

Repenser le système

Randall Dodd



Les États-Unis proposent la réforme la plus radicale du système de régulation financière depuis le *New Deal*

LA CRISE financière mondiale a eu un impact dévastateur sur les principaux marchés financiers, réduisant la solvabilité des entreprises, perturbant les flux d'échange et imposant la révision des règles prudentielles. La crise a mûri ces marchés pour une refonte complète de leurs mécanismes de régulation. Si la régulation a été axée jusqu'à présent sur la solidité de l'assise financière de chaque banque, la crise a révélé la nécessité d'une vue globale du système, c'est-à-dire, d'une approche systémique exigeant la régulation effective des marchés et des transactions en tenant compte de l'interconnexion des banques avec les établissements financiers.

Les normes réglementaires proposées par le Conseil de stabilité financière, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et des instances du secteur privé comme le Groupe des 30 et l'*Institute of International Finance* se fondent sur cette approche. Les récentes propositions du Département du Trésor dénotent aussi un changement fondamental de la méthode de régulation des marchés financiers. Ces propositions doivent encore être traduites en textes de loi et soumises à l'approbation du Congrès. Mais si les législateurs ne font que peu d'amendements de fond aux

propositions du Trésor, elles constitueraient la première refonte complète du système financier américain depuis le *New Deal* de Franklin D. Roosevelt, lorsque le monde a été confronté à une crise économique majeure.

Les réformes du *New Deal*

De 1933 à 1940, les États-Unis ont repensé les mécanismes de régulation du secteur bancaire, des marchés boursiers, des produits dérivés, du marché hypothécaire et de la gestion d'actifs (voir encadré). La nouvelle législation a métamorphosé le système financier américain, d'un marché en proie aux malversations et à de fréquentes crises en la référence mondiale en matière de stabilité, d'efficacité et de capacité à lever des fonds.

Les éléments clés du dispositif couvraient plusieurs aspects et les différents secteurs de la finance, mais pour en prendre toute la mesure, il faut les regrouper par thèmes : stabilité systémique, réorganisation du cadre réglementaire, transparence, renforcement de l'intégrité du marché et réduction des conflits d'intérêt.

Stabilité systémique. La loi Glass-Steagall a dissocié les activités de banque commerciale classique — prêts et dépôts essentiellement — de celles qu'effectuent les maisons de courtage en bourse, à savoir la souscription, le négoce (faiseur de marché) et les transactions sur actions et obligations. C'est ce qui a permis d'atténuer la vulnérabilité des banques aux fluctuations cycliques des marchés des valeurs mobilières, et de rendre les banques mieux à même d'accorder des prêts en période de récession et durant les phases de reprise du cycle économique. D'autres textes imposaient que certains marchés à terme de produits de base s'opèrent sur des places boursières réglementées et imposaient des limites aux transactions spéculatives. Le relèvement du niveau des marges (de prise et mise en pension) des bourses de produits à terme a permis de mieux contenir les risques de contrepartie et de marché. La loi a été conçue pour atténuer l'excès de volatilité et affermir la stabilité du marché.

Réorganisation. La *Securities and Exchange Commission (SEC)* a été créée pour réguler et superviser les marchés boursiers et la gestion d'ac-

tifs; la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* a été mise en place pour assurer les dépôts. Les profonds changements apportés à la gouvernance du système de Réserve fédérale ont porté sur la refonte du Conseil des gouverneurs et du *Federal Open Market Committee* (Comité des opérations d'open-market).

Transparence. Les sociétés cotées en bourse émettant des titres étaient tenues de fournir des informations financières sur les entreprises qu'elles contrôlaient, règle qui s'appliquait aussi aux opérations du marché secondaire et aux sociétés de placement.

Intégrité du marché. La fraude et la manipulation sur les marchés bancaires, de titres et de produits dérivés ont été prohibées, ce qui a permis de renforcer la position des investisseurs et des organes de régulation.

Conflits d'intérêt. Les lois ont porté sur différents types de conflits d'intérêt dans la gouvernance d'entreprises et divers autres aspects de la finance comme la gestion d'actifs et en particulier la gestion des fonds de placement. La loi Glass-Steagall a aussi eu pour effet d'empêcher les banques disposant d'informations confidentielles sur les entreprises emprunteuses d'intervenir pour leur propre compte sur les marchés des titres d'entreprises.

Principales dispositions de régulation datant du *New Deal*

1933 – La *loi Glass-Steagall*, dissociant les activités de banque commerciale de celles de banque d'affaires, a créé le programme d'assurance des dépôts et permis l'expansion des réseaux d'agences bancaires.

1933 – La *loi relative aux émissions de titres* a recensé les informations à communiquer dans le cadre d'émissions (actions ou obligations) sur les marchés boursiers et a défini les dispositions de prévention de la fraude et de la manipulation des titres.

1934 – La *loi sur les valeurs mobilières* a créé la *Securities and Exchange Commission* (équivalent de l'AMF) en la dotant de pouvoirs de régulation et de sanction. La loi a étendu la réglementation fédérale au marché secondaire et mis en place un système d'autorégulation.

1935 – La *loi bancaire (Omnibus)* a réformé la gouvernance de la Réserve fédérale en la dotant de compétences accrues. Elle est à l'origine de la forme moderne du Conseil des gouverneurs et du FOMC (comité des opérations d'open market) dotés de pouvoirs étendus. Elle fixe les taux des prises/mises en pension («marges de sécurité») et les conditions des prêts d'urgence des banques de réserve des États.

1936 – La *loi relative aux bourses de matières premières* a renforcé les dispositions de lutte contre la fraude et les a étendues à la manipulation des cours. Elle impose aussi aux courtiers spécialistes des marchés à terme d'être déclarés et de tenir leur comptabilité. Elle fixe le plafond des positions à terme autorisées et interdit le négoce d'options sur certains produits agricoles.

1940 – La *loi relative aux sociétés de placement* portait sur les sociétés dont l'activité principale est de prendre des participations dans des entreprises, tels que les fonds de placement. Elle impose : i) leur immatriculation et leurs critères d'information financière; ii) la déclaration des transactions entre la maison mère et les filiales; iii) les règles de gestion régissant leur direction générale, leur Conseil d'administration et leurs mandataires.

1940 – La *loi relative aux conseils en placement* a imposé leur immatriculation, leurs critères d'information financière et de tenue de la comptabilité des relations avec les clients. Elle a aussi interdit certaines transactions et commissions à partir de critères de conflits d'intérêt.

Effondrement du système

La stabilité financière résultant du *New Deal* a commencé à chanceler dans les années 80, les mesures de déréglementation et d'innovation financière ayant ouvert des brèches qui ont laissé nombre de sociétés et d'activités financières en dehors du cadre de régulation ou mal couvertes par son dispositif. Le processus de titrisation s'est envolé dans les années 80 et plusieurs banques ont réorienté leur activité de l'octroi de prêts classiques à l'émission ou au négoce de titres et de produits dérivés. L'excès et le dévoiement des produits titrisés sont aussi apparus. La montée en flèche des opérations au comptant sur produits dérivés a généré des revenus colossaux tout en sortant les risques du bilan, ce qui a eu pour effet de réduire les ratios de fonds propres et les contraintes imposées à la prise de risque. La prolifération des produits structurés a faussé l'interprétation du profil de risque des banques en permettant aux établissements d'écarter certaines dettes et expositions au risque de leurs états financiers consolidés.

Réaction du Trésor américain

Le Département du Trésor vient de proposer une réforme qui couvre un large éventail de zones d'ombre du traitement réglementaire des établissements et marchés financiers, mis en relief par la crise financière. La proposition fait notamment appel à la coopération internationale pour renforcer les critères mondiaux de régulation et de supervision financières. Elle prévoit des changements en profondeur des règles prudentielles qui prennent le contre-pied de la déréglementation d'il y a un quart de siècle et remettent à l'ordre du jour les réformes du *New Deal*, tant elles obéissent à la même logique.

Mesures systémiques et réglementation prudentielle. Les mesures envisagées comprennent le renforcement des ratios de fonds propres et de liquidité de tous les établissements financiers agréés. Elles comportent aussi des dispositions visant à traiter les postes hors-bilan comme les produits dérivés et les lignes de crédit, ainsi que les postes non consolidés comme les entités structurées. Les nouvelles règles de provisionnement pour pertes sur prêts et les nouvelles méthodes comptables visent à prévenir tout effet procyclique, lorsque les comportements financiers amplifient l'orientation économique. Les propositions formulées visent aussi à réduire les incitations à la prise de risques inconsidérés en liant la rémunération des dirigeants à la performance à long terme de l'entreprise.

L'autorité de la Réserve fédérale sur les holdings financiers sera étendue à tous les établissements financiers d'importance systémique (appelées noyau dur des holdings financiers) en fonction de leur taille et de leurs interconnexions. La tutelle de la Réserve fédérale couvrira tous les détenteurs de tous les dépôts assurés par la FDIC, y compris les caisses d'épargne, mutuelles de crédit et établissements de crédit industriel dont le statut dérogeait jusqu'à présent au régime des sociétés de portefeuille.

Le Trésor envisage une régulation exhaustive des opérations au comptant sur produits dérivés, comparable au traitement d'autres marchés financiers. Il entend intégrer ces opérations à celles de marchés de titres réglementés. Il imposera que toute transaction au comptant sur produits dérivés transite par une chambre de compensation (parfois appelée contrepartie centrale), qui deviendrait l'interface des deux parties à la transaction, au lieu du schéma actuel de compensation bilatérale. Il imposera en outre des normes de nantissement renforcées, incluant une marge initiale pour toutes les opérations au comptant sur produits dérivés afin de réduire

le risque systémique qui découlerait de l'accumulation de risques de contrepartie importants. Le volet information financière de la proposition du Trésor vise à renforcer l'aptitude des organes de régulation à assurer la surveillance des marchés et à déceler et dissuader les fraudes et manipulations.

Réorganisation. Le plan prévoit la création d'un nouveau Conseil de supervision des services financiers pour formaliser l'échange d'informations et la coordination des politiques entre les grandes autorités de régulation, et de régler les conflits de compétence. Le Conseil serait composé des dirigeants des grands organes de régulation financière et présidé par le Secrétaire au Trésor, le personnel administratif étant fourni par le Département du Trésor.

Un nouvel Office national de supervision bancaire prendrait la place de l'Office de supervision des caisses d'épargne et mutuelles de crédit (requalifiées en banques nationales) et de l'Office du contrôle bancaire national actuellement chargé de la régulation des banques nationales.

La plan vise aussi la création d'une Agence indépendante de protection des services financiers, chargée de protéger les petits déposants et les petits porteurs, y compris les détenteurs de crédit hypothécaire. Ceci aurait pour effet de retirer la fonction de protection des consommateurs à la Réserve fédérale, mais pas à la SEC ni à la Commodity Futures Trading Commission. Un nouvel Office de contrôle des assurances, relevant du Département du Trésor, serait chargé de coordonner le secteur de l'assurance ainsi que sa régulation et sa supervision dans les États.

La Réserve fédérale serait l'organe régulateur des sociétés de holding d'importance systémique (le noyau dur) et de leurs succursales et filiales nationales et internationales. Elle serait dotée de compétences étendues à la supervision et à la régulation de toutes les filiales des conglomérats bancaires et assurerait la consolidation de la réglementation prudentielle des holdings financiers. La Réserve fédérale superviserait aussi tous les systèmes de paiement, de compensation et de règlement d'importance systémique. Les chambres de compensation relevant actuellement de superviseurs distincts auraient accès au système Fedwire (de transfert électronique entre les institutions financières), au guichet d'escompte et à d'autres services de la Réserve fédérale.

Transparence des prix. Les gains d'efficience d'une transparence des prix à l'échelle de tout le système ont été longtemps anéantis par l'ampleur gigantesque des marchés des produits dérivés au comptant où les prix ne sont pas rendus publics. L'obligation d'inscrire toutes les opérations au comptant sur produits dérivés à un registre (à moins qu'elles n'aient déjà été déclarées à une chambre de compensation) vise à accroître la transparence.

Les nouvelles règles de déclaration des prix et des volumes de transactions sur produits dérivés effectuées au comptant renforcent considérablement l'aptitude des organes de régulation à surveiller le marché en observant des positions ouvertes et des activités de négociants qui leur échappaient totalement auparavant, et en améliorant le processus de détermination des prix. Cette amélioration rendra le processus plus concurrentiel, l'utilisateur final (non le courtier) disposant de plus d'information sur l'ensemble du marché.

Information financière. Les lois de 1933 et 1934 sur les valeurs mobilières fixent les règles concernant les données financières clés à fournir en préalable à l'émission et au négoce d'obligations et de titres d'endettement par les entreprises. La loi de 1934 sur l'habitat a créé le contrat hypothécaire type, normalisé les pièces relatives aux prêts et créé un marché secondaire des hypothèques pour

l'immobilier résidentiel. Dans le même ordre d'idée, le Trésor invite la SEC à élaborer des documents normalisés pour la titrisation et à renforcer les règles d'information financière relatives à l'émission et au négoce de titres d'endettement. L'opacité et l'inadéquation des mesures de diligence ont été d'importants facteurs de la défaillance du marché des titres hypothécaires structurés. Les mesures proposées semblent conçues pour rendre l'information sur la structure de titrisation et les actifs sous-jacents plus accessibles, afin que les investisseurs puissent effectuer un contrôle préalable diligent.

Intégrité du marché. Le plan prévoit l'immatriculation des dirigeants de la plupart des fonds spéculatifs, de placement privés, de capital risque et autres gestionnaires de portefeuille à la SEC ainsi que la fourniture d'informations financières sur leurs activités et la tenue d'une comptabilité. Le degré d'information financière a été fixé pour permettre aux organes de supervision de se rendre compte que les placements prennent des proportions démesurées, sont trop exposés ou interconnectés et menacent la stabilité systémique.

L'immatriculation permettrait de réduire les détournements et autres escroqueries en soumettant les gestionnaires de ces fonds à un filtrage. Les règles de déclaration des positions prises seraient de nature à contenir les risques de manipulation du marché, de turbulence dues aux ventes à découvert et les effets de distorsion des fonds spéculatifs sur les prix des produits de base. Ces mesures devraient aussi rendre les marchés plus crédibles, améliorer la confiance des investisseurs et renforcer les attributions des superviseurs.

Le Trésor entend en outre rétablir les dispositions anti-fraude et anti-manipulation sur les marchés de produits dérivés, abrogées dans le cadre de la déréglementation de 2000.

Conflits d'intérêt. Le Trésor propose de traiter divers domaines de conflit des relations avec les investisseurs. Les émetteurs de titres adossés à des actifs seront tenus d'endosser une partie du risque de crédit pour veiller à ce que la discipline de marché s'exerce sur la souscription et le transfert du risque. La rémunération des dirigeants ne sera plus fondée sur les profits à court terme mais sur la performance à long terme. Les agences de notation du crédit devront faire état de leurs relations d'affaires avec les émetteurs, y compris des commissions qui leur sont versées. Les conseils en placement gérant un fonds spéculatif ou un fonds commun de placement seront exclus de certaines autres activités.

Un nouveau New Deal

Les réformes proposées sont un revirement total par rapport au principe sacro-saint de la capacité de la finance à s'autoréguler qui a prévalu avant la crise, au profit de celui de l'application de mesures prudentielles pour améliorer le fonctionnement des marchés et la gestion des externalités qui découlent de la prise massive de risques. Elles sont inspirées de la sagesse économique qui a guidé les réformes du *New Deal* et qui a permis de repenser les marchés financiers après la crise de 1929 et les faillites bancaires qui ont suivi. Le succès des réformes des années 30 n'est plus à démontrer, ce qui représente un défi de taille pour les réformes actuelles, mais la proposition du Trésor présente un double avantage que les initiateurs du *New Deal* n'avaient pas, à savoir, les enseignements tirés du *New Deal* et la conscience que le cadre de régulation proprement dit devra avoir la capacité intrinsèque d'anticiper les innovations futures. ■

Randall Dodd est expert spécialiste du secteur financier au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.