

1 LE DÉFERLEMENT DE RÉGLEMENTATIONS FINANCIÈRES : UNE TRANSFORMATION NÉCESSAIRE OU UN EXCÈS IRRATIONNEL ?

1	Enseignements de la crise : vers un changement d'approche en matière de réglementation et de supervision	14
1.1	La nécessité d'un nouveau cadre de réglementation et de supervision	14
1.2	La prise en compte de la dimension macro-prudentielle	15
2	Le défi d'une réglementation bancaire appropriée : exigences en matière de fonds propres et de liquidité sous Bâle III	16
2.1	Un renforcement des fonds propres réglementaires	16
2.1.1	La nouvelle définition des fonds propres : une amélioration qualitative	16
2.1.2	L'augmentation du niveau des fonds propres : une amélioration quantitative	16
2.2	Nouvelles exigences minimales de liquidité	18
2.2.1	Un ratio de liquidité à court terme : le Liquidity coverage ratio (LCR)	18
2.2.2	Un ratio de liquidité à long terme : le Net stable funding ratio (NSFR)	18
2.3	Impacts sur le secteur financier	19
2.3.1	Quantification des nouvelles mesures sur le secteur financier	19
2.3.2	Implications qualitatives sur la structure du secteur financier	20
3	Une approche holistique pour l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers et des institutions financières individuelles	21
3.1	Vers l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers	21
3.1.1	Contreparties centrales et marchés de gré-à-gré	21
3.1.2	Gestion et résolution de crises bancaires	21
3.1.3	Les agences de notation	22
3.1.4	Le traitement des établissements financiers d'importance systémique	23
3.2	Vers le renforcement du fonctionnement en interne d'institutions financières individuelles	23
3.2.1	Gouvernance d'entreprise	23
3.2.2	Fonds alternatifs – Alternative Investment Fund Managers (AIFM)	24
4	Conclusion	24



LE DÉFERLEMENT DE RÉGLEMENTATIONS FINANCIÈRES : UNE TRANSFORMATION NÉCESSAIRE OU UN EXCÈS IRRATIONNEL ?

La récente crise financière, de par son ampleur et son caractère systémique, a modifié de façon significative la structure et les dynamiques du système financier. L'importance des répercussions de cette crise sur le secteur financier, mais aussi sur la sphère réelle, appelle des réponses adéquates au niveau global. Ces initiatives de réformes devraient se traduire par des ajustements significatifs de l'ensemble des composantes des systèmes financiers.

Etant donné que la mise en place de nouvelles règles tous azimuts n'est pas une fin en soi, les réformes doivent permettre de remédier de manière appropriée et proportionnée aux défaillances identifiées. Il s'agit de renforcer la stabilité financière des institutions financières individuelles (*dimension micro-prudentielle*) mais aussi du système dans son ensemble (*dimension macro-prudentielle*). Par ailleurs, dans un environnement de plus en plus globalisé, une réglementation cohérente doit être établie au niveau international, contribuant ainsi à la stabilité de l'ensemble du système financier. Il sera nécessaire d'évaluer les impacts cumulés de ces nombreuses initiatives, en particulier sur la structure du secteur financier luxembourgeois. La question centrale est de savoir si ce déferlement de réglementations financières répond à une transformation nécessaire du système financier ou bien si ces nouvelles règles constituent un excès irrationnel, créateur de rigidités inutiles.

La présente contribution examine tout d'abord le récent changement d'approche en matière de supervision et de réglementation qui s'est développé dans le sillage de la crise. Dans une deuxième partie, les problématiques liées à la mise en œuvre des exigences en matière de fonds propres et de liquidité sous Bâle III sont analysées. Enfin, l'approche holistique, adoptée notamment par la Commission européenne, visant à renforcer la capacité de résistance des marchés financiers et des institutions financières individuelles, est examinée.

1 ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE : VERS UN CHANGEMENT D'APPROCHE EN MATIÈRE DE RÉGLEMENTATION ET DE SUPERVISION

1.1 LA NÉCESSITÉ D'UN NOUVEAU CADRE DE RÉGLEMENTATION ET DE SUPERVISION

La récession profonde et généralisée induite par la crise financière s'est matérialisée, au sein de l'Union européenne (UE), par une croissance du PIB réel de -4,2% en 2009. Les répercussions d'un tel choc demeurent actives dans la mesure où le taux de croissance de l'année 2010 (1,8%) est en dessous du potentiel. Parallèlement, les interventions des Etats pour la stabilisation de leurs systèmes bancaires nationaux¹ ont affecté significativement les équilibres budgétaires. Elles se sont traduites par un taux d'endettement moyen aussi important que le produit intérieur brut de l'Union. L'ampleur de ces effets appelle ainsi des réformes structurelles et d'une nature globale. Dans ce contexte, le récent consensus relatif à l'établissement du *Mécanisme européen de stabilité* (MES), appelé à se substituer à l'actuel fonds de soutien pour les pays de la zone euro en difficulté à partir de 2013, relève d'une démarche préventive et nécessaire pour la neutralisation des turbulences sous-jacentes à la dette souveraine. Doté d'une base de capital de 700 milliards d'euros, ce mécanisme serait en mesure de prêter jusqu'à 500 milliards d'euros à des pays en difficultés de financement.

¹ Les aides d'état accordées aux banques, y compris les garanties non exploitées, représentent 13% du PIB de l'UE

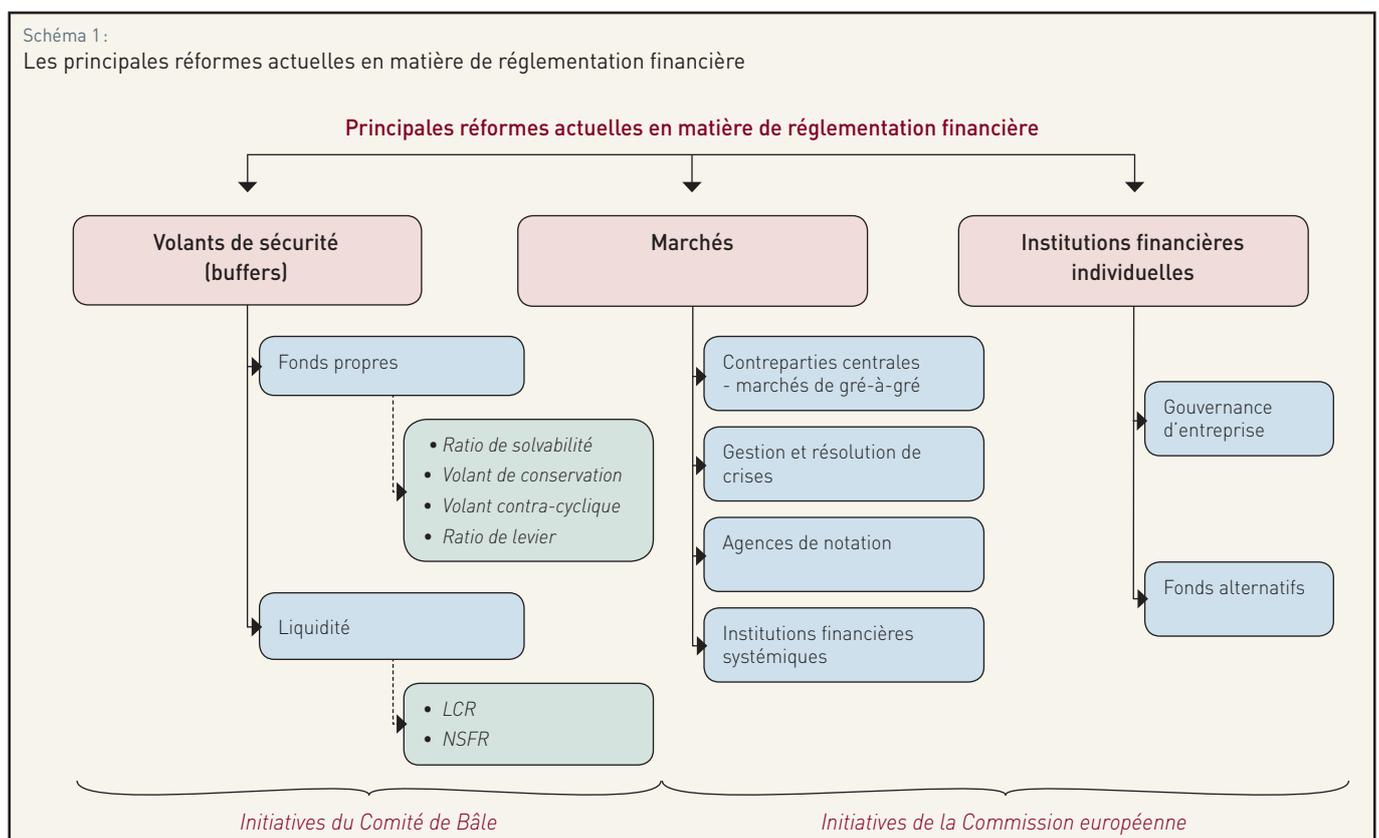
La crise financière a dévoilé d'importantes sources de vulnérabilités au sein du système financier et les défis auxquels nous devons faire face présentent de nombreuses facettes. Le cadre réglementaire applicable au secteur financier européen a échoué dans le maintien de la stabilité à la fois des institutions financières individuelles et du système financier dans son ensemble. Parmi ces manquements, il est opportun de mentionner le traitement inadapté des interconnexions croissantes au sein du système financier ; l'absence de prise en compte du risque systémique et des effets de contagion ; le peu de considération accordée aux problématiques liées à la procyclicité du système financier, l'attention insuffisante accordée aux risques de liquidité ainsi qu'au niveau de l'endettement.

Ce constat a conduit les autorités à initier des réformes en matière de réglementation financière afin de remédier à ces défaillances. Cependant, créer de nouvelles règles n'est pas une finalité en soi. L'objectif est de mettre en place des réglementations appropriées et proportionnées face aux défaillances identifiées. Il ne s'agit pas de mettre en place « plus de réglementations » mais de développer de « meilleures règles ». En effet, les réformes constituent un processus itératif. De plus, il est préférable de mettre en place un cadre réglementaire disposant d'un certain degré de flexibilité permettant de s'adapter aux développements et innovations du secteur.

1.2 LA PRISE EN COMPTE DE LA DIMENSION MACRO-PRUDENTIELLE

Contrairement à l'idée dominante, les récents événements ont révélé le caractère systémique du cumul des risques endogènes au système financier. Ceci est d'autant plus important que ces derniers peuvent être amplifiés à travers les fortes interconnexions existantes entre les différents acteurs du système. A ces problématiques s'ajoute la prise en compte des interactions entre les sphères financière et réelle. De l'avis de beaucoup d'experts, l'absence d'une approche macro-prudentielle pour épauler la supervision micro-prudentielle fut un élément central pour la diffusion du risque à l'ensemble du système.

Schéma 1 :
Les principales réformes actuelles en matière de réglementation financière





C'est dans ce cadre qu'un nouveau système européen de surveillance financière a été mis en place à partir du 1^{er} janvier 2011. D'un point de vue micro-prudentiel, trois nouvelles autorités de surveillance européennes ont été établies, couvrant les activités bancaires, les assurances et pensions professionnelles ainsi que les valeurs mobilières. Du point de vue macro-prudentiel, le Comité européen du risque systémique (CERS) a été instauré dans le but de contribuer à la prévention et à l'atténuation des risques systémiques préjudiciables à la stabilité financière de l'Union. Le CERS constitue un pilier essentiel de la réponse apportée à la crise. Il est habilité à émettre des alertes en cas d'intensification des risques identifiés et formulera, le cas échéant, des recommandations quant aux mesures à adopter.

Afin de garantir une mise en œuvre appropriée des réformes en cours (*schéma 1*), il est essentiel de s'assurer que les autorités compétentes disposent d'un cadre légal adapté. En particulier, l'absence d'un cadre légal au niveau national en matière de supervision macro-prudentielle serait préjudiciable à la mise en place d'instruments macro-prudentiels. Il apparaît nécessaire de remédier à cette défaillance afin que la banque centrale ait les outils juridiques nécessaires pour assumer sa responsabilité en matière de supervision macro-prudentielle, mais aussi son rôle en tant que membre votant au sein du CERS.

2 LE DÉFI D'UNE RÉGLEMENTATION BANCAIRE APPROPRIÉE : EXIGENCES EN MATIÈRE DE FONDS PROPRES ET DE LIQUIDITÉ SOUS BÂLE III

Malgré leur conformité avec les règles prudentielles en vigueur, beaucoup d'établissements bancaires d'envergure systémique se sont avérés peu résistants à l'émergence de chocs. L'absence de coussins de sécurité en matière de fonds propres et de liquidité a été un facteur amplificateur de chocs. Bien que les lacunes du cadre réglementaire actuel ne se limitent pas uniquement aux règles de Bâle, celles-ci constituent le noyau central des normes prudentielles bancaires. C'est pourquoi le Comité de Bâle a annoncé en 2010 un ensemble de nouvelles normes prudentielles sous la désignation de « Bâle III ». Ces mesures répondent à un certain nombre de carences identifiées, telles que l'insuffisance et la pro-cyclicité des fonds propres de base, l'accumulation d'un endettement excessif ainsi que la sous-estimation du risque de liquidité. La question est de savoir si cette nouvelle approche, basée sur un renforcement des règles normatives, permettra de remédier efficacement aux défaillances constatées, alors que les versions précédentes, Bâle I et Bâle II, n'ont pas su assurer le maintien de la stabilité du système financier.

2.1 UN RENFORCEMENT DES FONDS PROPRES RÉGLEMENTAIRES

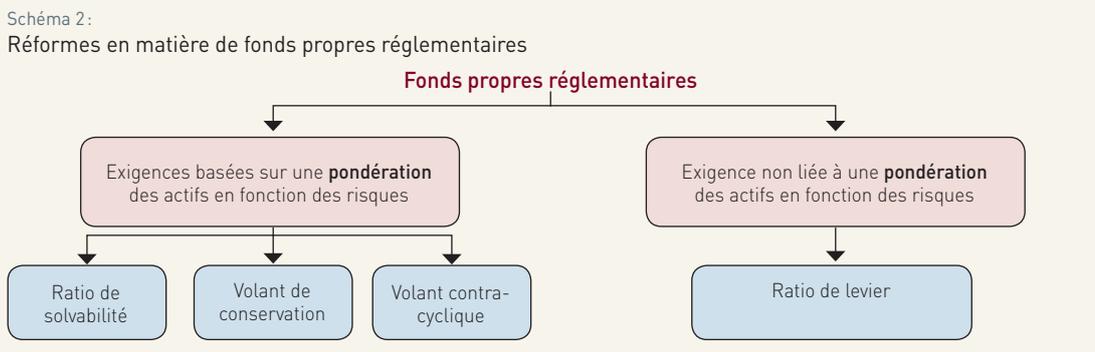
2.1.1 La nouvelle définition des fonds propres : une amélioration qualitative

Contrairement à l'approche adoptée dans le cadre de Bâle II, les nouvelles règles accordent aux actions ordinaires une importance particulière dans la constitution des fonds propres de base (dits *Tier 1*). Ceci s'explique par le fait que les actions ordinaires constituent la composante « dure » des fonds propres.

Il y a également lieu de noter que les exigences en matière de calcul des fonds propres au titre des portefeuilles de négociation (*trading book*) ainsi que des produits structurés complexes seront plus contraignantes dès la fin de l'année 2011 – notamment par le biais d'une hausse des pondérations des risques pour ces activités. L'objectif est d'assurer une meilleure couverture de l'ensemble des risques significatifs, tels que ceux liés à la retitrisation.

2.1.2 L'augmentation du niveau des fonds propres : une amélioration quantitative

L'amélioration qualitative des fonds propres réglementaires est une condition nécessaire mais non suffisante ; il s'agit également de combler les carences révélées par la crise en relevant le niveau des exigences minimales.



Tout d’abord, alors que l’exigence totale de fonds propres reste à 8%, le Comité de Bâle a relevé le ratio minimum de fonds propres Tier 1 à 6% des actifs pondérés en fonction de l’importance des risques, alors qu’il n’était que de 4% selon les règles de Bâle II. De plus, les dispositions de Bâle III augmentent les exigences minimales en matière de capitaux propres « durs » (*Common Equity Tier 1, CET1*) à 4,5% des actifs pondérés. Ces mesures devraient faire l’objet d’une période de transition à partir de 2013 afin que celles-ci soit instaurées début 2015.

Au ratio minimum de fonds propres, le Comité de Bâle a ajouté deux exigences supplémentaires afin que les banques constituent des coussins de fonds propres pendant les périodes favorables dans le but de couvrir les pertes en périodes de crise. En premier lieu, il s’agit d’un coussin « de conservation » des fonds propres constitué de capitaux propres « durs » (*CET1*), qui sera fixé à 2,5% des actifs pondérés. Ce coussin devrait être mis en place progressivement entre 2016 et 2019. L’objectif est de permettre aux banques de disposer d’un amortisseur de sécurité supplémentaire en cas de choc sévère. Ainsi, le niveau de capitaux propres durs (*CET1*) en temps normal s’élèvera désormais à un minimum de 7%.

En second lieu, les régulateurs pourront ajouter, de manière discrétionnaire, un coussin contra-cyclique tenant compte de l’évolution de l’environnement macroéconomique. Il devrait être mis en place progressivement entre 2016 et 2019, parallèlement au coussin de conservation. En période favorable, une réserve de fonds propres contra-cycliques supplémentaires, pouvant aller jusqu’à 2,5% des actifs pondérés, devra être maintenue par les banques. Cette mesure s’explique par le rôle important que peut jouer l’excès du volume de crédits attribués à l’économie dans l’accumulation de vulnérabilités pendant les périodes de croissance économique favorable.

Ces nouvelles mesures visent à prendre en compte la dimension macro-prudentielle de la réglementation. Plus précisément, ce mécanisme de coussins de fonds propres devrait permettre d’apporter un premier élément de réponse à la procyclicité du système financier.

Schéma 3:
Détails des seuils adoptés en matière de fonds propres réglementaires

	Ratio de solvabilité	Volant de conservation	Volant contra-cyclique	Total
Fonds propres durs (CET1)	4,5%	2,5%	0-2,5%	7%-9,5%
Tier 1 (incluant le CET1)	6,0%	n/a	n/a	n/a
Total fonds propres	8,0%	n/a	n/a	10,5%-13%



Enfin, le Comité de Bâle a décidé d'introduire un nouveau ratio de levier (*leverage ratio*) *Tier 1/ actifs non pondérés en fonction des risques* de 3% afin de remédier au recours excessif à l'endettement. Ce ratio fera l'objet d'une période d'observation parallèle jusqu'en 2015 dans l'optique éventuelle d'une intégration au Pilier I en 2018. Cette période de test permettra de suivre l'évolution de ce ratio au cours du cycle économique et d'ajuster éventuellement ses paramètres en fonction de son impact sur les banques.

2.2 NOUVELLES EXIGENCES MINIMALES DE LIQUIDITÉ

La liquidité est apparue comme étant un élément central durant la période de crise. Afin de minimiser l'impact de l'évaporation de la liquidité en périodes de turbulences, le Comité de Bâle a introduit un nouveau dispositif réglementaire en matière de liquidité composé de deux ratios : le *Liquidity coverage ratio* (LCR) sur un horizon d'un mois et le *Net stable funding ratio* (NSFR) sur un horizon d'un an. Ces ratios devraient permettre aux banques de faire face à un retrait massif ou à un gel significatif des liquidités sur les marchés.

2.2.1 Un ratio de liquidité à court terme : le Liquidity coverage ratio (LCR)

Selon un scénario établi pour 30 jours, le nouveau dispositif de Bâle prévoit l'instauration d'un *Liquidity coverage ratio* qui permet de s'assurer que les banques détiennent suffisamment d'actifs liquides dans leur bilan pour leur permettre de faire face à une ruée sur les dépôts ou à un retrait important de trésorerie. À la suite d'une période d'observation qui commence au début de l'année 2011, ce ratio devrait être introduit en tant que norme prudentielle à partir du 1^{er} janvier 2015.

Cependant, certains paramètres méritent une réflexion plus approfondie, notamment en ce qui concerne la définition des actifs considérés comme suffisamment liquides. Des ajustements seraient probablement nécessaires notamment en ce qui concerne le traitement des *covered bonds* et la prise en compte adéquate des opérations de refinancement auprès des banques centrales, afin de ne pas trop pénaliser les établissements de crédit dans leur activité d'intermédiation et de financement de l'économie.

2.2.2 Un ratio de liquidité à long terme : le Net stable funding ratio (NSFR)

Au-delà de la prise en compte du risque de liquidité à court terme, le dispositif de Bâle III couvre également une exigence à l'égard de la liquidité à plus long terme. Le *Net stable funding ratio* compare les ressources financières stables dont disposent les banques avec leurs besoins de financement stables, y compris les éléments hors bilan. L'objectif affiché est de limiter le recours excessif à la transformation de maturités en encourageant les banques à recourir à des financements de plus long terme. Ce ratio de liquidité fera l'objet d'une période d'observation à partir de 2012, afin de l'instaurer en tant que norme à partir de 2018.

Cependant, le calibrage de ce ratio a soulevé quelques critiques. D'une part, le ratio préconisé ne prévoit pas d'ajustement en fonction du modèle d'affaires (*business model*) de la banque. D'autre part, afin de faire face à l'instauration de ce ratio, les banques risquent de lever des montants importants de dette de moyen et long terme sans pour autant que le marché soit en mesure d'absorber une telle offre. Ainsi, les paramètres actuels ne doivent pas être considérés comme figés et nécessitent une évaluation attentive afin d'apporter les ajustements nécessaires à une mise en place efficace. C'est dans ce cadre que la Commission européenne prévoit de présenter des propositions législatives en cette matière avant l'été.

2.3 IMPACTS SUR LE SECTEUR FINANCIER

Le débat réside dans le fait de savoir si ces nouvelles mesures vont affecter négativement une reprise économique bourgeonnante et relativement fragile, ou bien si elles vont répondre à la nécessité de remédier aux défaillances constatées. La régulation préconisée dans le cadre de Bâle III représente une avancée importante pour le renforcement de la stabilité financière ; cependant, un équilibre doit être trouvé entre le besoin de normes prudentielles plus strictes et les difficultés liées à la phase de transition, notamment au regard de l'octroi de crédits aux agents économiques.

2.3.1 Quantification des nouvelles mesures sur le secteur financier

Les études d'impact publiées par le Comité de Bâle en décembre 2010 ont révélé que les coûts d'intermédiation financière pourraient augmenter de façon temporaire durant la période de transition. Cependant, les bénéfices positifs nets sur le long terme devraient l'emporter sur les répercussions de court terme, puisque la probabilité d'occurrence de crises financières sera réduite.

En ce qui concerne les aspects macroéconomiques², les nouvelles mesures de Bâle III ne devraient avoir qu'un impact très modeste sur la croissance économique mondiale : en effet, l'introduction de ces nouvelles mesures (notamment un ratio de fonds propres durs (CET1) de 7%) évaluée sur une période de huit ans, réduirait le PIB mondial de 0,22%.

Par ailleurs, les résultats de l'étude d'impact³ auprès de 263 banques démontre que celles-ci auraient eu besoin de 602 milliards d'euros pour respecter un ratio de fonds propres durs (CET1) de 7% à la fin de l'année 2009 (577 milliards d'euros pour les banques du groupe 1 - les banques les plus importantes - et 25 milliards d'euros pour les banques du groupe 2 - les banques de taille plus modeste). Avec l'introduction de la nouvelle définition des fonds propres, le ratio de fonds propres durs (CET1) des banques du groupe 1 baisserait, en moyenne, de 43%, contre 24,7% pour les banques du groupe 2. La moyenne du ratio Tier 1 des banques du groupe 1 passerait de 10,5% à 6,3% et de 9,8% à 8,1% pour les banques du groupe 2. Cependant, les résultats sont plus préoccupants en ce qui concerne l'instauration des deux ratios de liquidité pour les banques. Le ratio de liquidité à court terme (LCR) moyen s'élèverait ainsi à 83% pour le groupe 1 et à 98% pour le groupe 2. Quant au ratio de liquidité à long terme (NSFR) moyen, il atteindrait 93% pour le groupe 1 et 103% pour le groupe 2.

Le *Committee of European Banking Supervisors* a également mené une étude d'impact en décembre 2010 portant sur 246 banques européennes, suivant une distinction comparable entre les banques de groupe 1 et les banques de groupe 2. Les résultats de cette étude démontrent que pour atteindre dès la fin 2009 un ratio de fonds propres durs (CET1) de 7%, les banques du groupe 1 auraient eu besoin de 263 milliards d'euros de capital supplémentaire, contre 28 milliards d'euros pour les banques du groupe 2. Le ratio moyen CET1 des banques du groupe 1 décroît de 10,7% à 4,9%, et celui des banques du groupe 2 de 11,1% à 7,1%. Néanmoins, les résultats attestent d'une grande dispersion, les plus grandes banques étant les plus affectées. Par ailleurs, l'impact de l'application des ratios de liquidité est significatif : les banques du groupe 1 affichent un ratio LCR moyen de 66,5% et un ratio NSFR moyen de 91,1% (respectivement 87,1% et 93,9% pour les banques du groupe 2), inférieurs aux 100% requis en 2015.

Il est intéressant de comparer ces résultats avec l'étude menée par la BCL sur les banques luxembourgeoises concernant l'introduction des deux ratios de liquidité, pour la période entre le premier trimestre 2003 et le quatrième trimestre 2010. L'échantillon retenu est constitué d'un minimum de 65 banques pour chaque

2 Macroeconomic Assessment Group established by the FSB and the BCBS, Final Report Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements, December 2010

3 BCBS Results of the comprehensive quantitative impact study December 2010



période, regroupant approximativement 78 % des actifs totaux du secteur bancaire luxembourgeois. Cette étude, basée sur les données bilantaires individuelles des banques, démontre que le niveau médian du LCR s'élevait à un maximum de 85 % en 2004, pour atteindre un minimum de 45 % en 2009 et revenir à 65 % au dernier trimestre 2010. Le taux de conformité pour ce ratio (soit le nombre de banques ayant un LCR supérieur ou égal à 100 %) est de 37 % au quatrième trimestre 2010. Par ailleurs, le niveau médian du NSFR se situait légèrement en-dessus des 90 % en 2003, mais il diminue ensuite et de façon constante pour atteindre 70 % au quatrième trimestre 2010. Le taux de conformité avec le NSFR se situe à 25 % au quatrième trimestre 2010. L'impact pour le Luxembourg est important. En l'absence d'ajustements additionnels quant à l'actuelle définition des ratios, leur respect nécessitera certainement de sérieux efforts de la part des établissements de crédits luxembourgeois.

Quant à l'impact de la nouvelle régulation de Bâle III sur l'exigence en termes de capitaux propres, celui-ci sera marginal dans la mesure où une partie prépondérante des banques luxembourgeoises disposent d'un coussin important de fonds propres. En effet, le niveau moyen du ratio de solvabilité était de 18,3 % au 31 décembre 2010, largement supérieur aux nouvelles exigences (voir chapitre 4)

2.3.2 Implications qualitatives sur la structure du secteur financier

En se basant sur ces résultats d'études d'impact, il y a lieu d'analyser les implications de ces réformes sur la structure du secteur financier. Tout d'abord, les règles de Bâle III auraient un impact sur le modèle des banques universelles, qui pourtant s'est avéré assez résistant durant la récente crise. La nouvelle définition des fonds propres, l'instauration des ratios de liquidité et de levier devraient inciter les banques spécialisées dans des activités considérées traditionnellement comme stables à se tourner vers des activités plus risquées et génératrices d'importantes marges. Par ailleurs, il faut veiller à une application globale de cette nouvelle régulation afin de minimiser les arbitrages réglementaires et/ou les avantages compétitifs. Il est donc impératif d'assurer un cadre international cohérent (*global playing field*), afin de se prémunir d'un comportement des banques qui viserait à utiliser les failles offertes par une réglementation incomplète ou non harmonisée.

En ce qui concerne l'impact sur l'économie réelle, il est nécessaire de prendre en considération l'importance du système bancaire dans les conditions de financement aux entreprises, notamment en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises qui n'ont pas accès au marché des capitaux. En effet, même si l'augmentation directe des coûts d'intermédiation reste modeste, l'introduction de ces nouvelles mesures risque d'avoir des effets indirects sur le coût du refinancement des banques, qui seraient ensuite répercutés sur le coût et les conditions d'octroi de crédits.

Enfin, une augmentation des exigences de fonds propres ainsi qu'un coût plus élevé de la liquidité risquent de conduire les banques à transférer certaines de leurs activités à des structures non-régulées (*shadow banking system*). Ce secteur exercerait alors de fait des activités d'intermédiation bancaire sans pour autant avoir à répondre aux mêmes exigences prudentielles. Or, la crise a démontré le rôle joué par ces pratiques dans l'émergence de vulnérabilités au sein du système financier. En effet, les institutions financières faisant partie de ce secteur risquent de devoir se désendetter massivement et rapidement suite à un choc de liquidité à court terme. La matérialisation d'un tel choc peut agir en tant que canal de contagion, déstabilisateur pour le secteur financier.

3 UNE APPROCHE HOLISTIQUE POUR L'AMÉLIORATION DU FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS ET DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES INDIVIDUELLES

Bien que les règles de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidité soient essentielles, elles ne constituent pas le point final des réformes à mettre en œuvre. Des réformes complémentaires touchant d'autres domaines et secteurs sont inéluctables. Il y a lieu de mentionner notamment des défaillances importantes en matière de gestion des risques, de gouvernance d'entreprise, de traitement des institutions financières d'envergure systémique, de politique de rémunération, de supervision des marchés de gré-à-gré, des agences de notation ou encore des fonds alternatifs.

3.1 VERS L'AMÉLIORATION DU FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

3.1.1 Contreparties centrales et marchés de gré-à-gré

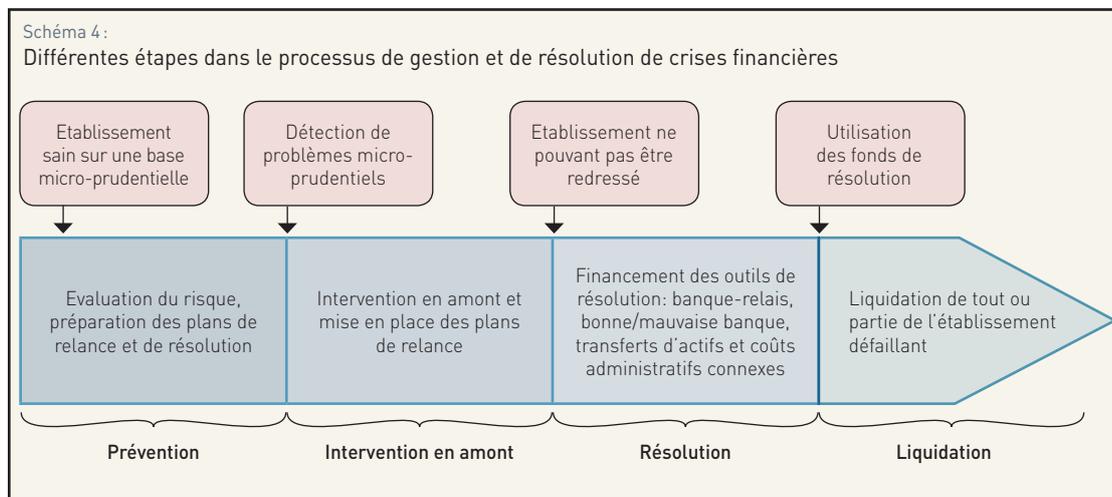
La nécessité d'encadrer un marché tel que celui dit de gré-à-gré (OTC) ne saurait être discutée compte tenu des fortes interactions qui les caractérisent, lesquelles sont potentiellement sources de vulnérabilités et de risque systémique. Ces derniers étant des contrats négociés sur une base de gré-à-gré, les informations afférentes à ces produits ne sont généralement accessibles qu'aux parties contractantes. La connaissance du contenu de ces contrats est *a fortiori* relativement limitée. Or, la crise a mis en évidence le rôle que pouvaient jouer ces marchés dans l'émergence de fragilités financières; il est donc apparu nécessaire d'imposer que ces transactions soient centralisées auprès d'institutions afin de limiter le risque de contrepartie et d'augmenter la transparence sur ces marchés.

C'est la raison pour laquelle les discussions internationales ont débouché sur un consensus s'articulant autour de deux orientations principales, à savoir (i) la compensation centralisée par des contreparties centrales (CCPs) de tous les produits jugés suffisamment standardisés, et (ii) l'enregistrement de ces transactions par des infrastructures dédiées (*trade repositories*). Ces exigences ont notamment pour objectif d'accroître la transparence et l'efficacité de ces marchés mais surtout de mettre en œuvre un cadre permettant de se prémunir contre le risque systémique généré par ces produits. Ainsi, au niveau européen, les discussions se poursuivent sur le projet de règlement EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), qui devrait être adopté au courant de l'année 2011.

3.1.2 Gestion et résolution de crises bancaires

Suite aux difficultés rencontrées par certains établissements à caractère systémique, l'inexistence d'un mécanisme européen de résolution de crises bancaires s'est clairement fait ressentir. Dans ce cadre, les autorités européennes ont préconisé la mise en place d'un mécanisme de défense qui s'articule autour de deux leviers. Le premier s'opère en amont, sur les mesures de prévention permettant de faire obstacle à la survenance d'une nouvelle catastrophe financière tandis que le second trouve à s'appliquer en aval par la mise en place d'un système de résolution et de gestion de crises bancaires efficace (*cf. schéma 4*).

L'objectif est de mettre en place un système permettant une réaction adéquate dès la survenance des premiers symptômes d'une fragilité financière, mettant l'accent sur le volet prévention. L'instauration d'un système de résolution de crise demeure nécessaire dans l'éventualité où les indicateurs précoces n'auraient pas été à même de prévenir une nouvelle instabilité financière ou s'ils s'avéraient insuffisants.



Source :

Communication de la Commission du 26 mai 2010 (p.5)- Les fonds de résolution des défaillances bancaires.

Il s'agit de limiter l'aléa moral : ce mécanisme ne doit pas amener les banques à se déresponsabiliser face à leurs propres imprudences, ce qui pourrait les amener à prendre plus de risques dans leurs opérations. De plus, l'objectif est de gérer les crises financières futures sans avoir recours à l'argent du contribuable. C'est la raison pour laquelle l'ensemble des réflexions actuelles porte sur la mise en place de fonds de résolution à caractère national. Il faut néanmoins garder à l'esprit la nécessité de coordonner ces approches au niveau européen afin de couvrir les défaillances bancaires transfrontalières en tant que vecteurs de contagion. Ce faisant, la Commission européenne a adoptée le 20 octobre 2010, une Communication dévoilant les lignes directrices du futur système de gestion de crise qui a été suivie au début de l'année 2011 par une Consultation technique. La Commission européenne devrait, courant de cette année, présenter des propositions législatives afin de poser le cadre juridique du système de gestion de crises pour les banques et les entreprises d'investissement mais également pour doter les autorités de moyens communs efficaces.

3.1.3 Les agences de notation

Les agences de notation de crédit se sont retrouvées au centre de toutes les attentions de par l'absence de transparence qui caractérise leurs méthodes d'évaluation ainsi que de par la confiance absolue qui leur était allouée. L'impact systémique pouvant résulter des notations faites par ces agences n'est plus à démontrer. Elles ont un impact direct sur la prise de décisions des acteurs du marché financier ainsi qu'un effet d'amplification des cycles économiques.

C'est la raison pour laquelle la Commission européenne, en proposant des modifications du règlement⁴ sur les agences de notation, s'engage à renforcer l'encadrement des activités de celles-ci en vue de protéger les investisseurs et les marchés financiers européens. Par ailleurs, le règlement fixera les conditions d'émission des notations de crédit ainsi que les règles relatives à l'enregistrement et à la surveillance des agences. Une fois acceptées, les nouvelles règles édictées devront s'appliquer courant 2011.

Parallèlement à ceci, les principes mêmes de la relation qui lie donneurs d'ordres et agences de notation sont remis en cause. En effet, la confiance et la dépendance excessive dont bénéficient les agences de notation ont fait l'objet de diverses critiques en particulier en matière de conflit d'intérêts et d'emploi des agences de notation par les acteurs de marché.

⁴ Règlement EU n° 1060/2009 sur les agences de notation

3.1.4 Le traitement des établissements financiers d'importance systémique

Les bases du cadre général relatif aux institutions financières d'importance systémique (*SIFIs, Systemically Important Financial Institutions*) ont été posées lors du dernier sommet du G20 à Séoul. Dans son rapport du 15 février 2011, le FSB (*Financial Stability Board*) met en avant deux éléments principaux : i) la nécessité d'améliorer la réglementation et la supervision des SIFIs et, ii) celle de s'assurer que les autorités disposent de moyens appropriés pour mener à bien cette mission. Une réglementation adéquate combinée à une supervision adaptée devrait permettre d'améliorer la capacité de résistance des SIFIs face à un choc et de limiter les risques de contagion.

Au niveau international, un large consensus se dégage sur la nécessité pour les SIFIs de disposer d'une capacité d'absorption des pertes plus importantes que les institutions qui ne sont pas systémiques. Cette exigence s'explique par l'ampleur, la complexité et l'interconnexion de ces institutions. Parallèlement aux nouvelles exigences de fonds propres, les SIFIs pourraient devoir appliquer une surcharge de capital, une quantité spécifique de capital contingent ou bien un mécanisme de dette dite « *bail-in able* ». Cette dernière permet d'imposer les pertes aux créanciers ou de les convertir en actions lorsque l'institution est en difficulté, permettant ainsi de responsabiliser les créanciers et actionnaires face aux conséquences d'une prise de risque excessive. Ces mesures devront certainement faire l'objet d'ajustements en fonction des spécificités nationales, ce qui devra se refléter dans la transposition en droit européen du cadre établi au niveau international.

Parallèlement à cette première ligne de défense, des efforts considérables sont déployés en vue d'améliorer les moyens mis à la disposition des autorités ainsi que la mise en place de régimes de résolution des défaillances - se traduisant par des plans de redressement, et des fonds de résolution ad-hoc.

3.2 VERS LE RENFORCEMENT DU FONCTIONNEMENT EN INTERNE D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES INDIVIDUELLES

3.2.1 Gouvernance d'entreprise

D'importantes faiblesses dans la gestion des établissements financiers (*gouvernance*) ont été dévoilées par la crise. Parmi celles-ci figurent notamment les politiques et pratiques de rémunération dans le secteur financier. L'attitude adoptée par les autorités publiques afin d'encadrer cette politique de rémunération s'est faite en deux temps. Dans un premier temps, des recommandations⁵ ont été émises par la Commission européenne en 2004 et 2005 afin d'encadrer la rémunération des administrateurs des sociétés cotées. Elles ont par ailleurs été complétées en 2009 par une recommandation de la Commission ainsi que par un rapport⁶ en 2010 sur l'utilisation de celles-ci. Au niveau national, la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) a, au travers d'une circulaire⁷, mis en œuvre la recommandation⁸ de la Commission européenne de 2009. Cette recommandation vise à améliorer la prise, la gestion et le contrôle des risques dans les établissements financiers en définissant des lignes directrices relatives notamment à la structure de la rémunération et au processus d'élaboration et de mise en œuvre des politiques de rémunération. Dans un second temps, la Commission européenne a apporté certaines modifications à la directive *Capital Requirements*, dite « CRD », en introduisant notamment des dispositions portant directement sur la rémunération des dirigeants.

5 Recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE

6 Rapport de la Commission 26 mai 2010 - COM(2010) 285

7 Circulaire CSSF 10/437 Lignes directrices concernant les politiques de rémunération dans le secteur financier

8 Recommandation de la Commission européenne N° - 2009/384



3.2.2 Fonds alternatifs – Alternative Investment Fund Managers (AIFM)

Proposée par la Commission européenne en avril 2009, la directive AIFM («*Alternative Investment Fund Managers*») a été adoptée par le Parlement européen le 11 novembre 2010. Il y a lieu de rappeler qu'il s'agit là de la première réglementation visant à réguler directement ce secteur. Bien que les fonds alternatifs (*hedge funds*) n'aient pas joué un rôle primordial dans la récente crise financière, ils sont susceptibles d'être à l'origine d'importantes turbulences financières. L'absence de transparence et le faible niveau de réglementation représentent des facteurs de fragilité avérés.

Les objectifs principaux de la directive se sont focalisés sur la réduction du risque systémique, sur l'augmentation du pouvoir des autorités de supervision, et sur le développement d'un marché européen réglementé. Cette directive a pour but de standardiser les règles applicables à la gestion de fonds alternatifs et d'améliorer leur transparence vis-à-vis des investisseurs et des autorités publiques. Ceci permettra par ailleurs aux Etats membres de bénéficier d'un renforcement du marché unique à travers une harmonisation des régimes nationaux existants. Cette directive, qui devra faire l'objet d'une transposition avant 2013, prévoit une étroite collaboration avec l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), notamment afin de mener à bien les dispositions prévues en matière de «passeport européen».

4 CONCLUSION

La récente crise financière a rappelé à l'ensemble des acteurs de marché qu'aucun pan de l'économie ne saurait être considéré comme exempt de profonds bouleversements. De nombreux travaux et réflexions sont encore à mener afin de sortir de façon pérenne de la crise et de nombreuses réformes sont à conduire afin de renforcer la capacité de résistance du secteur financier, à la fois de manière individuelle et dans son ensemble. Dans un contexte économique et financier encore fragile, les ajustements nécessaires vers un nouvel équilibre du système financier continuent de poser d'importants défis. Néanmoins, une réponse à la crise ne saurait être adéquate si cette dernière se traduisait par une «sur-régulation». De la même façon, les réformes entamées ne sauraient être perçues comme une véritable «solution» mais beaucoup plus comme une «évolution» qui s'inscrit dans le cadre évolutif du secteur financier. C'est pourquoi il est nécessaire, d'une part, de continuer à progresser dans les réformes micro- et macro-prudentielles mais également, d'autre part, de continuer à examiner et traiter les fragilités qui ont été révélées par la crise. Dans ce cadre, les études d'impact sont d'une utilité incontestable; elles permettent de réconcilier la nécessité de la réglementation et son impact sur les progrès économiques et l'innovation.
