles prises de risques excessifs.

Les coûts élevés pour la collectivité sont la deuxième conséquence des modalités de réponse aux chocs financiers. Selon la Commission européenne, les aides d'Etat approuvées dans l'Union européenne pour le secteur financier ont atteint 4.100 milliards €, dont 2.000 ont été utilisés en 2008 et 2009. Le FMI chiffre à 1.000 milliards €, soit 8 % du PIB de l'Union européenne, les pertes subies par les banques européennes entre 2007 et 2010[11].

Le traitement de la crise en situation d'urgence a conduit au report sur la collectivité des coûts de renflouement du secteur financier. La mise en place d'un cadre pour la gestion et la résolution des crises, afin de préserver l'économie, éviter l'aléa moral et protéger le contribuable, figure donc parmi les priorités des réformes, que nous allons maintenant examiner.

**1-2 - Les réformes en cours**

En cours d'élaboration, les réformes principales, orchestrées par le G20 et le Conseil de stabilité financière comportent notamment, au niveau prudentiel, une pièce maîtresse pour la prévention de nouvelles crises, la nouvelle norme bancaire dite Bâle III, et un cadre pour la résolution des crises d'institutions financières[12]. De pair avec ces réponses globales, chaque pays ou zone procède à une refonte de son cadre législatif pour les activités financières. Ainsi, en lien avec les orientations du CSF, on assiste, au niveau macro-prudentiel, à la création d'observatoires du risque systémique aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Chine et pour l'Union européenne dans son ensemble. La micro-supervision a fait l'objet de réformes en Europe et aux États-Unis, où, à l'occasion de la loi Dodd-Frank de 2010, l'organisation, vétuste et bureaucratique est en redéfinition, notamment quant aux attributions entre Autorités.

**a - De nouvelles normes bancaires.**

Le ratio de fonds propres consiste dans l'exigence faite aux banques de présenter un certain niveau de fonds propres en proportion de leurs engagements, ou risques, pondérés selon différentes méthodes. L'innovation majeure du dispositif de Bâle III, qui sera progressivement mis en place selon un calendrier allant de 2013 à 2019, consiste à adjoindre à l'outil micro-prudentiel existant (le ratio de fonds propres), lequel sera considérablement renforcé, une dimension macro-prudentielle nouvelle, élargissant, entre autres, le dispositif à des instruments autres que ceux concernant les seuls fonds propres[13].

Au niveau micro-prudentiel, le renforcement des dispositions de Bâle II (devenu Bâle 2,5, depuis la version de 2009), comprend une hausse quantitative et qualitative des fonds propres ; une extension et une redéfinition de la couverture des risques ; l'introduction d'un ratio de levier, outil nouveau, indépendant de la pondération des risques, incluant les opérations de hors-bilan ; cet instrument, destiné à limiter le recours des banques à l'endettement, fixe un plafond infranchissable limitant le total des expositions à 33 fois le noyau dur des fonds propres (Tier 1)

Destinée à contrer l'aléa moral et le risque systémique, la dimension macro-prudentielle, nouvelle, comprend pour les fonds propres un volant contra-cyclique, visant à atténuer les excès du crédit, dont le maniement (de 0 % à 2,5 % des expositions) incombera au superviseur ; une

10. La diversité des instruments d'action est mise en évidence par les rapports de la Commission européenne et les rapports annuels de la BCE.

11. Sources : Commission européenne et FMI.

12. Le Conseil de stabilité financière (CSF), institué par le G20 en avril 2009, prend la suite du Forum pour la stabilité financière (FSF) créé en 1999 par le G7. Par rapport au FSF, le CSF regroupe un cercle élargi de pays membres et dispose d'un mandat plus vaste, afin de coordonner l'action des régulateurs internationaux pour promouvoir la stabilité financière.

13. Principal texte de référence sur Bâle III : Basel Committee on Banking Supervision, 2011, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, revised version June*.

surcharge pour les banques systémiques consistant en des exigences supplémentaires de fonds propres durs (Tier 1), pouvant varier de 1 % à 2,5 %, voire 3,5 %, des engagements ; cette capacité supplémentaire d'absorption des pertes par le capital des banques de ce type vise à réduire le risque systémique et, en cas de défaillance, son coût pour la collectivité. En outre, deux ratios de liquidité, instruments nouveaux, seront instaurés, l'un à court terme, l'autre à long terme, et harmonisés au plan mondial. Ces derniers outils sont destinés à éviter le retour des crises de liquidité rencontrées de façon quasi-continue depuis 2007. Au total, pour les plus grandes banques systémiques, cette réforme pourra se traduire par un doublement des exigences de fonds propres (de 8 % à 15,5 %, et même 16,5 %), vis-à-vis de leurs engagements, ceux-ci étant redéfinis de façon plus sévère et placés sous la surveillance plus étroite des superviseurs, dont les pouvoirs discrétionnaires seront étendus.

#### ***b – Vers la création d'un mécanisme de gestion et de résolution des crises.***

Les Autorités ont dû, lors de la crise, constater l'absence d'un système de résolution des faillites individuelles. Cette lacune a conduit les Pouvoirs publics à intervenir dans l'urgence, occasionnant un aléa moral et des pertes pour les contribuables. Un système de résolution des crises est destiné à éviter, lors d'une défaillance bancaire, le déclenchement d'une crise de système, tout en protégeant le contribuable et en respectant la hiérarchie entre les créanciers. Le CSF a publié les principes devant inspirer les systèmes nationaux à mettre en place, comportant notamment la désignation d'une autorité pour mener à bien ce type de tâche ; des mesures spécifiques pour affronter les crises de groupes internationaux ; des plans de sauvetage et de résolution pour les firmes systémiques. Plusieurs pays ont déjà planifié des actions sur ce dernier point. La Commission européenne, de son côté, a établi une communication « Doter l'UE d'un cadre de gestion des crises dans le secteur financier », conduisant à une proposition législative en juin 2012[14].

#### **1-3 - Un nouveau modèle de régulation et de supervision financière.**

L'impulsion du G20, relayée par la coordination des organismes internationaux annonce une nouvelle organisation pour assurer la stabilité financière. Nous qualifions cette

architecture de Modèle prudentiel global et intégré. Il repose en effet sur deux caractéristiques : la volonté de répondre à la globalisation financière par une régulation globale applicable tous les pays ; et la reconnaissance du risque de système et de l'aléa moral, conduisant à une politique prudentielle intégrée. Ainsi s'esquisse devant nos yeux les contours d'un modèle de troisième génération, après le modèle classique du XIX<sup>ème</sup> siècle (Thornton-Bagehot) et le modèle prudentiel hiérarchisé, en vigueur depuis plusieurs décennies.

- Des normes élaborées au niveau global. Une réforme d'ensemble du système financier a été décidée par le G20 en 2008. Celle-ci est fondée sur plusieurs principes : promouvoir une réglementation saine et l'intégrité des marchés, renforcer la coopération internationale, réformer les institutions financières mondiales. Le programme d'action est confié au Conseil de stabilité financière (CSF) qui assure, avec le FMI, la coordination du travail effectué par les instances de régulation sectorielles (BRI, Comité de Bâle, Association internationale des superviseurs d'assurance, Organisation internationale des commissions de valeurs) ; et par les régulateurs transversaux (IASB et FASB pour les normes comptables) et certaines institutions internationales (Banque mondiale et OCDE). Un élément novateur du chantier réglementaire réside dans la volonté désormais affichée par certains régulateurs (Comité de Bâle, IASB) d'étendre leur statut de producteur de normes à celui de contrôleur de leur mise en œuvre complète et harmonisée. Ceci a pour but d'éviter les distorsions de concurrence entre pays et la perte de crédibilité dans les standards qu'entraînerait une application désordonnée. Ainsi, le Comité de Bâle entend désormais suivre attentivement l'avancée de la transposition de la norme mondiale, comme le montre un rapport récent, publié sur l'état d'avancement des normes du Comité selon les pays[15].

- Un système prudentiel intégré. L'interpénétration des éléments de ce système apparaît dans l'articulation recherchée entre la supervision micro et macro-prudentielle. Une telle intégration est requise par l'évolution des normes bancaires, qui donnera aux Banques centrales (chargées de surveiller la monnaie et le crédit) la charge de mettre en œuvre les mesures macro-prudentielles, telles que le niveau des coussins contra-cycliques, en étroite liaison avec les micro-superviseurs, qui répercuteront ces déci-

14. FSB, 2011, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, October ; Commission européenne, 2010, *Doter l'UE d'un cadre de gestion de crises dans le secteur financier*, octobre, COM(2010) 579 final ; Commission européenne, 2012, *Proposition législative pour le redressement et la résolution des crises bancaires*, 6 juin.

15. Basel Committee on Banking Supervision, 2011, *Progress report on Basel III implementation*, October.

sions sur les banques individuelles. La politique prudentielle est désormais conçue comme un cycle d'ensemble comprenant plusieurs étapes liées entre elles : en amont des crises, l'action préventive, fondée sur la détection précoce, assurée par les observatoires du risque systémique, et des règles prudentielles durcies (projet Bâle III) ; la politique monétaire devrait également être mise à contribution face à l'inflation des prix d'actifs ; la gestion des crises, lorsqu'elles surviennent, faisant intervenir plusieurs acteurs, notamment : la Banque centrale et les Etats (c'est la fonction du PDR) ou la micro-supervision pour la gestion des situations individuelles ; la résolution des crises, en aval, pour offrir, face aux faillites individuelles une réponse qui évite le risque de système, épargne la collectivité et respecte la hiérarchie des créanciers.

Si l'on discerne bien la logique et l'orientation de ce nouveau modèle prudentiel, on ne peut manquer pour autant de s'interroger sur les limites et les risques du processus en cours. La volonté de mener à son terme le programme du G20 n'est sans doute pas également partagée par tous les pays. De ce point de vue, la lenteur de la réforme financière Dodd-Frank aux Etats-Unis risque de créer une situation de concurrence réglementaire pouvant freiner la réforme globale. Par ailleurs, les nouvelles règles bancaires (Bâle III) pourraient entraîner nombre d'effets pervers. Ces risques, qu'il convient désormais d'examiner attentivement, peuvent porter sur : les conditions de financement de l'économie (peut-on assister à un ralentissement du crédit ? à une hausse de son coût ? à une discrimination entre les entreprises, au détriment des PME créatrices d'emplois ?) ; sur les menaces de relance du système bancaire parallèle (*shadow banking*), bien que des mesures soient en préparation pour contrer une telle dérive ; avoir un effet d'éviction possible du secteur industriel pour la collecte de capitaux frais sur des marchés financiers, qui, outre les Etats, seront massivement sollicités par les banques dans la décennie à venir. On peut enfin se demander si les surcharges systémiques seront réellement efficaces contre l'aléa moral.

## 2 – LE DISPOSITIF EUROPÉEN DE RÉGULATION ET DE SUPERVISION FINANCIÈRE.

Examinons maintenant le dispositif prudentiel global qui se met en place dans l'Union européenne, en phase avec la redéfinition mondiale, avant d'en discuter certains aspects.

### 2-1 – La réforme de la supervision financière

Après les réponses directes à la crise, à l'automne 2008, l'Union européenne a entrepris la refonte du cadre de la supervision et de la législation sur les activités financières. Cette réforme devrait être achevée à la fin de 2012[16].

#### a - La réforme de 2010.

Adoptée en octobre 2010, la révision de la supervision financière comprend, outre la création d'une instance de surveillance macro-prudentielle, la création de 3 Autorités sectorielles prenant la suite des 3 Comités de contrôleurs micro-prudentiels. Ces deux niveaux (macro et micro-prudentiel) coopèrent entre eux via des représentations croisées et un Comité mixte *ad hoc*. Chargé de la surveillance macro-prudentielle de l'Union européenne, le Comité européen du risque systémique (CERS) doit prévenir et atténuer les risques systémiques en collectant les informations nécessaires à cet effet, en identifiant les risques, en émettant des alertes et en préconisant les mesures à prendre quand les menaces sont repérées. Le CERS est présidé par le Président de la BCE. Parmi les 14 membres du Comité directeur, on compte 7 membres de la BCE et les présidents des trois autorités micro-prudentielles. Le Conseil général inclut, en outre, les gouverneurs des 27 banques centrales nationales de l'Union. Par ailleurs, le CERS travaille avec les moyens de la BCE, qui, en assurant son secrétariat, lui fournit un support « analytique, statistique, logistique et administratif ». Le CERS, enfin, ne dispose pas de la personnalité juridique[17].

Le niveau de la surveillance micro-prudentielle, qualifié de Système européen de superviseurs financiers (dont le CERS fait partie), fonctionne comme un réseau décentralisé. Tandis que les superviseurs nationaux poursuivent leurs opérations au jour le jour et que des collèges de superviseurs assurent la surveillance des groupes transfrontaliers, les trois nouvelles Autorités européennes ont pour tâche, avec des moyens renforcés, de coordonner l'application des standards de supervision européens et d'assurer une forte coopération entre les superviseurs nationaux. Opérationnelles depuis le début de 2011, ces nouvelles instances (l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers) sont notamment composées des 27 responsables des autorités publiques nationales compétentes dans le secteur concerné. Dotées de la personnalité juridique

16. Sur la gestion européenne de la crise, voir l'étude de l'auteur : *The EU financial reform facing the global context*, Granem, Univ. d'Angers, 2011 ; un résumé de la réforme financière est fourni par la Commission européenne : *La réglementation des services financiers au service d'une croissance durable*, COM (2010) 301 final.

17. Au sein du « paquet supervision », établissant ces nouvelles instances par des règlements, le CERS est institué par le règlement n° 1092/2010 du 24 nov. 2010. Un autre règlement fixe les tâches de la BCE vis-à-vis du CERS.



et indépendantes vis-à-vis des pouvoirs politiques (mais devant leur rendre des comptes), ces Autorités disposent de pouvoirs contraignants sur les institutions financières (mais les cas sont limités et la procédure compliquée). Le mandat, extrêmement large, confié à ces autorités, peut se résumer autour de deux axes bien distincts : élaborer dans l'Union un ensemble unique de principes et de règles, c'est-à-dire une culture commune de supervision ; et résoudre les conflits individuels liés aux entreprises transfrontalières (surveillées par les collèges de superviseurs regroupant les superviseurs du pays d'origine et ceux des pays d'accueil) et aux transgressions vis-à-vis de la réglementation (de la part des institutions individuelles ou des autorités nationales.)

#### **b – Les changements du cadre législatif.**

Par un effet d'entraînement bien connu dans le processus européen, le lancement de l'euro, en 1999, avait conduit à une relance énergique du marché unique des services financiers, au moyen de deux programmes, le Plan d'action sur les services financiers (1999-2004), aboutissant à 39 textes législatifs, et la politique des services financiers (2005-2010). À partir de 2008, la crise a exigé des réponses d'urgence prolongées par la volonté de réformer le cadre législatif des activités financières. Ce programme qui devait s'achever avant fin 2011, en vue d'une transposition dans les pays membres avant fin 2012, est construit sur trois principes.

- Une transparence renforcée. Un règlement sur les agences de notations a été adopté en 2009 ; une initiative législative sur les produits dérivés a été prise et la révision de l'importante Directive sur les marchés d'instrument financiers, dite MiFID, est en cours. Elle forme le noyau dur de la réglementation des marchés financiers dont les infrastructures connaissent des mutations technologiques extrêmement rapides se prêtant à de multiples dérives.

- La résilience et la stabilité du secteur financier comprennent des mesures législatives essentielles pour la prévention et la résolution des crises. Elles s'inscrivent dans le cadre des normes globales comme la transposition de la norme bancaire Bâle III par la 4ème Directive sur l'adéquation des fonds propres, dite DAPF IV[18] et la définition d'un cadre de gestion et de résolution des crises, lequel, après la Communication de la Commission, vient de faire l'objet, le 6 juin dernier, d'une proposition législative.

- La protection des consommateurs. Des mesures ont été prises sur les ventes à découvert et les contrats d'échange sur défaut (les CDS). Par ailleurs, la révision des systèmes de garantie (concernant les déposants, les investisseurs et les assurés), est réalisée ou en cours.

#### **2-2 – Bilan des réformes et questions soulevées**

Nous envisagerons les questions soulevées par l'évolution législative européenne, puis celles relatives à la supervision, avant de nous interroger sur les problèmes liés à l'harmonisation.

#### **a – Les réformes législatives : des améliorations ont été apportées, mais des faiblesses et des interrogations demeurent.**

Suivant de près la nouvelle impulsion donnée au marché unique des services financiers, en 1999, le Conseil européen a commandé une étude sur l'état de la législation européenne dans le domaine des valeurs mobilières. Remis en 2001 pour y répondre, le rapport Lamfalussy, se livre à une critique dévastatrice à l'endroit de la législation de l'Union. Le document déplore en effet l'absence de législation de base européenne et rien moins que l'incapacité du législatif à produire un tel corpus. Le processus de fabrication des lois est ensuite passé au lance-flamme, car médiocre et lent face à la mutation rapide des techniques, aboutissant en conséquence à des textes déjà périmés lors de leur mise en œuvre. Enfin, le document souligne l'absence de contrôle de l'Union pour assurer l'application effective et homogène des lois européennes dans les États membres.

La proposition centrale du texte consiste à associer au processus législatif des Comités de régulateurs et de contrôleurs par métier, banques, assurances, valeurs mobilières, réunissant les instances nationales concernées, pour améliorer les textes et, par délégation du législatif, définir des mesures d'application.

L'objectif d'une amélioration de la législation a ensuite été réaffirmé dans la Politique des services financiers 2005-2010, qui en fait une priorité avec la formule mieux légiférer. La technique de la refonte des textes (simplification, codification, actualisation), l'évaluation coûts-avantages de chaque projet, les consultations ouvertes et le contrôle de l'application effective, étaient les moyens retenus à cette fin. Récemment, le principe d'une réglementation intelligente (*Smart Regulation*) a été repris dans une com-

18. 4ème directive sur l'adéquation des fonds propres (DAFPFIV). Selon une politique constante de l'UE, les normes de Bâle sur les fonds propres bancaires font l'objet d'une transposition universelle et obligatoire.

munication de la Commission[19], insistant sur la prise en compte de l'ensemble du cycle politique législatif : conception, mise en œuvre, évaluation, révision.

On doit s'interroger sur l'état de la législation européenne après ces tentatives. Du côté des atouts, l'intense travail législatif effectué par l'UE dans les services financiers, notamment depuis 1999, vise à doter le continent d'une législation moderne, homogène et sans cesse mise à jour. Les réponses législatives à la crise ont été rapides et efficaces, avec l'ambition de fournir un cadre d'ensemble pour la sécurité financière. La technique de la refonte offre des textes plus clairs et lisibles. Des études d'impact et d'évaluation sont menées régulièrement. En amont des propositions, des synthèses ouvrant sur des questions claires sont fournies dans les livres verts, en vue de larges consultations de tous les acteurs[20]. Des faiblesses et des questions subsistent. Lors du Réexamen du processus Lamfalussy en 2007, il a été relevé que le législatif ne prévoyait pas de délégation suffisante aux Comités de régulateurs et de contrôleurs et à la Commission pour définir les mesures d'exécution, en vue d'alléger les directives-cadre, alors que c'était l'objectif même de la réforme issue du rapport Lamfalussy. Désormais les directives-cadre s'accompagnent fréquemment de délégations pour les mesures d'exécution (comme c'est le cas pour la dernière directive de 2009 sur les OPCVM). Par ailleurs, dans le cas précis de la Directive sur les Marchés d'instruments financiers, appliquée depuis fin 2007, des observateurs de marché font état de multiples contournements des règles en vigueur par des acteurs qui usent de techniques de pointe pour créer de flagrantes inégalités entre les investisseurs[21]. On s'interroge sur les raisons de telles déviations. Dans quelle mesure tiennent-elles aux insuffisances des textes ou à des défauts de supervision ? Enfin, la question du contrôle de la mise en œuvre des lois européennes de façon homogène dans les pays membres reste posée et devrait être documentée sérieusement.

### **b – La réforme de la supervision : une organisation complexe, un chantier vaste, des pouvoirs de décision limités.**

Comme l'ont fait plusieurs pays (Etats-Unis, Royaume-Uni et Chine, entre autres), l'Union européenne se dote d'une instance de surveillance macro-prudentielle, le CERS. Cet organe, dépourvu de pouvoirs contraignants et ne disposant pas de la personnalité juridique, est très largement

tributaire de la BCE quant à ses moyens. Les rapports pré-alables à l'instauration de cet organe notaient qu'il devait tirer son influence de sa réputation. Cependant, compte tenu de la dépendance de celui-ci vis-à-vis de la BCE et du SEBC (au sein du Comité directeur et du Conseil général, respectivement), il s'agit surtout d'un lieu de consultation et d'échange, notamment entre le BCE et le SEBC, et les Autorités de micro-supervision.

Les Autorités de supervision micro-prudentielle ont déjà une histoire de près de dix ans. À la suite du rapport Lamfalussy en 2001, trois Comités de contrôleurs ont été institués pour améliorer la législation européenne et la surveillance. Plusieurs tentatives de renforcement ont été faites pour permettre à ces instances de répondre à un élargissement de leur mandat, dont l'étendue, selon certains, a fini par confiner au ridicule. Des moyens un peu plus contraignants leur ont été fournis (tels que l'approche dite "comply or explain", se conformer ou s'expliquer, enjoignant une institution ou une autorité de se justifier si elle déroge à une prescription). Avant leur transformation en Autorités, les Comités sectoriels de contrôleurs jouaient plutôt un rôle de médiateur informel[22].

Par ailleurs, on doit mentionner la multiplication des instances ou comités (4 comités Lamfalussy et 3 Autorités), créant par endroits des risques de chevauchement, par exemple entre l'Autorité bancaire européenne et le Comité de surveillance bancaire de la BCE. La transformation en Autorités des Comités de contrôleurs montre une avancée certaine, notamment grâce à l'octroi de la personnalité juridique et de pouvoirs contraignants. Cependant le mode de fonctionnement collégial entre pairs continuera de prévaloir et les procédures contraignantes que les Autorités pourront mettre en œuvre, vis-à-vis d'une institution ou d'une autorité nationale (laquelle est représentée en leur sein), sont complexes et à l'évidence délicates. Parfois discutée, la spécialisation des Autorités par métier constitue un bon choix compte tenu de la spécificité des réglementations sectorielles et de la différence de nature des risques, notamment entre la banque (exposée au risque systémique) et l'assurance.

Dans sa supervision des banques transfrontalières, notamment en situations de crise, l'Autorité bancaire européenne s'appuie sur deux outils, les collèges de superviseurs et les protocoles d'accord bilatéraux, de peu d'efficacité, passés entre Autorités des pays membres (Banques centrales, Trésors, superviseurs). Les collèges réunissent, pour un

19. Commission européenne, 2010, Une réglementation intelligente au service de l'Union européenne, COM(2010) 543 final, octobre.

20. On peut prendre l'exemple du récent livre vert sur le système bancaire parallèle (Green Paper : Shadow Banking, COM(2012) 102 final).

21. Pour des exemples édifiants, fournis par un observateur de marché, voir : H. de Vauplane, « Révision de la MIF », Revue Banque, février 2011.

22. Ces points sont largement développés dans deux rapports qui ont inspiré la réforme de la supervision : Center for European Policy Studies, 2008, Concrete Steps towards More Integrated Financial Oversight, The EU's Policy Response to the Crisis; The High-level Group on Financial Supervision in the EU, Feb. 2009, Report, Chaired by J. de Larosière.

groupe bancaire donné, l'autorité du pays d'origine (où est établi le siège du groupe, en position de chef de file, en vertu du principe européen du contrôle par le pays d'origine) et celles des pays hôtes concernés (où les filiales sont implantées). Des témoignages rapportent que des tensions apparaissent au sein de ces collègues, émanant des superviseurs hôtes. On a abondamment souligné la faible efficacité des collègues face aux crises de groupes transfrontaliers comme Dexia ou Fortis.

Les nouvelles Autorités ont par ailleurs pour tâche d'enrichir et d'améliorer le processus législatif, de par leur expérience de terrain, surtout pour la définition des mesures d'exécution prévues dans les directives. Elles doivent aussi promouvoir une culture et des pratiques communes de supervision, afin de garantir que les dispositions de l'Union européenne sont appliquées de façon homogène d'un pays à l'autre, seul moyen d'éviter la concurrence réglementaire entre pays membres. C'est tout l'enjeu de la politique d'harmonisation qui affronte plusieurs obstacles.

### ***c – Les difficultés de l'harmonisation : l'exemple de la norme bancaire Bâle III.***

Selon une politique constante, le marché unique européen se fonde sur deux mouvements conjoints : une politique de libéralisation doublée d'un processus d'harmonisation. Ce dernier vise à la sécurité du système financier, à l'égalité concurrentielle et à la protection du consommateur. En conséquence, les normes bancaires du Comité de Bâle, qui s'adressent aux banques internationales et n'ont pas de caractère contraignant, font l'objet, en Europe, d'une transposition universelle et obligatoire. Cette politique originale de l'Europe, souhaitable dans son principe, soulève bien des difficultés d'application.

- Défis transatlantiques. Un rapport du Comité de Bâle, sur le suivi de l'application de ses normes selon les pays témoigne d'une volonté de contrôle nouvelle. Pour la norme dite Bâle 2,5 (norme de 2009 transposée par la directive dite DAFP3), l'Union européenne a fixé la date de mise en œuvre à fin 2011, délai respecté par les Etats membres. Les Etats-Unis n'en sont encore qu'au stade de l'élaboration des propositions[23]. Ceci soulève à l'évidence un problème de distorsion de concurrence, laquelle risque de freiner, en retour, les prochaines avancées européennes, sous la pression des acteurs, très épidermiques sur le sujet. On a vu en 2008 des tensions analogues pour un alignement des normes comptables européennes IFRS sur

des normes nord-américaines, assouplies face à la crise.

- Défis intra-européens. Les normes bancaires récentes, par opposition à la norme Bâle I, purement quantitative, ont un caractère de plus en plus qualitatif, car elles reposent sur deux caractéristiques : l'emploi généralisé des modèles internes des banques et l'intervention discrétionnaire accrue de la part du superviseur. Les modèles internes sont des constructions complexes, qui font intervenir des aspects organisationnels, des questions de périmètre, des choix parmi les méthodes en option. Les interventions discrétionnaires du superviseur, qui seront élargies avec Bâle III, peuvent conduire celui-ci à exiger davantage de fonds propres de la part d'un établissement. Il est donc capital d'assurer une homogénéité dans la supervision entre les pays. Le Comité de Bâle et les instances européennes insistent sur cet enjeu. Ce sera le travail de l'Autorité bancaire européenne. Des tâches analogues pour harmoniser la supervision attendent l'Autorité de l'assurance et celle des marchés financiers.

- Défis institutionnels. La réforme prudentielle pour la mise en œuvre de Bâle III entraîne un partage des rôles entre les niveaux de macro et de micro-surveillance. Ceci se traduira, dans l'Union, par une coopération entre la BCE et les nouvelles Autorités. On peut s'interroger sur les modalités pratiques d'une telle coordination au sein d'un système réformé, mais qui conserve un caractère foisonnant.

### **CONCLUSION**

Destiné à répondre à la première crise financière globale par une réforme réglementaire mondiale, le programme du G20, entamé en 2008, dessine les contours d'une nouvelle architecture prudentielle, globale et intégrée. La volonté affichée est ambitieuse et la coordination internationale est en place. Des questions se posent. Y a-t-il de la part de tous les grands pays la volonté de mener la réforme à son terme ? Quels peuvent être les effets pervers des nouvelles mesures ?

Pour l'Union européenne, qui a rapidement conduit un important travail de redéfinition réglementaire, deux obstacles se font jour. L'un, externe, provenant du risque de concurrence réglementaire de grands pays, Etats-Unis notamment, qui menace de freiner les évolutions en cours. L'autre, interne, résultant de la complexité de la législation et de la supervision face à l'exigence de mettre en place, dans l'esprit de l'Union, un cadre harmonisé et rénové

23. Voir note 15.



dans les 27 Etats membres.

Ce deuxième obstacle constitue tout l'enjeu des vives discussions en cours sur l'Union bancaire, dont les contours précis restent à définir. Les responsables devraient bientôt franchir une nouvelle étape vers l'intégration des dispositifs anticrise. Cette phase serait marquée par la mise en place d'un organe européen de supervision doté de pouvoirs étendus, d'un système coordonné de résolution des crises et d'une garantie européenne des dépôts pour les banques transnationales. Le Mécanisme européen de stabilité pourrait être mobilisé dans le cadre des deux derniers outils.

Sur ces deux chantiers (refonte des normes mondiales

et rénovation européenne) visant à remettre en phase le système financier libéralisé avec les besoins de l'économie et de la société, la veille réglementaire constitue une ardente obligation citoyenne.

---

**Dominique Perrut**

Docteur ès sciences économiques (Paris-1), consultant dans le secteur financier à Paris, Dominique Perrut est l'auteur de communications, articles et ouvrages portant sur l'Europe financière (L'Europe financière et monétaire, Nathan ; Le système monétaire et financier français, Seuil, coll. Points). Chercheur associé à l'université d'Angers, il enseigne l'économie européenne en France et en Europe. Il est membre de Finance Watch, une nouvelle ONG européenne.

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :  
[www.robert-schuman.eu](http://www.robert-schuman.eu)

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

---

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.