

N° 59

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2009-2010

Enregistré à la Présidence du Sénat le 21 octobre 2009

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom du groupe de travail (1) de la commission des finances (2) sur la
crise financière et la régulation des marchés,*

Par M. Philippe MARINI,

Sénateur,

Rapporteur général.

(1) *Ce groupe de travail est composé de :* MM. Bernard Angels, Jean Arthuis, Pierre Bernard-Reymond, Joël Bourdin, Mme Nicole Bricq, MM. Yvon Collin, Jean-Jacques Jégou, Gérard Longuet, François Marc, Philippe Marini, Albéric de Montgolfier, François Rebsamen, Bernard Vera.

(2) *Cette commission est composée de :* M. Jean Arthuis, *président* ; M. Yann Gaillard, Mme Nicole Bricq, MM. Jean-Jacques Jégou, Thierry Foucaud, Aymeri de Montesquiou, Joël Bourdin, François Marc, Alain Lambert, *vice-présidents* ; MM. Philippe Adnot, Jean-Claude Frécon, Mme Fabienne Keller, MM. Michel Sergent, François Trucy, *secrétaires* ; M. Philippe Marini, *rapporteur général* ; M. Jean-Paul Alduy, Mme Michèle André, MM. Bernard Angels, Bertrand Auban, Denis Badré, Mme Marie-France Beauvils, MM. Claude Belot, Pierre Bernard-Reymond, Auguste Cazalet, Michel Charasse, Yvon Collin, Philippe Dallier, Serge Dassault, Jean-Pierre Demerliat, Éric Doligé, André Ferrand, Jean-Pierre Fourcade, Christian Gaudin, Adrien Gouteyron, Charles Guené, Claude Haut, Edmond Hervé, Pierre Jarlier, Yves Krattinger, Gérard Longuet, Roland du Luart, Jean-Pierre Masseret, Marc Massion, Gérard Miquel, Albéric de Montgolfier, François Rebsamen, Jean-Marc Todeschini, Bernard Vera.

SOMMAIRE

| | <u>Pages</u> |
|---|--------------|
| SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL | 7 |
| AVANT-PROPOS | 13 |
| PREMIÈRE PARTIE : LA CRISE COMME CONSÉQUENCE DE LA FINANCIARISATION SAUVAGE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE | 17 |
| I. LES CAUSES D'UN QUASI-DISJONCTAGE DES CIRCUITS FINANCIERS | 18 |
| A. L'ÉCLATEMENT D'UNE BULLE D'ENDETTEMENT | 18 |
| 1. <i>Une hypertrophie de la sphère financière favorisée par un contexte d'aisance monétaire aux États-Unis</i> | 18 |
| a) Une politique monétaire expansionniste et une épargne chroniquement faible | 18 |
| b) Les ambivalences de l'innovation financière | 19 |
| 2. <i>Les effets pervers du fonctionnement de marchés financiers hyperconcurrentiels</i> | 21 |
| a) Les facteurs comportementaux : mimétisme, court-termisme et non-alignement des incitations | 21 |
| b) Un dévoiement certain des incitations individuelles | 23 |
| B. DES FAILLES DANS LA « TECTONIQUE » DE LA RÉGULATION | 23 |
| 1. <i>L'élargissement des interstices de non-régulation</i> | 23 |
| a) Les limites de la coopération internationale | 23 |
| b) Le cas topique de l'architecture américaine de supervision..... | 24 |
| c) L'emprise croissante des acteurs et produits non régulés | 25 |
| d) Le fort développement des infrastructures de marché non réglementées et l'exploitation des lacunes de la directive MIF | 28 |
| e) Une exacerbation de la technologie porteuse de risques | 30 |
| 2. <i>La confirmation de la procyclicité et de la faible prise en compte du risque systémique</i> | 32 |
| a) La procyclicité avérée des normes et comportements..... | 32 |
| b) Une faible visibilité sur les risques systémiques latents | 34 |
| II. DES THÉRAPEUTIQUES D'URGENCE D'UNE AMPLÉUR SANS PRÉCÉDENT ET SOUVENT « NON CONVENTIONNELLES » | 35 |
| A. UN SOUTIEN PUBLIC RAPIDE, MASSIF ET GLOBALEMENT CONVERGENT | 35 |
| 1. <i>Le levier budgétaire : une assurance étendue et des contreparties inégales</i> | 35 |
| a) Une réponse de très grande ampleur, dont les principes convergent et les modalités sont distinctes | 35 |
| b) La rénovation des critères d'appréciation de la concurrence | 37 |
| c) Des interrogations sur l'efficacité des contreparties et la proportionnalité des aides | 40 |
| 2. <i>La politique monétaire : l'arme fatale ?</i> | 42 |
| a) Un assouplissement de la politique monétaire dans toutes ses dimensions | 42 |
| b) Le recours aux mesures non-conventionnelles et l'augmentation des risques bilanciaux | 43 |
| 3. <i>Le prix à payer : de nouveaux « passagers clandestins » et un potentiel de croissance durablement amoindri ?</i> | 45 |
| a) L'accentuation des disparités entre banques..... | 45 |
| b) Des incertitudes sur l'ampleur et la pérennité de la reprise | 47 |

| | |
|--|-----------|
| B. L'ATTENTION CONSTANTE PORTÉE À LA SURVEILLANCE SYSTÉMIQUE | 48 |
| 1. Une nouvelle approche de la procyclicité et de la supervision du risque systémique..... | 48 |
| a) Des initiatives concrètes pour mieux appréhender le risque systémique..... | 48 |
| b) Vers un renforcement des exigences en fonds propres | 51 |
| c) Les « stress tests » : un exercice nécessaire mais encore perfectible | 54 |
| d) Le débat sur la portée de la réforme des normes comptables IFRS | 55 |
| 2. La volonté d'assurer la protection du consommateur et la continuité de la surveillance micro-prudentielle | 58 |
| a) L'amorce d'une convergence vers la régulation par objectifs ?..... | 58 |
| b) Des réformes destinées à combler les « trous » de la supervision | 62 |
| | |
| SECONDE PARTIE : VERS UN NOUVEL ORDRE FINANCIER MONDIAL ? | 69 |
| | |
| I. LES DÉFIS ET OBJECTIFS D'UNE NOUVELLE RÉGULATION | 69 |
| | |
| A. ÉVITER QUE LES MÊMES CAUSES NE PRODUISENT LES MÊMES EFFETS ET RESISTER À LA TENTATION D'UN RETOUR AUX PRATIQUES ANTÉRIEURES | 69 |
| 1. La recherche financière au service d'une nouvelle conception de la régulation..... | 69 |
| 2. Des activités de marché sanctuarisées par les « bonus »..... | 70 |
| | |
| B. TROUVER LE BON ÉQUILIBRE ENTRE DES OBJECTIFS CONTRADICTOIRES | 71 |
| 1. Renforcer la stabilité et assurer la réactivité du système financier | 72 |
| 2. Harmoniser les réglementations et préserver la concurrence et l'innovation financières | 72 |
| 3. Limiter le risque global et préserver la prise de risque | 74 |
| | |
| II. LES AXES D'UNE REFONDATION DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL..... | 74 |
| | |
| A. ATTÉNUER LES ZONES D'OMBRE ET L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DE LA SUPERVISION..... | 75 |
| 1. La nouvelle supervision européenne macro et micro-prudentielle..... | 75 |
| a) Le Comité européen du risque systémique | 76 |
| b) Les trois autorités européennes de surveillance | 77 |
| c) La position du groupe de travail sur le « paquet supervision financière » de la Commission européenne..... | 79 |
| 2. Fonds alternatifs : renforcer les garanties concernant les gestionnaires de fonds « offshore »..... | 81 |
| a) Le « passeport » des gestionnaires de pays tiers : une innovation ambitieuse mais critiquée..... | 81 |
| b) Les propositions du groupe de travail | 82 |
| 3. Agences de notation : un encadrement bienvenu mais encore transitoire | 83 |
| 4. Dérivés de gré à gré : ne pas renoncer à une approche européenne de la compensation et de l'information..... | 85 |
| a) Des engagements internationaux précis mais des risques réels de déséquilibre | 85 |
| b) Les propositions du groupe de travail | 86 |
| 5. Encadrer les pratiques de marché opaques ou facteur de volatilité..... | 88 |
| a) Le risque d'un marché à deux vitesses et centré sur lui-même | 88 |
| b) Les propositions du groupe de travail | 89 |
| 6. La protection de l'investisseur, au cœur du nouvel ordre public financier | 91 |
| | |
| B. LIMITER LA PROCYCLICITÉ ET LES EFFETS DU RISQUE SYSTÉMIQUE..... | 93 |
| 1. Normes comptables : l'heure de vérité ? | 93 |
| 2. Disposer d'instruments variés pour identifier et sanctionner le risque systémique..... | 94 |
| a) Un éventail plus diversifié d'instruments de mesure du risque des banques | 94 |
| b) Matérialiser le coût de l'assurance systémique | 95 |

| | |
|--|-----|
| C. RÉINTRODUIRE LA RESPONSABILITÉ ET LE PRIX DU RISQUE..... | 96 |
| 1. <i>La responsabilité des dirigeants et opérateurs de marché</i> | 96 |
| a) Les bonus des opérateurs de marché : discipline et rationalité économique..... | 96 |
| b) La responsabilité des dirigeants face aux risques financiers..... | 100 |
| 2. <i>La responsabilité à l'égard du client</i> | 101 |
| 3. <i>Minimiser le coût et la complexité des faillites d'établissements financiers</i> | 102 |
| PRINCIPAUX ACRONYMES UTILISÉS | 105 |
| EXAMEN EN COMMISSION | 107 |
| ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LA COMMISSION DES FINANCES ET LE GROUPE DE TRAVAIL | 115 |
| I. AUDITIONS PUBLIQUES ET EN COMMISSION | 115 |
| II. AUDITIONS PAR LE GROUPE DE TRAVAIL | 116 |
| ANNEXE 2 : COMPTE-RENDU DES AUDITIONS EN COMMISSION | 117 |
| I. AUDITIONS DU 10 FÉVRIER 2009 | 117 |
| A. M. RENÉ RICOL, MÉDIATEUR DU CRÉDIT | 117 |
| B. M. FRANÇOIS CAILLETEAU, PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA SPPE, ET MMES VIRGINIE DELAURY, MEMBRE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SPPE, ET LUCIE MUNIESA, SECRÉTAIRE GÉNÉRALE DE L'AGENCE DES PARTICIPATIONS DE L'ETAT..... | 121 |
| II. AUDITIONS DU 17 FÉVRIER 2009 | 125 |
| A. M. PHILIPPE DUPONT, PRÉSIDENT DU GROUPE BANQUE POPULAIRE | 125 |
| B. M. MICHEL PÉBEREAU, PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BNP PARIBAS | 127 |
| III. AUDITIONS DU 18 FÉVRIER 2009 | 133 |
| A. M. MICHEL CAMDESSUS, PRÉSIDENT DE LA SFEF..... | 133 |
| B. M. RENÉ CARRON, PRÉSIDENT, ET M. JACQUES LENORMAND, DIRECTEUR GÉNÉRAL DÉLÉGUÉ DE CRÉDIT AGRICOLE SA | 138 |
| IV. AUDITIONS DU 3 MARS 2009 | 143 |
| A. M. CHRISTIAN NOYER, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE..... | 143 |
| B. M. ETIENNE PFIMLIN, PRÉSIDENT DU CRÉDIT MUTUEL..... | 148 |
| C. M. FRÉDÉRIC OUDÉA, PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA SOCIÉTÉ GÉNÉRALE | 151 |
| V. AUDITION DU 4 MARS 2009 : M. PIERRE MARIANI, PRÉSIDENT DU COMITÉ DE DIRECTION DE DEXIA SA | 155 |

| | |
|--|-----|
| VI. AUDITION DU 17 MARS 2009 : M. JACQUES DE LAROSIÈRE, GOUVERNEUR HONORAIRE DE LA BANQUE DE FRANCE | 160 |
| VII. AUDITION DU 8 AVRIL 2009 : TABLE RONDE SUR LES AGENCES DE NOTATION | 164 |
| VIII. AUDITION DU 29 AVRIL 2009 : M. FRANÇOIS PÉROL, PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE DE LA CNCE ET DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA BFBP | 171 |
| IX. AUDITION DU 27 MAI 2009 : M. CHRISTIAN NOYER, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE | 179 |
| X. AUDITION DU 17 JUIN 2009 : MM. JEAN-PIERRE JOUYET, PRÉSIDENT, ET THIERRY FRANCO, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS | 187 |
| XI. AUDITIONS DU 16 SEPTEMBRE 2009 | 197 |
| A. M. BEAUDOIN PROT, PRÉSIDENT, ET MME ARIANE OBOLENSKY, DIRECTRICE GÉNÉRALE DE LA FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE | 197 |
| B. M. MICHEL CAMDESSUS, PRÉSIDENT DE LA SFEF, CHARGÉ PAR LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE D'UNE MISSION SUR LA RÉMUNÉRATION DES OPÉRATEURS DE MARCHÉ | 207 |
| ANNEXE 3 : DÉPLACEMENTS DU GROUPE DE TRAVAIL | 211 |
| I. AU TITRE DU GROUPE DE TRAVAIL | 211 |
| A. BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE À FRANCFORT, LE 10 SEPTEMBRE 2009..... | 211 |
| B. COMMISSION EUROPÉENNE À BRUXELLES, LE 17 SEPTEMBRE 2009..... | 211 |
| II. DANS LE CADRE DE LA COMMISSION DES FINANCES | 212 |
| A. MISSION DU BUREAU DE LA COMMISSION AUX ETATS-UNIS, 20 AU 24 AVRIL 2009 | 212 |
| B. DÉPLACEMENT DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL À BERNE ET À BÂLE, 3 ET 4 MAI 2009 | 214 |
| C. DÉPLACEMENT DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL À LONDRES, 1 ^{ER} JUIN 2009..... | 215 |
| ANNEXE 4 : CONTRIBUTIONS DES GROUPES POLITIQUES | 217 |
| I. CONTRIBUTION DU GROUPE SOCIALISTE | 217 |
| II. CONTRIBUTION DU GROUPE COMMUNISTE, RÉPUBLICAIN ET CITOYEN ET DES SÉNATEURS DU PARTI DE GAUCHE | 219 |

SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS ET RECOMMANDATIONS DU GROUPE DE TRAVAIL

| TRANSPARENCE ET REGULATION DES PRODUITS ET MARCHES | | |
|--|-----------|--|
| <i>Proposition de directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (dite « directive AIFM »)</i> | 1 | Réserver le « passeport » aux seuls gestionnaires établis dans l'Union européenne |
| | 2 | Préciser les critères d'indépendance du valorisateur des actifs des fonds |
| | 3 | Prévoir une obligation, et non une simple faculté, pour l'autorité d'agrément d'imposer des exigences plus strictes au gestionnaire en cas de commercialisation auprès d'investisseurs de détail non qualifiés |
| | 4 | Elargir le champ de la directive aux fonds de fonds pour tirer les leçons de « l'affaire Madoff » |
| <i>Encadrement des agences de notation</i> | 5 | Préciser le rôle de la future Autorité européenne des marchés financiers et son articulation avec les autorités nationales |
| | 6 | Pour l'application du régime transitoire, doter l'AMF d'un véritable pouvoir de surveillance des agences |
| | 7 | Préciser la prévention et la gestion des conflits d'intérêt au sein des agences |
| | 8 | Mieux formaliser le contrôle interne de la qualité des notations |
| | 9 | Créer les conditions d'une véritable concurrence entre agences de notation et favoriser l'émergence d'agences européennes |
| <i>Transparence des produits dérivés de gré à gré et infrastructures post-marché</i> | 10 | Standardiser les contrats OTC autant que cela est possible, selon des modalités communes aux Etats-Unis et en Europe |
| | 11 | Généraliser la procédure de confirmation électronique des ordres |
| | 12 | Etendre le tryptique « standardisation-compensation-information » aux dérivés OTC autres que les CDS |

| | | |
|---|------------------|---|
| <p><i>Transparence des produits dérivés de gré à gré et infrastructures post-marché (suite)</i></p> | <p>13</p> | <p>Promouvoir la création d'une chambre de compensation dans la zone euro, soit par création d'une structure <i>ex nihilo</i>, soit par regroupement d'acteurs existants, et veiller en tout état de cause à favoriser une meilleure transparence de l'information afférente aux transactions réalisées sur des marchés organisés ou hors de ces marchés</p> |
| | <p>14</p> | <p>Mettre en place, sous l'égide du CSF et de l'OICV, des standards mondiaux de gouvernance des chambres de compensation</p> |
| | <p>15</p> | <p>Constituer une base de données européenne sur les dérivés standardisés, en tant qu'alternative à la <i>Trade Information Warehouse</i> de la DTCC. A défaut, assurer le respect du principe d'accès libre et non-discriminatoire à l'information</p> |
| | <p>16</p> | <p>Garantir que le champ de la directive « Abus de marché » couvre tous les produits dérivés négociés sur un marché réglementé ou organisé, en particulier les CDS</p> |
| | <p>17</p> | <p>Mettre en place une législation européenne sur les infrastructures post-marché – biens collectifs devant faire l'objet d'un libre-accès –, qui permette d'harmoniser les régimes du règlement-livraison et des dépositaires</p> |
| | <p>18</p> | <p>Approfondir la réflexion européenne et internationale concernant les produits dérivés sur l'énergie et les matières premières (« <i>commodities</i> »), en particulier sur les quotas de CO₂ et sur les <i>futures</i> contractés dans une optique spéculative par les agents n'ayant pas d'intérêt sur le sous-jacent et qui privilégient un dénouement en numéraire</p> |
| <p><i>Pratiques de marché</i></p> | <p>19</p> | <p>Interdire la cotation à plus de deux décimales, les ordres « flash » et les dérivés sur dérivés</p> |
| | <p>20</p> | <p>Prévoir un temps minimal de présence (plusieurs secondes) d'un ordre dans le carnet d'ordres central d'un marché, afin qu'il ne soit pas perçu par les seuls programmes de <i>trading</i></p> |
| | <p>21</p> | <p>Consolider la base légale des mesures de suspension des ventes à découvert et établir une doctrine pérenne et coordonnée entre les principaux régulateurs de marché, applicable en période normale et en période de troubles exceptionnels</p> |

| | | |
|---|-----------|---|
| <i>Pratiques de marché (suite)</i> | 22 | Doter l'AMF, en cas de menace imminente pour la stabilité et l'intégrité des marchés, du pouvoir de suspendre ou interdire pour une durée illimitée toute pratique de marché litigieuse |
| | 23 | Soumettre les prêts et emprunts de titres à une obligation précise d'information du marché |
| | 24 | Étendre le périmètre des déclarations de franchissement de seuil à tous les produits dérivés conférant une exposition économique sur un émetteur (<i>contracts for difference</i> en particulier) |
| <i>Protection des investisseurs et des épargnants</i> | 25 | Dans une démarche de régulation par objectif (« <i>twin peaks</i> »), étendre la mission de l'AMF en tant que « gardienne » de la déontologie de la distribution de l'ensemble des produits d'épargne, assurance-vie et livrets rémunérés inclus |
| | 26 | Centrer les modalités d'exercice du contrôle de la commercialisation sur la fiabilité des procédures et l'honnêteté de l'information livrée au consommateur (principes d'intelligibilité, d'adaptation et de pertinence) plutôt que sur le respect d'un formalisme élevé |
| | 27 | Étendre, au-delà des seuls OPCVM, le « document d'information clef à l'investisseur » (« <i>key investor information</i> ») |
| | 28 | Compte tenu de la complexité des statuts existants et de certains abus dans les pratiques commerciales, examiner l'opportunité économique et juridique de la création d'un statut de « courtier en produits financiers » (fusion des statuts de démarcheur et de conseiller en investissements financiers, voire de courtier en assurances) |
| <i>Nouvelle supervision européenne : le Comité européen du risque systémique (CERS)</i> | 29 | Limiter à deux au lieu de cinq le nombre de gouverneurs de la BCE présents au sein de comité directeur du CERS |
| | 30 | Prévoir une adoption à la majorité simple (et non pas qualifiée) de la publication des alertes et recommandations non individuelles émises par le conseil général |

| | | |
|---|-----------|--|
| <i>Nouvelle supervision européenne : les trois autorités sectorielles</i> | 31 | Prévoir que les autorités sectorielles puissent s'autosaisir pour prendre des mesures d'urgence, sans que la Commission ait le monopole d'appréciation de l'urgence |
| | 32 | Préciser la portée de la clause de sauvegarde budgétaire, qui devrait être limitée aux situations appelant une recapitalisation ou la mobilisation de garanties publiques |
| | 33 | Veiller à ce que les projets de normes techniques établis par les autorités ne soient pas le réceptacle des ambiguïtés, incertitudes et différends politiques non résolus au premier niveau du « processus Lamfalussy » |
| LIMITATION DE LA PROCYCLICITE ET DU RISQUE SYSTEMIQUE | | |
| <i>Normes comptables internationales</i> | 34 | « Maintenir la pression » politique sur l'IASB pour une réforme plus pragmatique de la juste valeur. Le cas échéant, européeniser la norme IAS 39 |
| | 35 | Améliorer la gouvernance de l'IASB, en particulier par un renforcement du « comité directeur » créé début 2009 |
| <i>Mesure et prise en compte du risque systémique</i> | 36 | Enrichir l'appréciation du risque systémique et le deuxième pilier de Bâle II par un ratio de levier, en tenant compte des différences comptables entre Europe et Etats-Unis. Une harmonisation complète du mode de calcul doit précéder toute éventuelle intégration de ce ratio dans le premier pilier |
| | 37 | Harmoniser et systématiser la démarche des « stress tests », selon une méthodologie établie par le CSF et le Comité de Bâle et une périodicité régulière (tous les six mois). En prévoir la publication au moins pays par pays |
| | 38 | Matérialiser le coût de l'assurance systémique par une « prime d'assurance » ou une « collatéralisation » du risque systémique. Envisager la création d'une taxe d'assurance systémique, dont le taux serait progressif et qui se substituerait à la taxe sur les salaires |
| | 39 | Mieux prendre en compte le risque systémique dans le droit de la concurrence et l'examen des opérations de rapprochement entre établissements financiers |
| | 40 | Envisager la mise en place, à moyen-long terme, d'une garantie des dépôts centralisée à l'échelle de la zone euro |

| RESPONSABILITE ET PRIX DU RISQUE | | |
|---|-----------|---|
| <i>Rémunérations variables des opérateurs de marché</i> | 41 | Prévoir un régime harmonisé de publication, dans le rapport annuel, des rémunérations les plus élevées (50 ou 100, curseur à fixer) dans les établissements financiers cotés |
| | 42 | Interdire les bonus annuels qui seraient garantis quels que soient les résultats |
| | 43 | Interdire les « retraites-chapeaux », en tant qu'elles ne constituent pas une rémunération de la performance |
| | 44 | Interdire toute distribution de bonus qui ne serait pas adossée à une performance mesurée par des critères précis |
| | 45 | Indexer les rémunérations variables non seulement sur la performance individuelle de l'opérateur, mais encore sur les résultats de l'entité opérationnelle et de l'entreprise (ou du groupe), en trois tiers par exemple |
| | 46 | Etaler sur au moins trois ans une fraction au moins égale aux deux tiers de la rémunération variable, avec une clause de retenue ou restitution en cas de résultats négatifs ultérieurs, applicable rétroactivement à l'ensemble de la rémunération variable perçue |
| | 47 | Prévoir un paiement majoritairement en titres (de préférence aux « stock-options) plutôt qu'en numéraire, et placer sous séquestre la rémunération étalée |
| | 48 | Accorder un droit de regard et de veto de l'Etat sur les rémunérations des dirigeants des banques dès lors qu'il en assume le risque systémique |
| | 49 | Interdire tout mandat public avec les établissements financiers (nationaux ou sous contrôle étranger) qui ne se conforment pas aux nouvelles dispositions et en publier la liste |
| | 50 | Etendre le principe de la rétribution de la performance aux fonctions de contrôle et de « <i>back office</i> », afin de revaloriser ces services trop dénigrés |

| | | |
|--|-----------|--|
| <i>Responsabilité des dirigeants face aux risques financiers</i> | 51 | Prévoir que le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance justifie, dans le rapport annuel, la méthodologie et les hypothèses de quantification du risque, et certifie, conjointement avec le directeur financier, l'exposition et le niveau d'endettement de l'institution par classe d'actifs |
| | 52 | Inciter les établissements financiers à émettre des actions de préférence dont les droits de vote et le dividende augmenteraient avec la durée de détention |
| <i>Responsabilité des banques à l'égard de leurs clients</i> | 53 | Etendre à tous les produits financiers (assurances et crédit en particulier) les principes de déontologie et d'organisation commerciales introduits par la directive MIF |
| | 54 | Promouvoir en Europe continentale un modèle de convention de crédit moins complexe et plus équilibré |
| | 55 | Relever substantiellement (par exemple de 5 % à 20 %) le taux de « rétention » des actifs titrisés |
| <i>Diminuer le coût et la complexité des faillites d'établissements financiers</i> | 56 | Prévoir des « testaments » pour les institutions systémiques, permettant de répartir les responsabilités et pertes entre filiales, actionnaires et créanciers, de limiter le recours aux fonds publics et d'inciter les établissements à simplifier leurs structures |
| | 57 | Doter les superviseurs bancaires de pouvoirs supplémentaires ou de quasi-tutelle en cas d'urgence (création d'une « banque-relais », révocation de mandataires, interruption de contrats...) |

La crise économique et financière actuelle, la plus grave que le monde ait connue depuis les années trente, **se distingue par sa brutalité, son amplitude, son extension géographique et ses effets sur l'économie réelle.**

Quelques chiffres permettent de prendre mieux conscience de son ampleur exceptionnelle :

- la production industrielle a chuté en moyenne de plus de 20 % dans la zone euro au premier trimestre de 2009 (en glissement annuel), et de 14 % aux Etats-Unis. Selon les prévisions publiées par le FMI début octobre 2009, **le PIB des Etats industrialisés devrait reculer en moyenne de 3,4 % en 2009** puis progresser de 1,3 % en 2010 ;

- **le nombre de chômeurs dans les pays de l'OCDE devrait progresser de plus de 25 millions entre fin 2007 et fin 2010** pour atteindre en moyenne près de 10 % de la population active ;

- le montant total des pertes et dépréciations enregistrées par les institutions financières entre le troisième trimestre de 2007 et la fin de l'année 2008 s'est élevé à près de 1.300 milliards de dollars, et **le coût global de la crise pour le système financier atteindrait, selon le FMI, 3.400 milliards de dollars ;**

- l'indice principal de la bourse française, le CAC 40, **a perdu près de 60 % entre juillet 2007 et mars 2009**, dont un peu plus de 9 % le 6 octobre 2008 (soit le record de baisse en une journée) ;

- selon le FMI (prévisions d'octobre 2009), le déficit budgétaire des pays industrialisés atteindrait **en moyenne 10,1 % du PNB en 2009 et 9 % en 2010.**

En réalité cette crise n'est pas née en septembre 2008 avec la faillite de la banque d'investissement *Lehman Brothers*, mais il y a plus de deux ans avec le retournement du cycle immobilier américain et la contagion du risque de défaut lié aux prêts « *subprimes* » dans les bilans d'acteurs financiers (banques, *hedge funds*, compagnies d'assurance...) fortement interconnectés entre eux.

A cette conjonction de facteurs, correspond une imbrication de responsabilités multiples, qui interdit de désigner tel ou tel fauteur de crise, pays ou opérateur. **Au surplus, aussi graves soient-ils, les événements de l'année écoulée viennent rappeler que les cycles et crises sont consubstantiels au capitalisme.**

Nul doute que ces dernières années celui-ci s'était développé sur une base paradoxale : **la finance s'était pour ainsi dire mise au service d'elle-même** plutôt que des activités productives ; corrélativement, cette

inversion s'était traduite par un « **emballement** » **des standards implicites de rendement** dans ce qui apparaît rétrospectivement comme une fuite en avant insoutenable : les taux de rentabilité à deux chiffres souvent exigés par les marchés n'étaient pas tenables à long terme, eu égard au rythme de croissance de l'économie mondiale. A certains égards, cette rentabilité supérieure au taux de croissance de l'économie mondiale n'était supportable à long terme qu'au prix d'une déformation dans le partage de la valeur ajoutée, qui peut apparaître comme une des causes du surendettement des ménages américains et donc du déclenchement des troubles actuels.

La crise doit être l'occasion d'une refondation sans remettre en cause pour autant les ressorts fondamentaux de l'économie de marché. Alors que l'optimisme semble revenir, **le risque est réel que la perception des erreurs passées ne s'atténue** et que la détermination qui a marqué l'action des gouvernements lors de l'éclatement de la crise il y a un an ne s'étiolle pour justifier, derrière de bonnes paroles, un retour de fait aux errements du passé.

Le Parlement français a entendu s'impliquer dans la réflexion sur la refondation de la surveillance des flux financiers.

Un groupe de travail a ainsi été constitué à l'initiative du Président du Sénat pour regrouper douze parlementaires des deux assemblées dont la motivation commune, par delà les sensibilités politiques, a été de considérer que les questions financières étaient, malgré leur complexité, des choses trop sérieuses pour être laissées à la discrétion des seuls techniciens : **le politique doit en effet se réapproprier les questions monétaires et financières.**

Ses analyses, qui ont donné lieu à la rédaction de notes transmises avant chaque réunion du G 20 au président de la République¹, ont pu s'appuyer sur les travaux techniques menés au sein de chaque assemblée. Ainsi en marge de ce groupe, **l'Assemblée nationale s'est plutôt concentrée sur la thématique des paradis fiscaux**, dont les propositions ont d'ailleurs été reprises par le groupe de travail commun aux deux assemblées.

Le groupe de travail spécifique à la commission des finances du Sénat s'est quant à lui surtout concentré sur la question de la régulation des marchés financiers. Constitué le 20 mai 2009, il a procédé tout au long de l'année à de nombreuses auditions et a pu bénéficier des enseignements issus d'une série de déplacements organisés dans la cadre de la commission : mission du bureau de votre commission des finances aux États-Unis, visite du groupe de travail à la Banque centrale européenne à Francfort et à la Commission européenne à Bruxelles en septembre 2009, déplacements du rapporteur général enfin, à Berne et à Bâle d'une part, et à Londres d'autre part au printemps de la même année.

¹ http://www.senat.fr/groupe_travail_situation_financiere/index.html.

Sans revenir en détails sur le déroulement d'une crise maintes fois décrite, le présent rapport d'information vient tirer les leçons de ces travaux pour **déterminer les principes et modalités d'une régulation plus complète et équilibrée des marchés financiers. Il prend également position sur les quatre propositions de règlement et la proposition de décision constitutives du « paquet sur la surveillance financière »¹ que la Commission européenne a présenté le 23 septembre 2009.**

¹ Ces propositions sont les suivantes :

- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la surveillance macro-prudentielle du système financier et instituant un Comité européen du risque systémique (E 4777) ;
- proposition de décision du Conseil confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique (E 4778) ;
- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité bancaire européenne (E 4779) ;
- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (E 4780) ;
- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne des marchés financiers (E 4781).

PREMIÈRE PARTIE :

LA CRISE COMME CONSÉQUENCE DE LA FINANCIARISATION SAUVAGE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

La situation actuelle résulte, on l'a maintes fois répété, de **l'enchaînement et du cumul de crises multiples** :

- une **crise immobilière**, d'origine américaine, qui s'est transformée en **crise bancaire** et en **crise boursière** ;

- une **crise de liquidités** puis **de solvabilité**, qui a provoqué une profonde **crise de confiance** à l'automne 2008 et qui a justifié des interventions massives des Etats et des banques centrales.

Mais c'est aussi celle d'un modèle de développement fondé sur la financiarisation sans freins de l'économie mondiale.

La **dérégulation des marchés**, si elle a été un facteur d'innovation, a eu également pour conséquence **une opacité et une complexité croissantes**, qui ont affecté la solidité des réseaux interconnectés que constituent les circuits de financements.

Loin de favoriser la répartition et la mutualisation des risques, et donc leur soutenabilité, la **titrisation** et, plus généralement, **toutes les méthodes de financement hyper sophistiquées ont**, par leur excès et en dépit d'un concept pertinent, **fragilisé le système financier mondial**.

Le transfert des risques vers le marché est allé de pair avec une déresponsabilisation des opérateurs et a provoqué une perte de crédibilité d'un système dont on a pu penser qu'il s'efforçait de les dissimuler.

Les défaillances constatées sur les crédits dits « *subprimes* » n'apparaissent, de ce point de vue, que comme le révélateur, un simple accident sur un segment de la chaîne financière qui a entraîné toute une suite de courts-circuits de plus en plus graves, jusqu'à manquer de faire « disjoncter », par pans successifs, le réseau mondial dans son ensemble.

I. LES CAUSES D'UN QUASI-DISJONCTAGE DES CIRCUITS FINANCIERS

A. L'ÉCLATEMENT D'UNE BULLE D'ENDETTEMENT

1. Une hypertrophie de la sphère financière favorisée par un contexte d'aisance monétaire aux États-Unis

a) Une politique monétaire expansionniste et une épargne chroniquement faible

Ainsi que cela a été souligné dans maintes analyses, la crise est née de l'explosion d'une bulle d'endettement de ménages américains peu solvables, à la faveur du retournement du cycle immobilier. A la bulle boursière de la fin des années quatre-vingt-dix a donc succédé, en un laps de temps historiquement court, un gonflement inconsidéré d'encours de crédits convertis en titres négociables.

Les caractéristiques du crédit immobilier américain, dont la composante hypothécaire dans un marché haussier a servi de paravent à des diligences et une information du client manifestement insuffisantes¹, sont naturellement en cause, mais **elles ont été amplifiées par une politique monétaire très accommodante** initiée après la « bulle Internet » en 2000 et accentuée après le choc du 11 septembre 2001.

Le principal taux directeur de la *Federal Reserve Bank* (Fed) est ainsi passé de 6,5 % le 16 mai 2000 à 3,5 % le 21 août 2001 pour atteindre un **plancher à 1 % le 25 juin 2003**. Il a ensuite été relevé à 1,25 % le 30 juin 2004, puis par paliers pour culminer à 5,25 % le 29 juin 2006.

Le desserrement monétaire a ainsi contribué à accentuer les déséquilibres structurels de l'économie américaine – faible épargne et endettement élevé des ménages² (dont une forte hausse de la composante hypothécaire), « déficits jumeaux » (budget fédéral et balance des paiements

¹ Les prêts hypothécaires « subprimes » étaient destinés aux ménages à faible revenu et dont la note de crédit était médiocre (en général inférieure à 620, sur une échelle allant de 300 à 850) en raison d'événements de crédit antérieurs. Selon certains économistes, le développement de ces prêts a été facilité par une législation favorable à l'octroi de crédit aux communautés défavorisées (marginalisées par la pratique discriminatoire du « redlining »), en particulier le **Community Reinvestment Act**, adopté en 1977 et élargi en 1997. Ce dispositif ne concernait toutefois que les banques assurées au niveau fédéral.

Les prêts « subprimes », en général d'une maturité de 30 ou 35 ans, prévoyaient un taux variable indexé sur le taux directeur de la Fed ou le taux interbancaire du marché londonien (Libor). Une modalité fréquente (**prêts dits « reset » 2/28 ou 3/27**) consistait à proposer un taux fixe promotionnel durant les deux ou trois premières années, puis un taux variable élevé. L'amortissement pouvait également être négatif ou le remboursement ne porter dans un premier temps que sur les intérêts. La garantie apportée par l'hypothèque sur le logement financé permettait, dans un marché immobilier fortement haussier jusqu'en 2007, de limiter optiquement le risque de défaut de l'emprunteur.

² Celui-ci a plus que doublé entre 1999 et 2007 pour atteindre 13.825 milliards de dollars.

courants) largement financés par l'épargne asiatique – et à entretenir l'anesthésie de la croissance par endettement. Le bas niveau des taux d'intérêt a également participé de la **forte diminution de l'aversion au risque** des investisseurs, qui se sont tournés vers des placements offrant un couple rendement/risque *a priori* attractif mais peu transparent, tels les dérivés de crédit (cf. *infra*).

Evolution de certains déséquilibres structurels de l'économie américaine depuis 2001

| | 2000 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | Mai 2009 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Taux d'épargne des ménages (% du revenu disponible) | 2,4 | 2 | 0,4 | 0,8 | 0,5 | 1,8 | 5,4 |
| Taux d'endettement des ménages (% du revenu disponible) | 102,8 | 127,1 | 134,4 | 139,4 | 141 | 133,9 | N.D. |
| Dont prêts hypothécaires | 68,8 | 92,4 | 100 | 104,4 | 105,7 | 100,7 | |
| Déficit de la balance des paiements courants (% du PIB) | - 4,3 | - 5,4 | - 5,9 | - 6 | - 5,3 | - 4,9 | - 3,8 |

Source : OCDE, US Treasury

La dynamique auto-entretenu de l'endettement a également été alimentée par **l'augmentation procyclique du levier**, soit le gonflement des bilans bancaires, sans ajustement équivalent des fonds propres que l'on entendait ainsi « optimiser ». Il a également reposé, jusqu'en 2007, sur une **forme d'illusion collective quant à l'abondance de liquidités**, fondée sur une perception erronée en termes de stock et non de flux (ou à tout le moins une confusion entre liquidité macroéconomique et liquidité de marché), c'est-à-dire d'une masse de financements qui serait allouée de manière optimale aux agents, selon leurs besoins. La permanence de cette « surabondance » s'est cependant révélée d'autant plus factice que la liquidité s'est brutalement asséchée dès les premiers signes de défiance sur le marché interbancaire, au cours de l'été 2007.

b) Les ambivalences de l'innovation financière

On associe traditionnellement à l'innovation financière autant de vices que de vertus, révélateurs de son **ambiguïté**. Elle peut illustrer d'importants progrès dans la recherche et la modélisation financières et contribuer à une meilleure adaptation de l'offre de produits aux objectifs et contraintes de financement¹ et de placement. Elle peut aussi être un vecteur d'arbitrage réglementaire, d'opacité et de commissions sans plus-value substantielle pour le client.

La **titrisation de créances**, courroie de transmission de la crise, est un exemple emblématique de cette dérive par laquelle l'innovation perd ses

¹ On peut ainsi mentionner les divers types d'obligations convertibles et remboursables (obligations remboursables en actions – ORA, obligations convertibles en actions nouvelles ou existantes – OCEANE...).

qualités originelles, devient source d'asymétries d'informations entre concepteur, acheteur et vendeur, et cède progressivement au **syndrome de la « boîte noire »**.

Elle a été légitimement conçue dans un objectif de diversification des financements, avec des marges d'intermédiation souvent inférieures à celles de la dette *senior* et du crédit *revolving*, par la transformation de créances peu liquides et mobilisables à moyen ou long terme en actifs négociables à court terme. Elle est cependant devenue un **outil de spéculation, de rendement, d'externalisation du risque de crédit** et d'optimisation des rachats d'entreprises avec effet de levier (« *leveraged buy-out* » – LBO).

Le processus bancaire « d'initiation et de distribution » du crédit (fréquemment dénommé « *originate to distribute* ») est ainsi devenu un paradigme aveuglant de « **marchéisation** » du crédit et de dissociation entre la croissance du crédit et le portage du risque y afférent. Avec la mise en place d'une titrisation à trois niveaux¹, ces marchés du crédit ont recouru à des montages mêlant indifféremment titres, contrats et garanties.

La rationalité des investisseurs finaux, qui n'en ont pas moins une responsabilité dans la crise imputable à leur manque de diligences et de discernement, **a dès lors été biaisée de trois manières**, par :

- la grande complexité des produits et l'opacité quant au risque réel de défaut sur les créances ultimement refinancées. L'évaluation de ce risque, fondée sur des séries statistiques de moyen terme, s'est révélée insuffisamment robuste ;

- les garanties apportées par les assureurs dits « **monolines** » ou un acteur dominant tel qu'AIG, qui se sont révélées fragiles dès lors que les meilleures tranches ont été « contaminées » par l'augmentation du taux de défaut sur les tranches plus risquées ;

- les notations parfois trop favorables attribuées par les **agences de notation**, dont la méthodologie était peu claire pour les investisseurs² et qui pouvaient être placées en position de conflit d'intérêt, en tant que conseil et évaluateur des produits structurés.

¹ Au premier niveau, des titres hypothécaires « classiques » que sont les « asset-backed securities » (en particulier les « mortgage-backed securities » - MBS) ; au deuxième niveau, des obligations adossées à des regroupements d'actifs ou à des dérivés de crédit, tels que les multiples variantes de « collateralised debt obligations » (CDO) ; et au troisième niveau, des véhicules hors-bilan dédiés au refinancement d'actifs bancaires par des billets de trésorerie d'une maturité inférieure à un an, tels que les « conduits » de créances commerciales émettant des « asset-backed commercial papers » (ABCP).

² Dans un rapport intitulé « La notation en matière de titrisation », publié le 31 janvier 2006, l'Autorité des marchés financiers relevait ainsi : « On peut se demander si, dans leurs choix d'allocation d'actifs, les investisseurs tiennent suffisamment compte de cette différence structurelle entre notation de dette d'entreprise et notation de financements structurés, et notamment du fait que cette dernière notation n'intègre pas nécessairement la dispersion du risque autour de la moyenne ».

Deux principes cardinaux, que l'on pourrait sommairement formuler comme « *il n'y pas de rendement sans risque* » et « *on ne saurait investir dans des produits que l'on ne comprend pas* », ont ainsi été éludés. Plus fondamentalement, la mutation du principal mérite attribué à la titrisation, la mutualisation du risque de crédit, en un facteur de défaillance systémique, la **reconcentration de ces risques** chez des acteurs ne disposant pas des informations adéquates pour les évaluer, a été mal appréhendée par les régulateurs.

En effet, les nombreuses études réalisées au cours de la présente décennie par le FMI, les banques centrales ou les régulateurs de marché ont en général correctement identifié les risques potentiels et le manque de transparence des instruments de titrisation, mais sans y voir une menace avérée pour la stabilité financière dans son ensemble.

Les institutions de marché, devenues les principaux détenteurs de créances hypothécaires, ont donc joué un rôle croissant dans l'offre de crédit. Avec la constitution d'un « système parallèle » ou de « banques fantômes » se refinançant hors bilan, **les banques se sont éloignées de leur vocation** de financement direct et les frontières mêmes du secteur bancaire sont devenues incertaines.

La diversification des moyens de financement du crédit et l'augmentation des risques pris sur l'activité de négociation pour compte propre **n'ont guère été relayées par un renforcement des contrôles internes des banques**, insuffisants au regard de la sophistication des produits. Ainsi en France, il a fallu qu'éclate « l'affaire Kerviel » en janvier 2008 pour que la « pierre angulaire » du contrôle interne, le règlement n°97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière¹ (CRBF), fasse l'objet d'une importante refonte par divers arrêtés de septembre 2008, janvier 2009 et mai 2009.

2. Les effets pervers du fonctionnement de marchés financiers hyperconcurrentiels

a) Les facteurs comportementaux : mimétisme, court-termisme et non-alignement des incitations

La crise s'explique également par des facteurs psychologiques et comportementaux, individuels ou collectifs, qui ont été amplifiés dans un environnement hautement concurrentiel et dont certains relèvent du fonctionnement traditionnel des marchés.

Sous l'effet de la frénésie d'innovation et de la domination des activités de marché, **le « mimétisme concurrentiel » a eu d'incontestables effets pervers**. Le maintien d'un rendement élevé impliquait ainsi des produits toujours plus sophistiqués mais reposant fondamentalement sur un principe

¹ Règlement n°97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

commun d'externalisation du risque. Ce mimétisme revêt de nombreuses dimensions, notamment :

- la **norme implicite de rendement des fonds propres**, traditionnellement plus élevé dans le secteur bancaire et dont le niveau minimum était fixé à 15 %, ce qui est manifestement incompatible avec la performance macroéconomique de long terme d'un pays. Il serait vain de chercher à déterminer le responsable en dernier ressort – actionnaire ou émetteur – de cette dérive, qui a été confortée par les mutations de l'information financière (immédiateté et abondance) et le **raccourcissement de l'horizon temporel des gestionnaires et investisseurs**. De ce point de vue, la consécration, par la directive dite « Transparence »¹, de l'information financière trimestrielle peut être critiquée ;

- la réactivité des investisseurs face à des signaux de marché à court terme et le **retour rapide de certaines illusions boursières**, en dépit du signe avant-coureur qu'était la conjonction d'une longue phase de progression soutenue et d'une faible volatilité des cours ;

- une **confiance excessive dans des modèles frustes de mesure du risque**, en particulier la « Valeur à risque » (« *Value at risk* », qui mesure la perte maximale pour une probabilité d'occurrence donnée), dont la généralisation – tant dans les banques que chez les régulateurs – a conforté la légitimité, bien que ses limites soient connues² ;

- **l'autonomie et souvent l'arrogance des opérateurs de marché**, dont la contribution croissante aux revenus des banques, dans le cadre d'un nouveau modèle économique de financement de la banque de détail par la banque d'investissement, a justifié des rémunérations « hors normes » et la « souplesse » de la hiérarchie, au détriment de la qualité et de la valorisation des fonctions de contrôle (« *back office* ») et au prix d'« accidents de parcours »³. Les activités de marché sont en quelque sorte devenues le **sceau de l'« anoblissement » bancaire** et ont pu conduire certaines banques à s'éloigner de leurs métiers traditionnels⁴.

¹ Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

² Sans entrer dans les détails, ces limites – qui ne remettent pas en cause l'intérêt de cet instrument – tiennent au concept (anticiper l'avenir à partir de séries statistiques passées), aux hypothèses utilisées (sur la liquidité des marchés ou la distribution des rendements selon une loi normale), à l'acceptabilité de certaines approximations (modélisation des options, de la courbe des taux ou des actions), au recours au « backtesting » pour valider les résultats par des faits, au choix du niveau de probabilité (en général 1 % ou 5 %) ou à l'historique parfois trop court des statistiques utilisées.

³ Outre l'« affaire Kerviel » très médiatisée (4,9 milliards d'euros de pertes pour la Société Générale), citons les cas de Mizuho Securities (280 millions d'euros en décembre 2005, suite à une erreur de saisie), la filiale américaine de Calyon (250 millions d'euros en septembre 2007), MF Global (141,5 millions de dollars en février 2008) et des caisses d'épargne (752 millions d'euros en octobre 2008).

⁴ On peut ainsi mentionner, pour la France, Dexia, CDC Ixis et son successeur Natixis.

b) Un dévoiement certain des incitations individuelles

Pour conforter la rentabilité des activités de marché, les **mécanismes d'incitation** individuelle ont été amplifiés et se sont révélés procycliques, non compatibles et déstabilisants, consacrant la déconnexion de « l'économie réelle ». Une illustration a été apportée par les rémunérations variables des opérateurs de marché, qui répondent à une **logique d'« échelle de perroquet »**¹ et ont suscité un émoi justifié, une focalisation médiatique excessive et une appropriation politique tardive (cf. *infra*).

B. DES FAILLES DANS LA « TECTONIQUE » DE LA RÉGULATION

La crise financière ne s'est pas développée dans une absence de règles généralisée. Par un paradoxe apparent, elle est au contraire née au sein des banques, entités parmi les plus encadrées et régulées de l'économie de marché. La régulation existante était cependant perfectible, et les espaces de non-régulation se sont agrandis. Ainsi que le souligne pertinemment M. Georges Pauget, directeur général du Crédit Agricole SA, dans la Revue de stabilité financière de septembre 2009, le système actuel de supervision et de régulation souffre de **quatre faiblesses majeures : couverture limitée, fragmentation, hétérogénéité et procyclicité.**

1. L'élargissement des interstices de non-régulation

Ainsi qu'il a été évoqué *supra*, les ferments de la crise ont prospéré dans un « système bancaire de l'ombre » (« *shadow banking system* »), c'est-à-dire un recours croissant aux marchés de capitaux non réglementés pour financer le crédit. Avec l'hypertrophie du hors-bilan, le bilan a perdu de sa portée pour traduire l'activité bancaire réelle. Dans ce contexte, **l'architecture de supervision des acteurs, produits et marchés financiers s'est révélée inadaptée.**

a) Les limites de la coopération internationale

Au niveau **international**, les carences manifestées par la crise sont de trois ordres :

¹ Le rapport annuel du contrôleur des comptes de l'Etat de New York a ainsi été en quelque sorte détourné de son objet, puisqu'il a contribué au « parangonnage » des rémunérations sur la place financière américaine.

- les **juridictions non coopératives**, « trous noirs » de la finance souvent assimilés aux « paradis fiscaux » de manière impropre¹, ont attiré des flux de capitaux croissants² en n'offrant que peu ou pas de garanties de supervision et de transparence ;

- les **enceintes internationales**, en particulier le FMI (*via* le Programme d'évaluation des services financiers), le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (hébergé par la Banque des règlements internationaux), le Forum de la stabilité financière (avant sa transformation en Conseil de la stabilité financière) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), ont certes intensifié leurs travaux, mais leurs conclusions ont une portée non contraignante ou se heurtent, s'agissant des normes de solvabilité bancaire « Bâle II », aux réticences des Etats-Unis ;

- la **coopération entre les principaux régulateurs** européens, et de ces derniers avec leurs homologues américains, a progressé grâce au Plan communautaire d'action pour les services financiers et à la promotion du dialogue transatlantique, mais ne se traduit guère par des avancées juridiques concrètes et trouve ses limites dans la défense des modèles nationaux de régulation. Les réformes en cours donnent cependant certaines raisons d'espérer (cf. *infra*).

b) Le cas topique de l'architecture américaine de supervision

Au plan **national**, l'organisation de la supervision des activités financières aux Etats-Unis fournit un exemple emblématique de grande segmentation et de complexité³, liée au caractère fédéral de ce pays et à l'héritage des deux grandes crises financières que furent la Grande Dépression et la crise des caisses d'épargne (« *Savings & Loans* ») à la fin des années quatre-vingt. **Les compétences des différents régulateurs, selon les acteurs, tendent en effet à se chevaucher ou à être disjointes.**

¹ Le fait qu'un pays ou territoire joue pleinement le jeu de la concurrence fiscale et poursuive une stratégie de fiscalité allégée n'est pas condamnable en soi, ainsi que l'illustrent les régimes de nombreux pays européens (Belgique, Irlande, Slovaquie, Lituanie...). Les véritables difficultés, sur des plans différents, ont trait :

- aux traitements fiscaux **discriminatoires** ;
- au faible niveau d'exigences (financières, juridiques, organisationnelles) requises pour **l'immatriculation** d'une société ou d'une entité sans personnalité juridique ;
- à l'inviolabilité du **secret bancaire** ;
- à l'**opacité** de la supervision et des flux financiers ;
- et au manque de **coopération** et d'échanges de renseignements en matière de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales, le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme.

En ce sens, il est dans l'absolu préférable d'évoquer les « paradis bancaires et juridiques », bien qu'ils comportent le plus souvent une dimension fiscale.

² Les estimations sont à cet égard fluctuantes, et portent sur 30 à 50 % des flux financiers internationaux.

³ Pour un exposé détaillé, on se reportera utilement aux annexes (pages 152 à 161) du rapport de la mission de réflexion et de propositions (présidée par M. Bruno Delétré) sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France, publié en janvier 2009.

La régulation des assurances est essentiellement de la compétence des Etats ; celle des marchés financiers est exercée par la *Securities and Exchange Commission* (SEC, pour les marchés au comptant) et par la *Commodities and Futures Trading Commission* (CFTC, pour les marchés à terme) ; et celle des banques, selon leur statut¹, leurs activités et la fonction de régulation concernée (agrément, contrôle, assurance des dépôts), relève de pas moins de **six autorités fédérales**², outre l'autorité bancaire de chaque Etat.

Cette segmentation par métiers multiplie les risques de **déresponsabilisation** et de discordance entre régulateurs, et crée des espaces non régulés. L'activité des courtiers hypothécaires (« *mortgage brokers* ») et des officines de prêt non bancaires n'était ainsi explicitement couverte par aucune agence, entraînant une perte de responsabilité sur la surveillance de la qualité du crédit. La découverte de la fraude de Bernard Madoff a également jeté un profond discrédit sur l'organisation, les diligences et les moyens de contrôle de la SEC.

Dans les Etats européens, l'architecture de supervision est plus simple mais la primauté de la régulation nationale et l'approche sectorielle de la plupart des directives sont en décalage avec l'intégration des bourses (telle Euronext) et la capacité des opérateurs de marché d'intervenir à distance.

c) L'emprise croissante des acteurs et produits non régulés

Outre la discontinuité de la supervision sur la chaîne de valeur de la production de crédit, la crise a révélé l'importance croissante – en termes de volumes de transactions ou d'impact sur l'information financière – **d'acteurs et de produits non régulés distincts de l'activité bancaire mais fortement impliqués dans le processus de titrisation** : agences de notation, *hedge funds*, fonds de capital-investissement (en particulier les fonds de LBO) ou produits dérivés négociés de gré à gré (dits « *over the counter* »).

¹ Banques commerciales agréées par l'autorité bancaire d'un Etat ou par une agence fédérale, holdings bancaires et financiers, coopératives de crédit (« credit unions »), caisses d'épargne (« thrifts », soit les anciennes « savings & loans »), compagnies de crédit industriel (« industrial loan companies ») et entités consolidées (« consolidated supervised entities », statut supervisé par la SEC mais dont la crise a de facto provoqué la disparition).

² Soit la Federal Reserve Bank, l'Office of the Comptroller of the Currency, l'Office of the Thrift Supervision, la Federal Deposit Insurance Corporation, la National Credit Union Administration et la Securities and Exchange Commission.

Les arbitrages réglementaires, les véhicules d'émission hors-bilan, la complexité des instruments financiers utilisés dans la titrisation (cf. encadré ci-dessous), l'enchevêtrement de structures juridiques souvent domiciliées dans des pays non coopératifs¹ **ne sont pas sans rappeler certaines caractéristiques de « l'affaire Enron »**, dont les leçons n'ont manifestement pas toutes été tirées, sauf au regard de la fraude comptable.

Les dérivés de crédit CDS et les instruments de titrisation CDO

Inspirés par les techniques des *swaps*, les dérivés de crédit sont apparus dans les années 1990 et sont assimilables à un contrat d'assurance contre un risque de défaut. Ils permettent de prendre ou de réduire une exposition au risque de crédit (créances ou obligations représentatives d'une créance) d'un émetteur, et donc de **transférer le risque de crédit sans transférer l'actif sous-jacent**. Ils ont dès lors été largement utilisés dans les mécanismes de titrisation de créances, et les banques y ont recouru pour gérer de façon dynamique, par cession, le risque de contrepartie de leurs portefeuilles de prêts. Le principal marché est celui des *credit default swaps* – CDS.

1 – Les CDS

Un CDS² est un contrat d'échange entre un acheteur et un vendeur de protection contre le risque de défaut d'un émetteur tiers (Etat, banque, entreprise notée ou non par une agence) ou l'évolution d'un indice synthétique de CDS³. Ce type de produit est négocié de gré à gré et contrairement aux dérivés cotés, il n'y a donc pas de dépôt de garantie ni d'appels de marge réguliers. Lors de la conclusion du contrat :

- l'acheteur de protection (compagnie d'assurance, fonds de pension ou *hedge fund* par exemple) **s'engage à verser une prime périodique au vendeur de protection** (une banque en général). La prime est exprimée en points de base déterminant un écart (« *spread* ») par rapport au taux interbancaire de référence, généralement le Libor (*London interbank offered rate*) ;

- en échange le vendeur s'engage à verser *in fine* une certaine somme⁴ au cas où se produirait, pendant la durée du *swap*, un événement prévu par le contrat et affectant le crédit de l'émetteur de référence. C'est le « **paiement contingent au défaut** » (« *contingency payment* », soit la faillite, un défaut de paiement, une dégradation de la notation ou une restructuration de dette).

¹ Dans le numéro précité de la Revue de stabilité financière, M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers, fournit une illustration éclairante de cette complexité et fragmentation de la régulation

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

² Catégorie générique qui inclut une multitude de variantes : single name CDS, first to default CDS, portfolio CDS, secured loan CDS, asset backed securities CDS, constant maturity CDS...

³ Les principaux indices sont l'iTraxx (en euros) et le CDX (en dollars).

⁴ En cas de **dénouement physique**, le vendeur paie le nominal du CDS contre lequel il reçoit de l'acheteur de protection des obligations émises par l'entité de référence. En cas de **dénouement en espèces** (« cash »), le vendeur paie l'équivalent de (100 % - valeur de recouvrement de la dette) x nominal.

Les CDS sont devenus au moins aussi représentatifs du risque de défaut d'une contrepartie que le taux des émissions obligataires des marchés organisés¹, et le marché des CDS dépasse largement la capitalisation des principaux marchés réglementés d'actions.

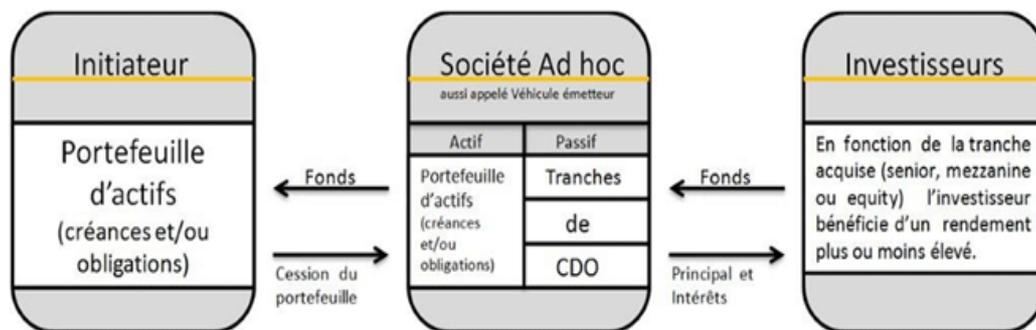
2 – Les CDO

Un CDO² est un titre de **nature obligataire** garanti par un portefeuille de créances ou d'instruments financiers, émis par un véhicule de titrisation et souvent utilisé pour une opération de titrisation dite « synthétique » (d'où la distinction entre CDO « cash » et « synthétiques »). Il combine généralement trois mécanismes communs aux montages de titrisation :

- la construction par une institution financière d'un **portefeuille de référence** composé de créances bancaires et/ou d'instruments financiers négociables (obligations, autres titres de adossés à des créances tels que des *asset backed securities* – ABS) et/ou de dérivés de crédit³. Toutefois, à la différence des opérations de titrisation traditionnelles portant sur des portefeuilles homogènes englobant un grand nombre de débiteurs cédés, les CDO sont généralement adossés à des actifs financiers de nature hétérogène ou des dérivés de crédit concernant un nombre restreint de signatures ;

- la **déconnexion entre le risque de crédit du portefeuille et celui de l'initiateur du montage** via le recours à un véhicule *ad hoc* hors-bilan (*special purpose vehicle* – SPV ou, en France, un fonds commun de titrisation) pour l'émission des CDO et le portage des actifs sous-jacents ;

- le « **découpage** » en **trois ou quatre types de tranches** de l'émission des CDO adossés à ce portefeuille. A ce découpage correspond une hiérarchie précise quant aux droits des différentes tranches émises sur les revenus tirés des actifs ou des dérivés de crédit sous-jacents. Les tranches – super senior, senior, mezzanine, *equity* – bénéficient ainsi d'un rang de priorité décroissant sur ces revenus, et présentent symétriquement des niveaux de risque (et donc de rendement) croissants, selon le profil de l'investisseur final.



Source : Finaxys

¹ Ce qui signifie que lorsque le spread d'un CDS augmente, la valeur de l'action de l'émetteur correspondant risque de baisser.

² Là encore on distingue plusieurs types de CDO et structures analogues : CDO de bilan, CDO d'arbitrage, CDO de flux, CDO synthétique (CSO), CLO pour les prêts bancaires, CBO (collateralised bond obligation), CDO à tranche unique, CDO d'ABS, CCO (collateralised commodity obligation) adossée à des options sur matières premières, CFO (collateralised fund obligation) adossée à des parts de hedge funds ou de fonds de hedge funds, CFXO (collateralised foreign exchange obligation) adossée à des options sur devises...

³ Le cas échéant d'autres CDO (on parle alors de CDO² ou square).

La crise a donné l'occasion de prendre pleinement conscience de la dimension des marchés de produits dérivés OTC, **dont les montants sont largement supérieurs aux principaux marchés réglementés d'actions** (cf. tableau ci-après), avec fin 2008 un rapport d'environ 1 à 33 en valeur notionnelle et encore de 1,9 si l'on retient la valeur (approximative) de marché, plus représentative des risques réels. Le marché des CDS suscite davantage d'attention, compte tenu de son rôle dans la titrisation, et a connu une désinflation après la faillite de *Lehman Brothers*, mais **il demeure peu significatif au regard des volumes de dérivés sur taux.**

Evolution des transactions sur les marchés d'actions et les marchés de gré à gré de produits dérivés

(en milliards d'euros pour les actions, en milliards de dollars pour les dérivés)

| Instruments financiers | Mode de calcul de la valeur | 30 décembre 2007 | 30 juin 2008 | 31 décembre 2008 | 30 juin 2009 |
|---|-----------------------------|------------------|--------------|------------------|--------------|
| Capitalisation cumulée des principaux marchés d'actions (1) | Valeur de marché | 21.685 | 18.671 | 12.937 | 13.372 |
| CDS | Notionnelle | 57.894 | 57.325 | 41.868 | 31.223 |
| | Valeur brute de marché | 2.002 | 3.172 | 5.652 | N.D. |
| Dérivés sur matières premières | Notionnelle | 8.455 | 13.229 | 4.427 | N.D. |
| Dérivés sur actions | | 8.469 | 10.177 | 6.494 | 8.788 |
| Dérivés sur taux | | 393.138 | 458.304 | 418.678 | 414.089 |
| Dérivés sur change | | 56.238 | 62.983 | 49.753 | N.D. |
| Non alloué | | 71.146 | 81.708 | 70.742 | |
| Total dérivés de gré à gré | Notionnelle | 595.341 | 683.726 | 591.963 | N.D. |
| | Valeur brute de marché | 15.813 | 20.353 | 33.889 | |

(1) : Soit les marchés réglementés des pays suivants : Etats-Unis, Japon, Royaume-Uni, France, Allemagne, Espagne, Italie et Pays-Bas.

N.B : Pour mémoire, la capitalisation globale des marchés organisés de produits dérivés était de 79.530 milliards de dollars fin 2007.

Sources : Banque des règlements internationaux (pour 2007 et 2008), Datastream, International Swaps and Derivatives Association (pour l'année 2009).

d) Le fort développement des infrastructures de marché non réglementées et l'exploitation des lacunes de la directive MIF

Les infrastructures de marché ont connu des changements majeurs ces dix dernières années, selon des rythmes distincts en Europe et aux Etats-Unis. Après la généralisation des transactions électroniques, la démutualisation des marchés réglementés et la cotation de la plupart des entreprises de marché qui les exploitent, **le paysage concurrentiel a été bouleversé** par la concentration

de certaines bourses réglementées¹ et le développement de nouvelles plateformes électroniques.

En Europe, cette tendance est le fruit de la **directive sur les marchés d'instruments financiers** (« directive MIF ») du 21 avril 2004², qui a importé le mode de fonctionnement américain et notamment mis fin au monopole des marchés réglementés. Elle a ainsi consacré la concurrence entre trois types d'infrastructures de négociation soumises à des obligations différenciées de transparence : les marchés réglementés, les plateformes multilatérales de négociation (« *multilateral trading facilities* » - MTF) et l'« internalisation systématique » au sein des entreprises d'investissement³.

En deux ans, les MTF constituées par les principales banques d'investissement⁴ – et plus marginalement par les entreprises de marché elles-mêmes⁵ – **ont gagné d'importantes parts de marché au détriment des bourses réglementées**, aujourd'hui évaluées à 30 % des volumes de transactions (contre environ 22 % en janvier 2009) enregistrées sur les principales valeurs européennes. Leur facteurs-clefs de succès résident dans une **politique tarifaire agressive**, qui exerce une forte pression à la baisse des coûts de transaction des marchés réglementés, des coûts de fonctionnement réduits, une offre ciblée sur les valeurs européennes les plus liquides (dites « *blue chips* ») et une technologie innovante, orientée vers la réduction du délai d'acheminement des ordres (soit le « temps de latence »).

La pratique de l'« **internalisation systématique** » entendue au sens strict, c'est-à-dire lorsque l'entreprise d'investissement se porte directement contrepartie sur son bilan de l'ordre du client, demeure pour sa part marginale. Une pratique en quelque sorte à mi-chemin des MTF et de l'internalisation systématique, dite système de « croisements d'ordres » (« ***crossing network*** »), se développe cependant au sein des banques d'investissement en exploitant une faille du champ de la directive MIF⁶.

Ces systèmes d'appariement sans statut, dont la création n'est pas nouvelle, permettent de croiser en interne les ordres des clients, de manière anonyme, sans référence à un prix de marché (réglementé ou organisé) ni frais de transaction ou de compensation, et pour des volumes souvent élevés. Ils

¹ Outre la création du marché paneuropéen Euronext en septembre 2000 et son rapprochement avec le New York Stock Exchange en avril 2007, le London Stock Exchange, la bourse scandinave OMX et la Deutsche Börse ont été au cœur de plusieurs opérations ou tentatives de fusion.

² Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007.

³ Qui se portent directement contrepartie, sur leur propre bilan, des ordres de leurs clients.

⁴ Les principales plateformes électroniques sont aujourd'hui **Bats Europe, Turquoise et Chi-X** (leader du marché), toutes situées à Londres. Le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières a toutefois recensé plus d'une centaine de MTF, dont beaucoup sont peu actifs.

⁵ Alternext, Powernext et SmartPool sont ainsi des MTF créées par Euronext, de même que NYSE Arca Europe, filiale du groupe NYSE Euronext.

⁶ Ces systèmes ne sont pas assimilables à l'internalisation systématique envisagée par la directive MIF, puisque la banque n'interpose pas son bilan mais fait se confronter un acheteur et un vendeur.

contribuent donc à créer de **nouveaux marchés d'actions échangées de manière bilatérale et en gré à gré**, avec une transparence nulle ou parcellaire sur les prix et volumes.

A ce titre, ils sont proches des plates-formes dénommées « *dark pools* », qui traitent des ordres anonymisés et supérieurs à la « taille normale de marché » (blocs de titres en particulier), connaissent un fort développement et opèrent grâce à une dérogation prévue par la directive MIF¹. Ces « *dark pools* » sont toutefois aussi un avatar des exceptions que les législations boursières nationales ont souvent prévues pour faciliter la négociation de blocs de titres.

e) Une exacerbation de la technologie porteuse de risques

L'irruption des MTF et des « *crossing networks* » crée ainsi un nouvel espace de compétition et de différenciation par la technologie informatique², afin de capter des volumes et de réduire les coûts, mais **contribue aussi à fragmenter la liquidité boursière et à amplifier l'industrialisation du « trading »**, en particulier ses formes les plus élaborées que sont le *trading* à haute fréquence³ et le *trading* algorithmique⁴, qui opèrent aussi bien sur les marchés réglementés que sur les MTF. Preuve de l'emprise excessive de la technologie, de nouveaux programmes informatiques ont en outre été conçus pour « repérer » dans les carnets d'ordres et contrer automatiquement les transactions issues du *trading* algorithmique, sur des fréquences de transaction tout aussi élevées.

Au-delà de ces enjeux concurrentiels, les marchés non réglementés et la technologie qui y est généralement associée posent plusieurs défis pour la régulation :

- la fragmentation de la liquidité et les dérogations dont bénéficient les MTF et « *dark pools* » au regard de la transparence pré-transaction créent des **risques réels d'opacité dans le processus de formation des prix, de discrimination entre investisseurs et de « balkanisation » des marchés** entre, d'un côté, des marchés réglementés dédiés aux épargnants profanes, et de l'autre, des MTF mobilisant l'essentiel des ordres des investisseurs

¹ Aux termes de l'article 27 de cette directive, les internalisateurs systématiques qui n'effectuent que des transactions supérieures à la taille normale de marché ne sont pas contraints de publier des prix fermes pour les actions de sociétés cotées sur un marché réglementé dont ils assurent l'internalisation.

² Outre la réduction du temps de latence, certaines MTF proposent une **cotation à trois décimales** et une tarification permettant de « rémunérer la liquidité », c'est-à-dire des frais dégressifs en fonction du volume soumis à la négociation.

³ Sommairement, cette technologie permet de réaliser des arbitrages et ordres d'achat ou vente en un laps de temps très court, de l'ordre de la milliseconde.

⁴ L'importance prise par ces derniers est d'ailleurs **un des principaux facteurs de la récente délocalisation à Londres des serveurs informatiques d'Euronext**. La proximité géographique à l'égard de ses principaux clients (traders et courtiers) permet en effet à Euronext de réduire le temps de latence.

professionnels. **Les PME cotées pourraient également se trouver davantage marginalisées** dans les volumes de transactions et le suivi par les analystes¹ ;

- ainsi que l'a relevé une étude du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERV) de juin 2009, la fragmentation de la liquidité crée des **coûts implicites** (liés notamment à la politique de « meilleure exécution »² que prévoit la directive MIF) et une augmentation des **coûts explicites** de règlement-livraison, qui au total font plus que compenser la baisse des coûts de transaction. **La diminution des coûts par la concurrence, qui est un des objectifs de la directive MIF, n'est donc dans bien des cas pas réalisée** ;

- **la technologie s'auto-entretient dans une bulle**, permet des arbitrages extrêmement rapides et crée des sources de profit, mais pour un **apport limité à la liquidité globale des marchés** puisque cette liquidité n'est fournie que pour quelques fractions de secondes, donc peut apparaître artificielle et « évanescence ». Surtout, **les processus automatisés de trading augmentent le risque opérationnel**, c'est-à-dire le risque de panne ou de dysfonctionnement, avec des conséquences potentiellement désastreuses pour la volatilité et la stabilité des marchés d'actions.

Or on peut ici rappeler qu'une des causes du « krach » boursier de 1987 fut le recours aux systèmes automatiques d'achats et de ventes d'actions (« *program trading* ») ; **cette situation est donc susceptible de se reproduire**, de sorte qu'à une crise des bilans bancaires succéderait une crise de la technologie boursière... ;

- les banques sont désormais en mesure de s'affranchir des contraintes des marchés réglementés et de **contrôler l'ensemble de la chaîne de valeur des marchés**, du passage des ordres à la fonction de dépositaire, nombre de chambres de compensation et de centrales de règlement-livraison ayant le statut d'établissement de crédit. Cette situation implique que les conflits d'intérêt potentiels soient bien identifiés, et de **définir le périmètre de l'ordre public financier** (cf. *infra*).

¹ A cet égard, les mesures introduites par le Sénat dans la proposition de loi tendant à favoriser l'accès au crédit des PME (procédure encadrée de transfert de l'Eurolist vers Alternext), et celles annoncées par le Gouvernement le 12 octobre 2009 pour relancer le marché des PME cotées devraient contribuer à limiter ce risque.

² Qui implique, pour les courtiers et intermédiaires, de mettre en place des outils (dénommés « **smart order routers** », soit des outils intelligents d'acheminement des ordres) permettant de se connecter aux différentes plates-formes traitant telle action et de sélectionner la plus avantageuse.

2. La confirmation de la procyclicité et de la faible prise en compte du risque systémique

a) La procyclicité avérée des normes et comportements

Les normes prudentielles établies par le Comité de Bâle et les normes comptables internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) ont été profondément refondues ces dernières années et introduites dans le droit communautaire. Le règlement du 19 juillet 2002¹ a ainsi posé les fondements du « mandat » dont bénéficie l'IASB (*International Accounting Standards Board*) pour établir les normes comptables applicables à l'Union européenne², et deux directives du 14 juin 2006³ ont transposé le socle des exigences de fonds propres réglementaires.

Les nouvelles normes comptables ont consacré une approche économique, fondée sur la « **juste valeur** », qui fait autant que possible référence à une valeur de marché observée ou reconstituée, et sur la comptabilisation des écarts de valorisation dès leur constatation. A ce titre, elles partagent une inspiration commune avec les normes américaines US GAAP (« *Generally accepted accounting principles* ») bien que des divergences subsistent, notamment sur la définition de la juste valeur.

En matière prudentielle, le « ratio Cooke » de Bâle I a été jugé trop fruste et le dispositif « Bâle II » a donc promu une approche plus fine et qualitative des risques bancaires (risques de crédit, de marché et opérationnel) dans le cadre du nouveau ratio « McDonnough ». Les risques sont mesurés par les « **organismes externes d'évaluation du crédit** » (soit les agences de notation) dans l'approche dite « standard », ou par les modèles internes des banques dans l'approche dite « avancée ».

L'impact potentiellement procyclique de ces normes a toutefois été souligné dans de nombreuses analyses récentes⁵ ou réalisées avant leur adoption, et a été **confirmé par la crise**. Cet impact peut être sommairement exposé de la manière suivante :

¹ Règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 concernant l'application des normes comptables internationales.

² Aux termes de l'article 3 du règlement, les normes comptables internationales ne peuvent cependant être adoptées par la Commission européenne et les Etats membres **que pour autant qu'elles répondent à l'intérêt public européen et « satisfont aux critères d'intelligibilité, de pertinence, de fiabilité et de comparabilité** exigés de l'information financière nécessaire à la prise de décisions économiques et à l'évaluation de la gestion des dirigeants de la société ».

³ Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

⁴ La Commission bancaire, en application de l'article L. 511-44 du code monétaire et financier, a ainsi reconnu huit organismes, dont les trois principales agences de notation, la Banque de France et Coface.

⁵ Cf. notamment le rapport du FSF sur le traitement de la procyclicité dans le système financier, publié le 2 avril 2009.

1) Sur le plan **prudentiel**, la procyclicité est liée à l'utilisation d'un ratio (fonds propres / actifs pondérés des risques) : les banques font face à des défauts et pertes sur leurs prêts plus élevés en période de récession que d'expansion, ce qui exerce un impact négatif sur leurs capitaux propres (au numérateur) et *in fine* sur leur capacité maximale de prêt. **Le dispositif « Bâle II » serait encore plus procyclique que « Bâle I »**, puisqu'en phase de récession, les actifs pondérés du risque (le dénominateur) augmentent en même temps que le numérateur diminue, de sorte que les exigences en fonds propres deviennent plus élevées.

Le deuxième pilier de Bâle II (soit la supervision individuelle par les autorités) est susceptible d'atténuer ce phénomène, dans la mesure où les autorités de contrôle peuvent imposer des exigences de capital supplémentaires en phase ascendante de cycle, mais cette faculté n'a guère été utilisée qu'en Espagne.

2) En matière **comptable**, le principe de valorisation des actifs à la valeur de marché (par référence directe au cours de bourse ou par modélisation) a permis aux banques d'enregistrer immédiatement des plus-values latentes croissantes issues de leur portefeuille de négociation d'instruments financiers (« *trading book* »), et donc une augmentation de leurs fonds propres parfois qualifiée de factice. Symétriquement, la crise des prêts « *subprimes* » puis la crise de liquidité de 2008 ont contraint les banques américaines puis européennes à comptabiliser d'importantes provisions pour dépréciations et des pertes.

La procyclicité du principe de juste valeur alimente les critiques sur son rapport aux horizons temporels : les normes comptables amplifieraient la « financiarisation » de l'économie plutôt qu'elles ne la contiendraient, et **négligeraient la valeur temps**, fondamentale en matière bancaire, en se focalisant sur les problématiques instantanées des investisseurs. Pour autant, **les normes comptables ne sauraient être désignées comme principaux responsables de la crise** : elles l'ont révélée sans délai et dans sa brutalité et en ont accéléré ou amplifié certains effets, et il faut rappeler que « ce n'est pas le thermomètre qui cause la fièvre ».

Cette procyclicité des normes est en outre entretenue par la procyclicité intrinsèque des acteurs financiers, liée aux facteurs humains et techniques évoqués plus hauts : la psychologie moutonnaire des investisseurs, les hypothèses de modélisation des risques et les distorsions des incitations. Elle se traduit par une exubérance en phase haussière et une peur généralisée en phase de ralentissement (avec une « fuite vers la qualité »), avec un phénomène de spirale négative entre valorisation et liquidité. Elle contribue *in fine* au **raccourcissement et à l'amplification des cycles boursiers et économiques** que l'on constate depuis le milieu des années 90. Elle tend donc à amplifier les faiblesses structurelles du système financier et à remettre en cause la pertinence de la mesure du risque.

b) Une faible visibilité sur les risques systémiques latents

Outre la dimension temporelle, la crise a également révélé une importante lacune du champ de la supervision financière aux échelons nationaux et internationaux. Outre l'approche sectorielle et « en silo » évoquée plus haut, **les institutions existantes ne permettaient pas de disposer d'une vision suffisamment transversale**, « macroprudentielle », ni de mesurer les incidences du risque dit « systémique » sur la stabilité financière globale. Ce risque de système, révélé par la quasi-faillite d'AIG et la disparition de *Lehman Brothers*, peut être appréhendé selon deux dimensions principales :

- **la taille et la complexité relatives** de l'établissement ou du marché considéré, ce qui implique notamment de mieux surveiller les expositions importantes ou en augmentation rapide ;

- **l'intensité de ses interconnexions** avec d'autres acteurs et l'exposition à des facteurs communs de risque, donc le potentiel de « contagion » en cas de défaillance.

La nécessité de mieux mesurer, prévenir et traiter ce risque systémique a suscité de nombreuses réformes institutionnelles et réglementaires cette année (cf. *infra*). Elle a également alimenté les débats sur le **traitement individuel des défaillances** et l'anticipation des difficultés d'établissements jugés systémiques. Ces thèmes appellent une réflexion approfondie sur les **incitations à limiter la taille et la complexité des banques**, comme sur les **pouvoirs et la coordination des régulateurs bancaires**, en s'inspirant le cas échéant du mécanisme américain des « actions correctives précoces »¹ et des compétences de la FDIC².

¹ Le Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991 a créé un nouveau cadre réglementaire, appelé **Prompt Corrective Action (PCA)**, qui lie le déclenchement des actions au niveau des fonds propres d'une banque. La PCA représente ainsi une tentative d'instaurer un déclenchement rapide et non discrétionnaire des actions prudentielles.

² Le FDIC dispose par exemple du pouvoir de s'auto-désigner administrateur, de gérer une « banque relais » (« bridge bank ») et de suspendre temporairement la résiliation-compensation des contrats financiers pour atténuer le potentiel de contagion. Le FDIC peut également, en de rares circonstances, invoquer « l'exception de risque systémique », ce qu'il a fait à quatre occasions durant la crise, pour déroger à la règle du moindre coût pour le fonds d'assurance des dépôts.

II. DES THÉRAPEUTIQUES D'URGENCE D'UNE AMPLEUR SANS PRÉCÉDENT ET SOUVENT « NON CONVENTIONNELLES »

A. UN SOUTIEN PUBLIC RAPIDE, MASSIF ET GLOBALEMENT CONVERGENT

1. Le levier budgétaire : une assurance étendue et des contreparties inégales

a) *Une réponse de très grande ampleur, dont les principes convergent et les modalités sont distinctes*

Après les « premiers avertissements » que furent les sauvetages de la banque britannique *Northern Rock* (prêt d'urgence garanti par l'Etat) en septembre 2007 et de *Bear Stearns* en mars 2008 (prêt de 30 milliards de dollars consenti par la Fed au repreneur *JP Morgan Chase*), le dépôt de bilan de *Lehman Brothers*, le 15 septembre 2008, a constitué une **ultime tentative de neutraliser le hasard moral** pour responsabiliser les dirigeants du secteur bancaire.

La Fed et le gouvernement américain ont dérogé dès le lendemain à ce principe, avec la nationalisation *de facto* d'AIG¹, puis les risques de contagion massive des défaillances bancaires à tous les pans de l'économie ont conduit les pouvoirs publics des pays industrialisés à intervenir de manière prompte, relativement coordonnée et en mobilisant des fonds budgétaires dont les montants très importants² suscitent aujourd'hui des critiques³.

Le principe « trop grand pour sombrer » (« *too big to fail* ») – ou plutôt « trop interconnecté pour sombrer » – a dès lors repris ses droits. Sous l'impulsion du G 7 et du G 20, **les Etats n'ont pas cédé à la tentation de laisser les choses s'améliorer d'elles-mêmes**, comme cela avait pu être le cas au Japon durant les années 90.

Le degré d'exposition des banques à la crise, et indirectement le niveau du soutien public, est illustré par la **nouvelle hiérarchie boursière des principales banques dans le monde** depuis le déclenchement de la crise, en juin 2007. Si les banques chinoises et *Goldman Sachs* apparaissent comme les principales bénéficiaires dans ce bouleversement du paysage concurrentiel, d'anciens acteurs majeurs sont revenus à des dimensions beaucoup plus modestes (*Citigroup* – dont la capitalisation a diminué de 94,3 % – *RBS*, *Bank of America*, *UBS*), tandis que d'autres établissements ont été

¹ Soit un apport de 85 milliards de dollars en échange de 79,9 % du capital.

² Le gouvernement américain et la Fed ont ainsi annoncé un **plafond d'aides de 2.100 milliards de dollars**, dont 1.400 milliards de dollars au titre du refinancement (garantie et lignes de crédit), 250 milliards de dollars pour la recapitalisation et 450 milliards de dollars pour la défaisance d'actifs.

³ M. Joseph Stiglitz a ainsi eu, le 12 octobre 2009, des propos très virulents sur l'attitude de certaines banques, allant jusqu'à évoquer un « vol à main armée » sur l'argent public.

relativement épargnés ou ont profité du mouvement de concentration que la crise a inévitablement provoqué (HSBC, BNP Paribas, *Wells Fargo*, *JP Morgan Chase*, *Itau Unibanco*).

**Evolution de la capitalisation boursière
des 15 premières banques mondiales entre juin 2007 et juin 2009**

(en milliards de dollars)

| Banque | 30 juin 2007 | Banque | 30 juin 2009 |
|-------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Citigroup | 256 | China ICB | 257 |
| Bank of America | 218 | China Const. Bank | 182 |
| HSBC | 215 | Bank of China | 153 |
| China ICB | 212 | HSBC | 146 |
| JP Morgan | 167 | JP Morgan | 130 |
| Bank of China | 155 | Wells Fargo | 115 |
| China Const. Bank | 154,6 | Santander | 98 |
| UBS | 125 | Bank of America | 85 |
| Mitsubishi UFJ | 120 | Goldman Sachs | 75 |
| RBS | 118 | Mitsubishi UFJ | 72 |
| Wells Fargo | 117 | BNP Paribas | 71 |
| Santander | 115 | Itau Unibanco | 61 |
| BNP Paribas | 111 | China Bank of Comm. | 59,3 |
| Intesa Sanpaolo | 94 | Royal Bank of Canada | 59,3 |
| Unicredit | 93 | Crédit Suisse | 54 |
| Total | 2.270,6 | Total | 1.617,6 |

Source : L'Agefi Hebdo / Reuters

Sans revenir sur la chronique et les caractéristiques détaillées des différents plans de soutien, on peut relever que les efforts de coordination entre Etats se sont davantage exercés au niveau des **principes**, fixés par le G 7 le 10 octobre 2008 puis déclinés par l'Eurogroupe, plutôt que des modalités. La typologie des aides publiques mises en œuvre directement par l'Etat ou par une structure dédiée est fondamentalement ternaire : la **recapitalisation** (voire la « nationalisation-sanction » totale ou partielle de plusieurs établissements particulièrement touchés par la crise¹) en vue de renforcer les fonds propres, le soutien à la liquidité et au **refinancement** (garantie et ligne de crédit) et la **défaillance** d'actifs toxiques.

La déclinaison nationale de ces axes s'est traduite par des spécificités, selon le niveau d'exposition du secteur bancaire aux actifs toxiques, et plus rarement par des actions concertées dans le cas de banques transnationales (Dexia et Fortis par exemple). En revanche, tous les Etats se sont attachés à

¹ Tels que Bradford & Bingley, Lloyds TSB et Royal Bank of Scotland au Royaume-Uni, Citigroup (à hauteur de 36 %) aux Etats-Unis ou Glitnir en Islande. Les débats sur la nécessité et le champ des nationalisations furent particulièrement vifs au cours du premier trimestre de 2009.

éviter un mouvement de panique chez les déposants, par un **relèvement du plancher, et le cas échéant du plafond de garantie des dépôts**¹.

La France s'est illustrée en ne recourant pas au principe du cantonnement d'actifs (hors le cas particulier de Dexia)² et en mettant en place un mécanisme de **garantie indirecte** aux refinancements bancaires, assuré par la Société de financement de l'économie française (**SFEF**), sorte de « banque centrale *bis* » constituée selon un partenariat public-privé³. La recapitalisation est quant à elle assurée par une société intégralement publique, la Société de prise de participation de l'Etat (**SPPE**), qui souscrit à des fonds propres sous forme de titres super-subordonnés ou d'actions de préférence dans le cadre d'augmentations de capital⁴.

b) La rénovation des critères d'appréciation de la concurrence

Compte tenu du montant élevé des aides publiques et de la grande hétérogénéité de situation financière des banques, la crise est susceptible d'accélérer la cartellisation du secteur et de créer de fortes distorsions de concurrence. Les mesures nationales de soutien ont donc fait l'objet d'une **validation** lors de l'octroi et d'un **contrôle en aval** (en général six mois après) **par la Direction générale de la Concurrence** de la Commission européenne. Ce faisant, la Commission a contribué, malgré un contexte d'urgence et de diversification de ses interlocuteurs (qui comprennent désormais les banques centrales⁵), à créer un cadre plus homogène pour les initiatives nationales. Elle a aussi **renouvelé sa méthodologie, si ce n'est assoupli sa doctrine**.

Votre groupe de travail a eu l'occasion de constater, lors de son déplacement à Bruxelles, **l'ampleur des défis organisationnels** (qui ont entraîné d'importants redéploiements d'effectifs), **politiques et intellectuels** auxquels la DG Concurrence s'est trouvée confrontée du fait de la crise. La

¹ Au plan européen, la directive 2009/14/CE du 14 mars 2009 a relevé le niveau minimal de garantie par déposant et par banque de 20.000 à 50.000 euros en 2009, puis **100.000 euros d'ici le 31 décembre 2010**, et réduit de trois mois à vingt jours le délai de restitution. Certains Etats membres ont appliqué une solution maximaliste en garantissant l'intégralité des dépôts ; le plafond en France demeure pour l'instant inchangé, à 70.000 euros.

² Un tel cantonnement a également été mis en œuvre à l'initiative d'une banque, avec la création par **Natixis** de la structure GAPC (« Gestion active des portefeuilles cantonnés »), dont les actifs, depuis août 2009, sont garantis à hauteur de 35 milliards d'euros (pour un montant d'actifs toxiques évalué à 29,7 milliards d'euros fin juin 2009) par le nouvel organe central BPCE.

³ La SFEF est une société anonyme majoritairement détenue par les six principales banques françaises (l'Etat disposant de 34 % du capital), dont les émissions obligataires sont garanties par l'Etat et sont rétrocédées aux banques sous forme de lignes de crédit à moyen terme (donc complémentaires des facilités de refinancement des banques centrales), adossées à une gamme de collatéraux de bonne qualité. Au 1^{er} octobre 2009, la SFEF avait ainsi émis 75 milliards d'euros.

⁴ En septembre 2009 l'Etat, via la SPPE, détenait ainsi 5,7 % du groupe Dexia en actions ordinaires, 15,19 % du capital de BNP Paribas en actions de préférence sans droit de vote, 7,2 % du capital de la Société générale en actions de préférence, et pourrait détenir jusqu'à 20 % du capital de l'organe central Caisses d'épargne – Banque populaire.

⁵ Ce qui permet d'entrevoir et espérer une meilleure interaction entre les politiques économique et monétaire.

Commission s'est également distinguée par sa **réactivité**¹, tant dans l'établissement de lignes directrices que dans l'examen des nombreuses mesures de soutien, ce qui contraste avec une attitude antérieure qui lui a été souvent reprochée (notamment dans le cas du projet de rachat de Legrand par Schneider).

La Commission a ainsi publié le 13 octobre 2009 des **orientations visant à encadrer les aides aux banques** pour éviter les atteintes excessives à la concurrence et, dans le cadre des aides fiscales aux autres secteurs de l'économie, a relevé temporairement à 500.000 euros le plafond des aides « *de minimis* ». Les principes légitimement défendus par la Commission sont la non-discrimination, la limitation de la durée et du périmètre d'octroi, l'absence d'avantages indus pour les actionnaires au détriment des contribuables, des contreparties consistant en une rémunération du soutien reçu et des règles de conduite², et des mesures d'ajustement structurel ou de restructuration³ pour les établissements qui connaissent les plus grandes difficultés (soit une vingtaine de cas).

Les services de la Commission examinent également, dans le cas de mesures individuelles, la **soutenabilité à long terme du modèle économique** de la banque sans aide d'Etat, en situation normale ou de crise – ce qui peut donner lieu à d'âpres négociations –, et la contribution des actionnaires afin de limiter l'aléa moral.

Pour une meilleure sécurité budgétaire et juridique, la Commission a précisé, en particulier dans un rapport publié le 7 août 2009, ses **critères d'examen** des plans de garantie, de recapitalisation et de restructuration. A titre d'exemple, les exigences en matière de garantie publique sont exposées ci-après.

¹ Il est d'ailleurs possible que cet état d'esprit propice à une plus grande rapidité fasse école dans l'approche des autres secteurs.

² Le communiqué de la Commission européenne précise que « les bénéficiaires de l'aide devront respecter un certain nombre de règles de conduite visant à empêcher tout mauvais usage du soutien public, **par exemple le fait de profiter d'une garantie de l'Etat pour déployer une stratégie commerciale agressive et ambitieuse** ».

³ A ce titre, la Commission est susceptible de requérir une diminution à terme de la taille de l'établissement bancaire ou des cessions d'actifs, voire un moratoire de trois ans sur les acquisitions.

Critères et exigences de la Commission sur les plans de garantie au secteur bancaire

| Critères | Exigences |
|---|--|
| Institutions éligibles | Banques immatriculées dans un Etat membre, incluant les filiales étrangères. Justification requise lorsque des institutions financières autres que les banques sont éligibles. |
| Catégories de passifs couverts | Instruments de dette récemment émis ou renouvelés, à l'exclusion de la dette subordonnée. |
| Champ temporel des passifs couverts | Dettes d'une maturité de trois mois à trois ans. Des maturités jusqu'à cinq ans peuvent être garanties dans des circonstances exceptionnelles, à hauteur d'un tiers maximum du volume du plan, si des justifications suffisantes sont fournies. |
| Budget | Soit une enveloppe globale, soit une limitation au niveau de chaque banque. |
| Rémunération de la garantie | La tarification minimale est celle décrite dans les recommandations de la BCE du 20 octobre 2008 sur les garanties gouvernementales à la dette bancaire. L'élément additionnel de 50 points de base peut être abaissé à 20 points de base si un collatéral de qualité élevée est fourni. Les recommandations de la BCE autorisent une tarification inférieure pour les maturités plus courtes. |
| Gardes-fous « comportementaux » | Interdiction du marketing de la garantie de l'Etat en tant qu'avantage commercial. |
| Durée du plan et fenêtre d'émission de la dette | Six mois maximum avec une possibilité de prolongation après nouvelle notification. La fenêtre d'émission de la dette pour les banques ne peut être supérieure à la durée du plan. |
| Plan de restructuration | Soumission d'un plan de restructuration dans le cas où la garantie est appelée. |
| Bilan et reporting | Reporting tous les six mois avant la renotification. Bilan tous les six mois jusqu'à l'expiration de l'approbation. Toute prolongation doit être notifiée un mois avant l'expiration du plan. |

Source : rapport de la DG Concurrence « Panorama des schémas de garantie et de recapitalisation au profit du secteur financier dans la crise actuelle » - 7 août 2009

Entre octobre 2008 et juillet 2009, la Commission a approuvé à titre temporaire **22 plans de soutien¹** et **40 mesures individuelles** représentant un montant global de **3.213 milliards d'euros**, soit près du tiers du PNB de l'Union européenne, dont 2.900 milliards d'euros au titre des garanties et 313 milliards d'euros au titre des recapitalisations. **Les volumes d'aides effectivement octroyés représentaient fin juin 2009 12,6 % du PNB européen** (cf. tableau ci-après), l'Irlande étant le pays le plus « prodigue » – et de fait le plus affecté par la crise – avec un ratio de 229,4 % du PNB, tandis que des Etats membres comme le Danemark et l'Italie n'ont que peu ou pas utilisé les aides autorisées par la Commission.

¹ Dont onze plans de garantie, six plans de recapitalisation et cinq plans combinant ces deux mesures.

**Situation des aides publiques au secteur bancaire
décidées dans les principaux Etats de l'Union européenne au 29 juin 2009**

(en % du PNB)

| | Injections de capital | Garantie du passif | Allègement d'actifs douteux | Soutien direct à la liquidité | Total décidé | Total consenti | Plafond de garantie des dépôts (en euros) |
|-------------------|----------------------------------|-------------------------------|--|--|-------------------------|---------------------------|--|
| Allemagne | 4,4 | 18,6 | 1,4 | 0 | 24,4 | 9,1 | 100 % |
| Belgique | 5,3 | 76,6 | 10,1 | N.D. | 92 | 26,7 | 100.000 |
| Danemark | 6,1 | 253 | 0 | 0,3 | 259,4 | 0,5 | 100 % |
| Espagne | 0 | 9,3 | 0 | 2,8 | 12,1 | 5 | 100.000 |
| France | 1,2 | 16,6 | 0,2 | 0 | 18,1 | 5,6 | 70.000 |
| Irlande | 6,6 | 225,2 | 0 | 0 | 231,8 | 229,4 | 100 % |
| Italie | 1,3 | N.D. | 0 | 0 | 1,3 | 0 | 103.000 |
| Pays-Bas | 6,4 | 34,3 | 3,9 | 7,5 | 52 | 25,4 | 100.000 |
| Royaume-Uni | 3,5 | 21,7 | 0 | 16,4 | 41,6 | 26,8 | 50.000 |
| Suède | 1,6 | 48,5 | 0 | 0,1 | 50,2 | 8,9 | 50.000 |
| Moyenne UE | 2,6 | 24,8 | 0,8 | 2,9 | 31,2 | 12,6 | |

Source : rapport de la DG Concurrence « Panorama des schémas de garantie et de recapitalisation au profit du secteur financier dans la crise actuelle » - 7 août 2009

c) Des interrogations sur l'efficacité des contreparties et la proportionnalité des aides

Conformément aux règles fixées par la Commission européenne et la BCE comme au principe de bonne gestion des finances publiques, les aides n'ont pas été octroyées sans contreparties fixées par les gouvernements, d'ordre **financier** (versement d'intérêts ou de dividendes majorés et politique de rémunérations des dirigeants et opérateurs de marché) et **structurel** (organisation et gouvernance).

La France a fait preuve d'une certaine originalité en introduisant, dans les conventions liant la SFEF aux banques bénéficiaires de ce dispositif, une **clause relative au financement de l'économie réelle** et imposant une progression des encours de crédit de 3 % à 4 % sur douze mois. Un « **Médiateur du crédit** » a également été créé pour aplanir des litiges entre les banques et des entreprises en difficulté mais économiquement viables. Au 13 septembre 2009, ce dispositif avait instruit et clôturé 11.114 dossiers, avec un taux de médiation réussie de 64,4 % qui a permis de débloquer 1,47 milliard d'euros de crédit (hors « écrasement » des dettes) et de préserver 148.272 emplois en France.

Des cas isolés mais indécents ont donné lieu à de **vives controverses**, en premier lieu aux Etats-Unis, mais aussi en France et dans d'autres Etats membres (Allemagne, Pays-Bas, Royaume-Uni notamment), **sur les**

rémunérations variables¹ perçues par les dirigeants et opérateurs de marché de certaines banques aidées par l'Etat et d'entreprises en difficultés (cf. *infra*). Ces controverses traduisent la difficulté de rétablir, sans contraintes excessives ni démagogie, un esprit de responsabilité et une proportionnalité entre rémunération et performance.

En France, une pression normative fut ainsi exercée par l'article 25 de la loi du 20 avril 2009 de finances rectificative pour 2009, qui a conduit à la modification² du décret du 30 mars 2009³, mais elle demeure **limitée par le principe de primauté des contrats en cours**.

Néanmoins les contreparties demandées, pour nécessaires et justifiées qu'elles soient, ne sont donc souvent qu'un pis-aller et ne s'appliquent que le temps du soutien public. La crise souligne dès lors l'utilité de disposer, sans pour autant tout préciser dans la loi ou le règlement, de **règles pérennes en matière de gouvernance, de rémunération et d'éthique des affaires pour toutes les entreprises bénéficiant du soutien des contribuables**.

La rapidité et l'ampleur de la mobilisation des pouvoirs publics, partout dans le monde, a indéniablement été efficace et a vraisemblablement permis d'éviter un krach bancaire généralisé, au-delà de l'impact psychologique de ces interventions, déjà déterminant en soi⁴. Mais **l'interrogation subsiste sur la proportionnalité de ces mesures**, et s'il eût été possible d'aboutir au même résultat en étant moins dispendieux. Le désendettement privé et l'endigement de la défiance entre banques ont en effet été obtenus **au prix d'une « morphine budgétaire » et d'un réendettement public élevé**.

¹ En France, les critiques ont ainsi porté successivement sur les différentes composantes de la rémunération : indemnités de départ et bonus, stock-options et actions gratuites, retraites-chapeaux et enfin salaire fixe.

² Par le décret n° 2009-445 du 20 avril 2009 portant modernisation du fonctionnement du Fonds de développement économique et social.

³ Décret n° 2009-348 du 30 mars 2009 relatif aux conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'Etat ou bénéficiant du soutien de l'Etat du fait de la crise économique et des responsables des entreprises publiques.

⁴ Impact illustré en particulier par le rapport entre l'utilisation effective des aides et les montants annoncés.

Il reste que **le dispositif mis en œuvre en France**, *via* la SFEF, la SPPE et la garantie apportée à Dexia, **est sans doute un des plus efficaces et « rentables » en Europe**, eu égard à la rapidité du rétablissement de la solvabilité des banques et aux conséquences positives pour le budget de l'Etat¹.

Deux écueils ont également été – pour l'instant – en bonne partie évités : un repli protectionniste généralisé (qui avait prolongé la Grande Dépression durant les années 30) – bien que le protectionnisme soit loin d'être absent² –, et une relance budgétaire massive, qui ne dispense pas de l'assainissement préalable des bilans bancaires. Si le plan de relance américain adopté en janvier 2009 représentait, avec 825 milliards de dollars, près de 5,8 % du PIB, **la plupart des Etats européens ont opté pour une « modération ciblée »** selon des modalités variées. Le montant de ces plans début 2009 était évalué à 1,2 % du PIB en moyenne, l'Allemagne et l'Espagne faisant figure d'exceptions avec des mesures équivalant à respectivement 3,3 % et 3,7 % du PIB.

2. La politique monétaire : l'arme fatale ?

a) Un assouplissement de la politique monétaire dans toutes ses dimensions

Dès les premiers signes de la crise, durant le mois d'août 2007, **la Fed et la BCE ont infléchi leur politique monétaire** pour tenter d'apaiser les tensions sur le marché monétaire interbancaire : l'Eurosystème a fourni pendant quelques jours des liquidités en quantités illimitées au jour le jour puis a introduit des opérations de financement à moyen terme, et la Fed a étendu de un à trente jours la maturité maximale de sa facilité d'emprunt permanente.

La fin de l'année 2007 a également vu un renforcement de la **coopération** entre banques centrales, comme cela avait été le cas en septembre 2001 : le 12 décembre 2007, la Fed, la BCE et la Banque nationale

¹ Le montant de la rémunération de la garantie apportée par l'Etat aux émissions de la SFEF devrait être de **1,24 milliard d'euros en 2009**. La SPPE versera à l'Etat en 2010 un dividende fondé sur ses résultats de 2009 et estimé à **300 millions d'euros** dans le projet de loi de finances pour 2010. Cette estimation prudente, qui a été calculée avant l'accélération du calendrier de remboursement par les banques du capital souscrit par la SPPE, tient compte des risques de dépréciation sur Dexia et du coût des refinancements de la SPPE. **Les banques rembourseront quant à elles le capital et des intérêts**, ces derniers étant estimés à 286 millions d'euros pour la BNP Paribas, 185 millions d'euros pour la Société Générale, 220 millions d'euros pour le Crédit agricole et 82 millions d'euros pour le Crédit mutuel.

² Un rapport conjoint de Global Trade Alert et du Centre for Economic Policy Research, publié en septembre 2009 et intitulé « Broken Promises : a G-20 Summit Report », **recense 121 mesures protectionnistes mises en œuvre depuis fin 2008** malgré les engagements pris par les membres du G 20, et anticipe de nouvelles mesures d'ici mi-2009. Les pays les plus protectionnistes seraient l'Allemagne, l'Inde et la Russie, et les plus visés par les mesures la Chine, le Japon et les Etats-Unis.

suisse ont pris des mesures permettant notamment un financement à un mois en dollars.

Comme dans les domaines budgétaire et de la concurrence, le nouveau palier franchi avec la faillite de *Lehman Brothers* a induit un **changement de paradigme monétaire** avec des actions sans précédent par leur ampleur – comme en témoignent la baisse rapide des taux directeurs et le gonflement des bilans des banques centrales – et leur diversité – le recours aux « mesures non conventionnelles » étant devenu inévitable. **Les banques centrales ont donc pris la mesure du désastre, mais elles ont aussi pris des risques, en particulier la Fed** qui a innové en procédant à des rachats directs ou échanges de titres et d'actifs toxiques.

Outre la baisse des taux, les banques centrales ont ajusté leur cadre opérationnel selon trois axes :

- **l'allongement graduel de la maturité des facilités de financement**, jusqu'à douze mois. Le 25 juin 2009, la BCE a ainsi initié une opération de refinancement sur un an au taux de 1%, qui a rencontré un vif succès puisqu'elle a été souscrite à hauteur de 442,2 milliards d'euros (cf. bilan simplifié *infra*). Un second appel d'offres a été lancé le 30 septembre, mais cette opération a semblé intervenir à contretemps puisque la demande ne s'est élevée qu'à 75,2 milliards d'euros, ce qui témoigne d'une certaine normalisation des marchés ;

- **l'élargissement de la gamme des contreparties et des collatéraux éligibles**, moyennant une augmentation du « *haircut* », c'est-à-dire de la décote appliquée aux titres remis en garantis en fonction de leur notation ;

- et une coopération internationale renforcée, en particulier par des **accords de swaps** permettant, par exemple, aux banques européennes de bénéficier de refinancements en dollars et en francs suisses pour des durées pouvant aller jusqu'à 84 jours.

b) Le recours aux mesures non-conventionnelles et l'augmentation des risques bilanciaux

Avec l'aggravation de la crise, toutes les grandes banques centrales ont mis en œuvre des **mesures non conventionnelles** dans le cadre d'une politique d'« assouplissement quantitatif » du crédit, ayant pour objectif de neutraliser directement le durcissement des conditions du crédit au secteur non bancaire et d'assouplir les conditions de financement. Elle se traduit par l'octroi de fonds aux entreprises, en vue d'améliorer la liquidité et de réduire les primes de risque sur certains segments ciblés – papiers commerciaux et titres adossés à des actifs et obligations d'entreprise en particulier –, ainsi que l'achat ferme de titres du secteur public, pour influencer plus généralement les rendements de référence.

La Fed a été particulièrement active en la matière. Elle s'est ainsi engagée, en janvier 2009, à racheter d'ici la fin de l'année **jusqu'à**

1.450 milliards de dollars de titres adossés à des créances immobilières et de créances émises par les agences de refinancement hypothécaire *Fannie Mae* et *Freddie Mac*. Elle a également acquis des titres d'Etat, et surtout des actifs d'AIG et *Bear Stearns*, sociétés qu'elle avait déjà subventionnée (dans le cas d'AIG) ou dont elle avait organisé l'acquisition, et qui lui ont causé une perte de 5,25 milliards de dollars au premier trimestre de 2009.

La BCE s'est montrée plus prudente en optant la dernière pour ce type de mesure, avec le lancement en juin 2009 d'un programme de rachat d'obligations sécurisées émis par les banques européennes (« *covered bonds* »), pour 60 milliards d'euros.

Evolution du bilan simplifié de l'Eurosystème entre août 2007 et août 2009

(en milliards d'euros)

| | 31 août 2007 | 31 octobre 2008 | 27 février 2009 | 28 août 2009 |
|--|-------------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------|
| ACTIF | | | | |
| Or | 172 | 220,2 | 217,8 | 232,1 |
| Devises étrangères et euros (non-résidents) | 188 | 372,2 | 311,9 | 273,9 |
| Titres en euros de résidents de la zone euro | 93,3 | 116,9 | 285,3 | 313,1 |
| Dette souveraine en euros | 37,1 | 37,4 | 37,4 | 36,2 |
| Autres actifs | 255,2 | 381,4 | 239,5 | 231,8 |
| Opérations principales de refinancement | 210 | 326,6 | 238,4 | 77,5 |
| Opérations de refinancement à long terme | 190 | 501,8 | 461,8 | 634,4 |
| Facilité de prêt marginale | 0,1 | 11,23 | 0,7 | 0,1 |
| Appels de marge | 0 | 0,1 | 0 | 0,1 |
| Autres outils de politique monétaire | 11,8 | 63,6 | 27,5 | 22,1 |
| PASSIF | | | | |
| Capital, réserves et comptes de réévaluation | 185,9 | 240,4 | 248,3 | 260,9 |
| Billets en circulation | 637,2 | 727,7 | 742,1 | 767,2 |
| Passifs en devises | 19,5 | 17,4 | 9,5 | 15,7 |
| Passifs en euros | 94 | 412,8 | 339,6 | 238,8 |
| Contrepartie des DTS du FMI | 5,5 | 5,4 | 5,4 | 46,3 |
| Autres passifs | 82,5 | 168,7 | 177,9 | 147,1 |
| Réserves obligatoires | 132,3 | 179,4 | 191,7 | 202,4 |
| Facilité de dépôt | 0,3 | 279,4 | 104,9 | 142,6 |
| Appels de marge | 0 | 0,1 | 0,5 | 0,01 |
| Autres passifs à l'égard des banques | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 |
| Total de bilan | 1.157,5 | 2.031,4 | 1.820,3 | 1.821,4 |

Sources : bulletin mensuel de la BCE, commission des finances

Tous ces dispositifs ont conduit à une **forte croissance du bilan des banques centrales** : celui de la Fed a été multiplié par 2,4 entre le point haut et le point bas, et celui de la BCE a quasiment doublé entre août 2007 et octobre 2008 (cf. tableau *supra*). La structure même du bilan a aussi été modifiée et **le profil de risque s'est dégradé**, du fait de l'élargissement de la gamme des collatéraux admissibles et de l'introduction des mesures non conventionnelles, par lesquelles les banques centrales tendent à **se substituer**

aux banques commerciales voire, dans le cas de la Fed, aux banques d'investissement.

Enfin, en fournissant des liquidités à bas coût sur des maturités plus longues, dont une partie vient s'investir dans les importants volumes d'émission de dette publique à court et moyen termes, **elles contribuent indirectement au financement des déficits publics, et donc à accroître la dépendance des Etats à l'égard des marchés.**

3. Le prix à payer : de nouveaux « passagers clandestins » et un potentiel de croissance durablement amoindri ?

a) L'accentuation des disparités entre banques

La crise a causé des dégâts considérables dans les bilans bancaires : le montant total des pertes et dépréciations sur crédits enregistrées entre le troisième trimestre de 2007 et la fin de l'année 2008 s'est ainsi élevé à **près de 1.300 milliards de dollars**, dont 1.000 milliards de dollars sur la seule année 2008. Plus des deux tiers (69 %) de ce montant sont concentrés aux Etats-Unis¹, 29 % en Europe (majoritairement au Royaume-Uni et en Suisse), et 2 % en Asie. Les banques ont dès lors **levé d'importantes masses de capitaux sur les marchés** pour améliorer leurs ratios de solvabilité : **900 milliards de dollars** sur la période précitée, dont 523 milliards de dollars aux Etats-Unis et 327 milliards de dollars en Europe.

Les dispositifs de soutien aux établissements de crédit, à la mesure du désastre pressenti, et les recapitalisations réalisées ont cependant permis une **amélioration sensible de la situation**. Les prévisions du FMI sur le coût global de la crise pour le secteur financier, qui avaient culminé à 3.905 milliards de dollars en avril 2009² (dont 2.712 milliards de dollars pour les seuls établissements américains), ont été révisées à la baisse en septembre 2009 et s'établissent désormais à **3.400 milliards de dollars**³, plus de la moitié des dépréciations n'ayant pas encore été comptabilisées⁴.

Les aides publiques, la diminution de l'aversion au risque et la forte hausse des indices boursiers entre mars et septembre 2009⁵ ont également contribué à **façonner un environnement très favorable aux banques qui**

¹ Dont 101,9 milliards de dollars pour Wachovia, établissement le plus touché par la crise, 101,8 milliards de dollars pour Citigroup, 69 milliards de dollars pour l'agence hypothécaire Freddie Mac et 68 milliards de dollars pour AIG.

² Soit **2.341 milliards de dollars pour les banques**, 293 milliards de dollars pour les compagnies d'assurance, et 1.271 milliards de dollars pour les autres intermédiaires financiers.

³ Source : rapport sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2009.

⁴ Les provisions pour pertes, passées et à venir, sont évaluées par le FMI à **814 milliards de dollars dans la zone euro, contre 1.025 milliards de dollars aux Etats-Unis**. En revanche, le taux de constatation de ces provisions ne serait encore que de 40 % dans la zone euro, contre 60 % aux Etats-Unis.

⁵ Le CAC 40 a ainsi touché un point bas à 2.519 points le 9 mars 2009, soit une baisse de 58,9 % depuis le point haut atteint le 4 juin 2007 (6.126 points), et a ensuite **gagné 52,2 % en six mois**, soit jusqu'au 17 septembre 2009 (3.835 points).

s'étaient montrées les plus résistantes ou réactives, selon la séquence suivante :

- des **opportunités uniques d'amélioration de leur position concurrentielle**¹, le cas échéant avec l'aide des pouvoirs publics. La disparition ou l'absorption des « canards boiteux » et le renforcement des banques les plus solides, engagées dans une « course à la taille », peuvent cependant conduire à une accentuation des distorsions concurrentielles, voire à une nouvelle cartellisation du secteur et des **risques systémiques aggravés par rapport à la situation d'avant crise** ;

- la **reconstitution progressive des marges commerciales**, compte tenu de l'habituelle inertie des effets de la baisse des taux directeurs sur les conditions de crédit et du volume élevé de financements obtenus auprès des Etats, des banques centrales et des marchés obligataires ;

- la **restauration des revenus** sur certains segments des activités de marché, telles que le placement des abondantes émissions obligataires des sociétés non financières², la gestion d'actifs ou les CDS ;

- un certain **empressement à rembourser les aides d'Etat**, en particulier aux Etats-Unis³, pour s'affranchir des conditionnalités imposées ;

- le **retour rapide des « bonus »** au sein des banques de financement et d'investissement, qui dépasseront sans doute les montants atteints en 2007 et témoignent du dynamisme de l'activité. Les montants provisionnés dans certaines banques⁴ ont ainsi alimenté un vif débat aux Etats-Unis et en Europe, et conduit la plupart des Etats à prendre des initiatives et le G 20 à prévoir des principes d'encadrement (cf. *infra*).

Pour les Etats devenus garants en dernier ressort du système bancaire, la difficulté est donc à la fois d'inciter les établissements encore vacillants à achever l'identification et le provisionnement des actifs toxiques, de se désengager progressivement du secteur après avoir bien évalué les besoins résiduels, de repérer les nouveaux facteurs de risques sur certains segments de marché (dérivés sur matières premières et prêts d'immobilier commercial en particulier), et de **limiter tout comportement de « passager clandestin » sans compromettre la consolidation des banques**.

¹ Les principales opérations furent ainsi le rachat de Bear Sterns puis Washington Mutual par JP Morgan Chase en mars et septembre 2008, de Merrill Lynch par Bank of America, Wachovia par Wells Fargo et HBOS Par Lloyds TSB en septembre 2008, et de Fortis par BNP Paribas en mai 2009.

² En Europe, près de 250 milliards d'euros ont été émis sur les trois premiers trimestres, contre 88 milliards d'euros en 2007 et 2008.

³ Les remboursements les plus élevés ont été réalisés par Fortis Banque à l'égard des Pays-Bas (34 milliards d'euros) ; Northern Rock (26,7 milliards de dollars) au Royaume-Uni ; JP Morgan Chase (25 milliards de dollars), Goldman Sachs (10 milliards de dollars) et Morgan Stanley (10 milliards de dollars) aux Etats-Unis ; et UBS (6,7 milliards de dollars) en Suisse.

⁴ Goldman Sachs a ainsi provisionné 6,65 milliards de dollars de rémunérations variables pour le seul deuxième trimestre de 2009.

A cet égard, on peut regretter que l'Etat français, qui n'est pas représenté dans les organes sociaux des banques soutenues par la SPPE, n'ait pas mis en place une réelle « doctrine d'actionnaire bancaire », ainsi que le recommandait la Cour des comptes dans un rapport thématique de juin 2009¹.

b) Des incertitudes sur l'ampleur et la pérennité de la reprise

Les crises bancaires, par le canal du crédit, exercent généralement un impact récessif sur l'ensemble de l'économie. Elles pèsent en effet sur des facteurs structurants tels que la productivité et l'investissement, et *in fine* sur les niveaux de production, d'emploi et de croissance, qui doivent s'ajuster aux surcapacités. **La reconstitution du capital non financier** (qualité et employabilité de la main d'œuvre, valeur des brevets et marques...) **est incontestablement plus lente** que celle des fonds propres des institutions financières, qui font appel aux investisseurs dès les premiers signes de retour de la confiance.

Les crises bancaires nationales des trois dernières décennies ont eu une incidence plus ou moins marquée sur le déficit budgétaire et la croissance, la crise finlandaise de 1991 s'illustrant par sa sévérité (cf. tableau ci-dessous). De même, le FMI, dans son rapport sur les perspectives de l'économie mondiale d'octobre 2009, se fonde sur une analyse historique pour estimer que sept ans après une crise bancaire, la production est en moyenne de 9,8 % inférieure à celle qui résulte de la tendance antérieure.

Dès lors, **l'amplitude et la profondeur de la crise actuelle font redouter des conséquences durables sur le potentiel de croissance et le niveau de chômage structurel** des principaux pays industrialisés, et des difficultés pour « passer le relais » à la demande privée.

Estimation du coût des principales crises bancaires depuis 30 ans

| Pays de l'OCDE | Date de la crise d'ampleur systémique (début) | Part maximale des créances douteuses (% du total des crédits) | Coût budgétaire brut (% du PIB) | Perte globale de croissance (% du PIB) | Taux de croissance minimal au cours de la crise (%) |
|---------------------------------|---|---|---------------------------------|--|---|
| Espagne | 1977 | N.D. | 5,6 | N.D. | 0,2 |
| Norvège | 1991 | 16,4 | 2,7 | N.D. | 2,8 |
| Finlande | 1991 | 13 | 12,8 | 59,1 | - 6,2 |
| Suède | 1991 | 13 | 3,6 | 30,6 | - 1,2 |
| Japon | 1997 | 35 | 14 | 17,6 | - 2 |
| Etats-Unis (Savings & Loans) | 1988 | 4,1 | 3,7 | 4,1 | - 0,2 |

Source : Banque de France (février 2009) d'après Laeven & Valencia (2008)

Au-delà des incertitudes sur le scénario et le profil de la reprise (en « V », « W », « U » ou « L »), les récentes prévisions du FMI tablent sur une reprise soutenue de la croissance de l'économie mondiale en 2010 (3,1 %

¹ Rapport thématique sur les concours publics aux établissements de crédit.

contre - 1,1 % en 2009), mais avec de **forts contrastes entre pays émergents et industrialisés**. En 2014, le taux de chômage serait encore sensiblement supérieur à son niveau d'avant crise dans la zone euro (respectivement 9,5 % et 7,5 %), et proche de ce niveau aux Etats-Unis (5,2 % en 2014) et au Japon (4,2 %).

La faible probabilité d'une reprise vigoureuse et inflationniste et le maintien de conditions monétaires accommodantes dans les prochains mois contribuent cependant à abaisser celle d'un « krach » obligataire analogue à celui de 1994.

Perspectives économiques des principaux Etats en 2009 et 2010

(en % du PNB et de la population active)

| | 2009 | | | | 2010 | | | |
|---------------------|---------------------------|-----------------|--------------------|-----------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------------|
| | Taux de croissance du PNB | Taux de chômage | Déficit budgétaire | Dettes publique brute | Croissance du PNB | Taux de chômage | Déficit budgétaire | Dettes publique brute |
| Allemagne | - 5,3 | 8 | - 4,2 | 78,7 | 0,3 | 10,7 | - 4,6 | 84,5 |
| Brésil | - 0,7 | | N.D. | | 3,5 | | N.D. | |
| Canada | - 2,5 | 8,3 | - 4,9 | 78,9 | 2,1 | 8,6 | - 4,1 | 79,3 |
| Chine | 8,5 | | N.D. | | 9 | | N.D. | |
| Espagne | - 3,8 | 18,2 | - 7,1 | N.D. | - 0,7 | 20,2 | - 7,5 | N.D. |
| Etats-Unis | - 2,7 | 9,3 | - 12,5 | 84,8 | 1,5 | 10,1 | - 10 | 86,3 |
| France | - 2,4 | 9,5 | - 7 | 76,7 | 0,9 | 10,3 | - 7,1 | 82,6 |
| Inde | 5,4 | | N.D. | | 6,4 | | N.D. | |
| Italie | - 5,1 | 9,1 | - 5,6 | 115,8 | 0,2 | 10,5 | -5,6 | 120,1 |
| Japon | - 5,4 | 5,4 | - 10,5 | 218,6 | 1,7 | 6,1 | - 10,2 | 227 |
| Royaume-Uni | - 4,4 | 7,6 | - 11,6 | 68,7 | 0,9 | 9,3 | - 13,2 | 81,7 |
| Russie | - 7,5 | 8,2 | N.D. | | 1,5 | | N.D. | |
| Zone euro | - 4,2 | 9,9 | - 6,2 | 80 | 0,3 | 11,1 | - 6,6 | 86,3 |
| Pays industrialisés | - 3,4 | 8,2 | - 10,1 | N.D. | 1,3 | 9,3 | - 9 | N.D. |

Source : Rapport « Perspectives de l'économie mondiale », FMI octobre 2009 ; Crédit Agricole (pour l'Espagne)

B. L'ATTENTION CONSTANTE PORTÉE À LA SURVEILLANCE SYSTÉMIQUE

1. Une nouvelle approche de la procyclicité et de la supervision du risque systémique

a) Des initiatives concrètes pour mieux appréhender le risque systémique

La procyclicité et le risque systémique ont suscité une attention soutenue des gouvernements et des régulateurs, et ont fait l'objet de nombreux groupes de travail et travaux académiques depuis mi-2008. Une distinction cardinale a ainsi été consacrée entre la surveillance « **macro-prudentielle** » (selon une logique « *top-down* »), qui s'attache à la dynamique du système financier dans son ensemble et traite en particulier le risque systémique, et

celle « **micro-prudentielle** », qui suit individuellement les institutions (selon une logique « *bottom-up* »).

La prise en compte du risque systémique demeure complexe et suppose une méthodologie structurée : fixer des **critères de définition** de ce risque et des entités ou produits bancaires et de marché qui y sont les plus exposés, mettre en place des procédures de collecte et de transmission des **informations** pertinentes, désigner les entités aptes à traiter ces données, formaliser un « **devoir d'alerte** » à l'approche de certains seuils, et traduire dans les **normes** et pouvoirs de **sanction** des régulateurs les objectifs de prévention et de dissuasion de ce risque.

Une première étape a consisté à identifier ou créer des structures investies du mandat et des moyens de surveiller le risque systémique. Au niveau international, cette surveillance est exercée par le nouveau **Conseil de stabilité financière** (CSF), qui a succédé le 2 avril 2009 au Forum de stabilité financière (FSF) dans la continuité du sommet du G 20 de novembre 2008, et au plan prudentiel par le Comité de Bâle dans le cadre de la réforme des normes de solvabilité (cf. encadré *infra*).

Par rapport au FSF, le CSF voit sa composition élargie à l'ensemble des pays du G 20¹ et son mandat est notamment étendu à la coopération avec le FMI dans le cadre d'un processus d' « alerte rapide », au suivi des meilleures pratiques, à l'établissement de lignes directrices pour les collèges de superviseurs et à la mise en œuvre d'un cadre d'action pour les crises transfrontalières, en particulier celles impliquant des établissements de taille systémique.

Au niveau européen, le **groupe de travail de haut niveau sur la supervision financière**, présidé par M. Jacques de Larosière, a remis un rapport le 25 février 2009, dont les conclusions ont été rapidement adoptées par le Conseil et la Commission européenne et servent de référence pour la mise en place d'un nouveau cadre institutionnel. La Commission a ainsi présenté le 3 octobre 2009 cinq propositions de textes législatifs (cf. *infra*) tendant à la création d'un **Conseil européen du risque systémique** et de **trois autorités européennes de surveillance micro-prudentielle**.

Au niveau national, la principale initiative émane du Président Barack Obama, qui a présenté en juin 2009 le plus vaste projet de réforme de la régulation financière aux Etats-Unis depuis 1933. Outre une relative simplification des autorités existantes (cf. *infra*), le projet – qui a suscité d'après critiques – prévoit la création d'un Conseil de surveillance des services financiers² et **conforte la Fed dans un rôle de supervision des plus**

¹ Tous les pays et territoires membres s'engagent à maintenir l'ouverture et la transparence du secteur financier comme à appliquer les standards financiers internationaux publiés par le CSF, et acceptent de conduire des « revues par les pairs » régulières, en se fondant notamment sur le Programme d'évaluation du secteur financier du FMI.

² Cet organe, dont la présidence serait assurée par le Trésor, serait chargé d'évaluer les risques menaçant le système financier dans son ensemble et de coordonner l'action des différents organes de régulation.

grandes institutions financières, dont la faillite mettrait en danger l'économie.

En outre, **la thématique du risque systémique a été clairement abordée par les dirigeants du G 20** lors du sommet de Pittsburgh, le 25 septembre 2009, dans deux dimensions essentielles que sont les normes prudentielles – qui doivent restituer le coût que représenterait la faillite d'un établissement d'importance systémique – et le traitement *a priori* – par la mise en place de « **testaments** » – des crises et faillites susceptibles d'affecter de tels établissements, afin de réduire l'aléa moral.

Déclaration des dirigeants lors du sommet du G 20 de Pittsburgh
Extrait relatif au traitement des établissements d'importance systémique

« Les établissements financiers d'importance systémique devraient élaborer des plans d'urgence et de règlement spécifiques et cohérents au niveau international. Nos autorités doivent mettre en place des groupes de gestion des crises pour les principales entreprises transfrontalières, définir un cadre légal pour les interventions en cas de crise et améliorer l'échange d'informations en période de tensions. Nous devons développer des outils et des cadres pour un règlement efficace des faillites des groupes financiers afin d'atténuer les perturbations résultant des faillites d'institutions financières et de réduire l'aléa moral à l'avenir. »

« Nos normes prudentielles pour les institutions financières d'importance systémique doivent être à la mesure du coût que représente leur faillite. Le CSF doit examiner d'autres mesures possibles, y compris une supervision renforcée et des exigences spécifiques supplémentaires en termes de capitaux, de liquidité et d'autres exigences prudentielles. »

Si les objectifs de détection et de prévention du risque systémique sont relativement consensuels, **des incertitudes et difficultés surgissent inévitablement sur le terrain méthodologique** et suscitent des controverses au sein de la communauté bancaire.

Les principaux critères de détermination d'une entité ou d'un marché systémique paraissent relativement intuitifs, nonobstant leur caractère cumulatif ou alternatif. On peut ainsi mentionner la taille relative et le degré de concentration du secteur, le risque individuel (mesuré par la probabilité de défaut dans le cas d'une institution financière), l'interconnexion avec d'autres acteurs similaires ou secteurs distincts, ou l'exposition à des facteurs de risque communs.

Mais **l'opportunité de définir *a priori* des établissements systémiques peut aussi être contestée**, car elle contribue à restaurer l'aléa moral. En outre, des facteurs comportementaux aléatoires ou relevant de la théorie des jeux (mimétisme ou différenciation, intensité des relations bilatérales au sein d'un système, équilibre plus ou moins coopératif...) peuvent compliquer l'analyse. Une récente étude de la BRI¹ propose toutefois

¹ Etude intitulée « L'importance systémique des institutions financières » (Borio, Tarashev et Tsatsaronis), publiée dans le bulletin trimestriel de septembre 2009.

une méthodologie flexible, et conclut notamment que **la contribution individuelle d'une entité au risque systémique croît en général plus que proportionnellement à sa taille.**

Le groupe de travail considère néanmoins que ces éventuelles réserves techniques ne sont pas de nature à remettre en question la démarche globale d'identification du risque systémique, qui comprend une incitation à limiter la taille, l'opacité et la complexité des intervenants du système financier.

b) Vers un renforcement des exigences en fonds propres

Les critiques portant sur la procyclicité des normes prudentielles et le constat de l'hypertrophie de certains risques de crédit et de marché ont rendu nécessaire une **révision précoce du dispositif de « Bâle II »**, qui n'était applicable en Europe que depuis le 1^{er} janvier 2007¹ (s'agissant des approches standard et notation interne dite « fondation ») ou le 1^{er} janvier 2008 (pour l'approche notation interne « avancée »), et dont l'entrée en vigueur aux Etats-Unis avait été reportée au 1^{er} janvier 2009 pour les principales banques, avant d'être mise entre parenthèses par la crise.

Le Comité de Bâle s'est donc engagé dans une vaste réflexion sur la modernisation des normes, afin d'améliorer la résistance aux chocs et de réduire les incitations des banques à prendre des risques excessifs. **Le ratio global de solvabilité**, qui fixe les fonds propres à 8 % minimum de la somme des actifs pondérés par les risques (risques de crédit, de marché et opérationnel), **demeure inchangé** mais les travaux en cours se concentrent sur :

- l'amélioration de la qualité et de la solidité des fonds propres « de base » (ratio dit « *Tier One* ») ;
- l'introduction de nouveaux instruments de mesure des risques bancaires (effet de levier et couverture de la liquidité) ;
- et de nouvelles exigences en capital pour mieux appréhender les activités les plus risquées (la négociation pour compte propre – dont le coût en capital pourrait tripler – et la titrisation en particulier), la nécessité d'une nouvelle dimension contracyclique et la prévention du risque systémique.

¹ En France, l'ordonnance n° 2007-571 du 19 avril 2007 a transposé les directives européennes 2006/48 et 2006/49 du 14 juin 2006, relatives à l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Le renouvellement des normes relatives aux fonds propres

1) Propositions du Comité de Bâle

Depuis plus d'un an, le Comité de Bâle développe un intense programme de travail, structuré en **cinq axes** : le renforcement du dispositif réglementaire d'adéquation des fonds propres, l'accroissement des réserves de liquidité des banques, l'optimisation de la gouvernance et de la gestion du risque des banques, l'amélioration de la transparence du marché et l'approfondissement de la coopération transfrontalière en matière de supervision des banques internationales. Le 7 septembre 2009, il a exposé les principes qui orientent ses travaux actuels sur la régulation macroprudentielle et le renforcement des fonds propres :

- l'amélioration de la qualité, de la solidité et de la transparence des fonds propres « de base » entrant dans le ratio **Tier One**, qui devraient être en majorité constitués d'actions ordinaires et de bénéfices mis en réserve (report à nouveau) ;

- l'introduction d'un ratio mesurant **l'effet de levier** – soit le total de bilan rapporté aux fonds propres – complémentaire du dispositif Bâle II mais **susceptible à terme d'être intégré dans son premier pilier**. Afin d'assurer la comparabilité, en particulier entre banques américaines et européennes, les modalités de ce ratio devraient être harmonisées et les différences comptables neutralisées ;

- un standard international de financement de la **liquidité**, incluant un ratio minimum de couverture de la liquidité en situation critique et un ratio de liquidité structurelle à long terme ;

- un cadre pour la constitution de « **coussins de capital contracycliques** », qui pourrait inclure des contraintes sur la distribution des dividendes, les rachats d'actions et les rémunérations (selon les principes élaborés par le Conseil de stabilité financière), en se fondant sur un ensemble d'indicateurs relatifs aux revenus et au risque de crédit ;

- des recommandations seront émises sur la question d'une surcharge en capital pour les établissements considérés comme porteurs d'un **risque systémique**.

Ces orientations devraient faire l'objet de propositions plus concrètes d'ici la fin de l'année 2009, pour établir le nouveau cadre normatif courant 2010.

L'impact potentiel de ces mesures sur la rentabilité des activités de banque de financement et d'investissement a d'ores et déjà fait l'objet de simulations. Une étude de *JP Morgan Chase* publiée en septembre 2009 conclut ainsi que **le rendement des fonds propres pourrait diminuer d'environ 4 points en moyenne** et avoisinerait 11 % à l'horizon de 2011, soit un niveau nettement inférieur aux 15 % qui constituaient jusqu'à présent la norme tacite des investisseurs.

Le Comité de Bâle a également formulé, le 27 août 2009, des **recommandations à l'IASB – qui apparaissent aussi comme une volonté d'encadrement – pour la réforme en cours de la comptabilisation des instruments financiers** : il estime que cette réforme devrait conduire à identifier et provisionner au plus tôt les pertes liées aux emprunts (selon le principe des « pertes attendues » – « *expected losses* » plutôt que des « pertes encourues »), reconnaître que la valeur de marché n'est pas efficace quand les marchés deviennent illiquides, autoriser la reclassification de certains instruments financiers de la valeur de marché à la valeur historique lorsque les circonstances l'obligent, et aboutir à une harmonisation internationale des normes.

2) Propositions de la Commission européenne

En complément des travaux du Comité de Bâle, la Commission européenne s'est engagée dans la révision des deux directives 2006/48/CE et 2006/49/CE du 14 juin 2006. Une **première révision** a été présentée le 1^{er} octobre 2008 et a donné lieu aux **directives 2009/27/CE du 7 avril 2009 et 2009/83/CE du 27 juillet 2009**, portant sur l'amélioration :

- de la gestion des grands risques (limite d'exposition à une même contrepartie) ;
- de la surveillance des groupes bancaires transfrontaliers (constitution de collèges des autorités de surveillance) ;
- de la qualité des fonds propres (en particulier les critères d'éligibilité des titres hybrides) ;
- de la gestion du risque de liquidité, notamment dans les groupes transfrontaliers ;
- de la gestion des risques portés par les créances titrisées, par l'introduction d'un « seuil de rétention » au sein du bilan de la banque initiatrice d'au moins 5 % de l'exposition aux instruments de titrisation.

Une **nouvelle proposition** a été présentée le 22 juillet 2009, portant essentiellement sur un relèvement des exigences de fonds propres en matière de retitrisation, le renforcement de la publicité sur les expositions de titrisation, l'évaluation des risques liés au portefeuille de négociation (soit les instruments financiers détenus dans une optique de couverture ou de revente à court terme), et la surveillance prudentielle des politiques et pratiques de rémunération pour dissuader la prise excessive de risque (les autorités de contrôle disposant d'une nouvelle base de sanctions).

Enfin la Commission a ouvert une **consultation publique** sur d'éventuelles modifications, portant sur une méthodologie de provisionnement des pertes attendues au cours d'un cycle économique, des exigences de fonds propres spécifiques pour les prêts hypothécaires libellés dans une devise étrangère, et la réduction des options et dérogations nationales.

Cette approche du Comité de Bâle a été validée lors du sommet du G 20 de septembre 2009. Les dirigeants ont toutefois mis l'accent sur :

- le **calendrier** d'élaboration et d'application des nouvelles normes, respectivement d'ici fin 2010 et fin 2012 ;
- la **mise en œuvre des futures normes par tous les membres du G 20**, donc y compris les Etats-Unis ;
- et l'**harmonisation des règles de calcul du ratio d'effet de levier**, en tenant compte des différences entre normes comptables IFRS et US GAAP. Cette harmonisation devra constituer un préalable à tout transfert de ce ratio du pilier 2 (principes de surveillance prudentielle et dialogue structuré avec les établissements de crédit) au pilier 1 (soit le socle des exigences réglementaires de capital minimum) du dispositif « Bâle II ».

**Déclaration des dirigeants lors du sommet du G 20 de Pittsburgh
Extrait relatif aux normes de fonds propres**

*« Nous nous engageons à élaborer d'ici la fin 2010 des règles internationalement reconnues pour améliorer à la fois la quantité et la qualité des capitaux bancaires et décourager des leviers financiers excessifs. Ces règles seront appliquées progressivement au fur et à mesure que la situation financière s'améliorera et que la reprise s'installera, l'objectif étant une **mise en oeuvre d'ici la fin 2012.***

*« La mise en oeuvre à l'échelle nationale d'exigences en capital plus strictes en termes de niveau et de qualité, des réserves de capitaux anticycliques, des exigences en capital plus élevées pour les produits à risques et les activités hors bilan, en tant qu'éléments du cadre de Bâle II sur les fonds propres, ainsi que des exigences spécifiques relatives aux risques de liquidité et au provisionnement dynamique, **réduiront pour les banques l'incitation à prendre des risques excessifs** et permettront de créer un système financier mieux préparé à résister aux chocs adverses. Nous nous félicitons des mesures essentielles récemment adoptées par l'organe de direction du Comité de Bâle pour renforcer la surveillance et la régulation du secteur bancaire.*

*« Nous sommes favorables à l'introduction d'un ratio d'effet de levier en tant que **mesure complémentaire** au cadre de Bâle II fondée sur la prise en compte des risques, avec la possibilité de le faire ensuite évoluer vers un traitement en pilier 1 sur la base d'un examen et d'une calibration appropriée. Pour assurer la comparabilité, **les détails du ratio devront être internationalement harmonisés, en tenant pleinement compte des différences de normes comptables.** Tous les grands centres financiers du G20 s'engagent à avoir adopté le cadre de Bâle II sur les fonds propres d'ici 2011. »*

c) Les « stress tests » : un exercice nécessaire mais encore perfectible

Parallèlement aux travaux portant sur le renforcement des fonds propres, des « **tests de résistance** » (« *stress tests* ») ont été conduits aux Etats-Unis et en Europe (sous l'égide du Comité européen des superviseurs bancaires – CESB) pour apprécier l'ampleur de la dégradation des bilans bancaires et évaluer leur capacité de résistance à une aggravation de la crise, selon des hypothèses macro et micro-économiques nombreuses mais qui par définition **limitent la portée de cet exercice**¹.

La crédibilité des tests conduits par la Fed a certes pu être mise en cause, en particulier les hypothèses utilisées et les « négociations » conduites ultérieurement avec les banques concernées pour déterminer le montant de la recapitalisation nécessaire. **Les Etats-Unis ont cependant ouvert la voie et les tests pratiqués en Europe sur les 22 plus grandes banques** (dont trois

¹ Outre les hypothèses centrales que sont le taux moyen de défaut sur les prêts et les perspectives d'évolution du PIB, les hypothèses et données réelles prises en compte portent notamment sur la date du total de bilan, le périmètre de la capacité bénéficiaire, les normes de fonds propres « Tier one » (référence au seuil réglementaire minimal, soit 4 %, ou à celui généralement retenu par les régulateurs, soit 8 %), la date des réserves de réévaluation, le taux d'imposition, les augmentations de capital déjà réalisées, le taux de chômage et l'évolution des prix dans le secteur immobilier.

banques françaises), dont les résultats globaux¹ ont été publiés début octobre 2009, **sont apparus la fois trop tardifs, peu transparents et trop flous**, malgré des hypothèses souvent plus strictes que celles retenues par les Américains².

Il reste que **les 22 banques européennes seraient plus résistantes que les dix plus grandes banques américaines**, puisque selon le communiqué du CESB du 1^{er} octobre 2009, aucune banque européenne ne serait notoirement sous-capitalisée, avec un ratio « *Tier one* » toujours supérieur à 6 %, tandis que le besoin en capital des grandes banques américaines avait été évalué en mai 2009 à 74,9 milliards de dollars, dont près de 34 milliards de dollars pour la seule *Bank of America*.

d) Le débat sur la portée de la réforme des normes comptables IFRS

La crise financière a clairement révélé les imperfections et la dérive dogmatique de la « juste valeur » et ranimé un vif débat sur la pertinence et les modalités de recours à ce principe (en particulier dans le cas d'actifs illiquides), dont les banques (notamment françaises) avaient été les principales animatrices lors du processus européen d'adoption des normes IFRS³. Comme en 2002-2003, la norme IAS 39, relative à la valorisation et à la comptabilisation des instruments financiers, est plus spécifiquement visée.

Après la faillite de *Lehman Brothers*, l'IASB, organisme de droit privé⁴ chargé d'élaborer les normes comptables internationales, a été « mis sous pression » par les chefs d'Etat européens et la Commission⁵, qui ont envisagé une nouvelle suspension de l'application de la norme IAS 39. **L'IASB a, dès lors, introduit en urgence, le 13 octobre 2008, des mesures ponctuelles d'assouplissement de la juste valeur, avant de lancer une réforme de plus grande ampleur**, censée aboutir d'ici 2010 (cf. encadré ci-après) pour une application escomptée en 2012.

¹ Les 22 plus grandes européennes, représentant 60 % des actifs, seraient ainsi capables de supporter 400 milliards d'euros de pertes supplémentaires sur leurs encours de crédit en 2009 et 2010. Ce résultat agrégé ne rend cependant pas compte de la situation particulièrement dégradée de certaines banques irlandaises ou allemandes.

² Les hypothèses pessimistes (scénario dit « stressé ») retenues dans les tests européens ont porté sur une contraction moyenne du PIB de 5,2 % en 2009 et 2,7 % en 2010, contre respectivement -3,3 % et +0,5 % dans les tests américains.

³ Le débat avait tardivement pris une dimension politique puisque le Président de la République Jacques Chirac avait adressé en juillet 2003 à M. Romano Prodi, président de la Commission européenne, une lettre dans laquelle il exposait les risques des normes IAS 32 et 39, qui selon lui « **risquent de conduire à une financiarisation accrue de notre économie et à des méthodes de direction d'entreprise privilégiant trop le court terme** ». Le 15 juillet 2003, la Conseil avait alors décidé de ne pas adopter ces deux normes, qui ont été par la suite aménagées et adoptées.

⁴ L'IASB est placée sous la tutelle d'une fondation à but non lucratif, l'IASCF, créée en février 2001, immatriculée dans l'Etat du Delaware et composée de 22 membres (« trustees »).

⁵ Dès avril 2008, le G 7 avait également invité l'IASB à trouver une solution au problème de la valorisation des actifs devenus illiquides, et pour lesquels les méthodes de « mark-to-market » et « mark-to-model » étaient devenues inopérantes.

Les axes de réforme des normes comptables proposés par l'IASB

Sous la pression de l'Eurogroupe, de la Commission et des banques européennes en septembre et octobre 2008, l'IASB a introduit deux assouplissements temporaires à la norme IAS 39, destinés à limiter l'instabilité sur les marchés et les distorsions de concurrence à l'égard des banques américaines, qui disposaient déjà de ces facultés dans certaines circonstances :

- la possibilité, « *dans des situations exceptionnelles* », de **transférer certains actifs** du portefeuille de transactions (« *trading book* »), valorisés au prix de marché mais détenus dans une optique de long terme, vers le portefeuille bancaire (« *banking book* »), valorisé au coût historique amorti. Des prêts et créances peuvent ainsi être reclassés « *si l'entité a l'intention et la capacité de détenir l'actif financier dans un avenir prévisible ou jusqu'à son échéance* ». La juste valeur à la date du reclassement devient alors le nouveau coût amorti, et aucun profit ou perte déjà comptabilisé en résultat ne peut être repris ;

- en cas d'absence de transactions et donc de prix sur le marché de référence (**actifs illiquides**), la possibilité de réaliser une estimation à partir de la méthode classique des flux financiers futurs attendus.

Ces deux mesures, dans un premier temps applicables aux seuls comptes du troisième trimestre de 2008, ont ensuite été étendues aux arrêtés de comptes de 2008. **Les banques européennes ont pour la plupart massivement recouru à ces options.**

Un règlement européen du 15 octobre 2008, modifiant le règlement n° 1725/2003 en a tiré les conséquences dans la législation communautaire.

Plus fondamentalement, l'IASB a amorcé une **révision d'ici 2010 de la norme IAS 39**, et en particulier des critères d'utilisation de la valeur de marché. Cette réforme est structurée en trois phases :

- la **classification et la mesure des instruments financiers**, qui a fait l'objet d'un « exposé-sondage » (consultation publique) le 14 juillet 2009. L'IASB propose de simplifier le dispositif en ne retenant plus que **deux catégories**, soit la juste valeur et le coût amorti, au lieu des cinq niveaux de valorisation actuels¹. Les options pour l'une ou l'autre seraient en revanche **asymétriques** : il serait possible de choisir la juste valeur pour des instruments financier éligibles au coût amorti, mais un reclassement inverse ne serait pas admis ;

- la **méthodologie de dépréciation** (« *impairment methodology* ») **des actifs financiers comptabilisés au coût amorti** (prêts en particulier), selon une **logique plus cohérente avec les normes prudentielles**. Un document a été publié le 25 juin 2009 sur la faisabilité de l'approche des « pertes attendues » (« *expected losses* »), en tant qu'alternative à la méthode des « pertes encourues » (« *incurred losses* »). Une telle évolution permettrait de provisionner au plus tôt les pertes futures, en fonction de l'évaluation continue de leur probabilité de survenance, et non lorsque se produit un événement susceptible d'exercer un impact négatif sur les flux futurs de trésorerie. Un exposé-sondage est prévu pour octobre 2009 ;

¹ Selon la norme IAS 39, la juste valeur est actuellement soumise à une « hiérarchie » en cinq niveaux, contre trois pour la norme américaine FAS 157 :

| | |
|--|---|
| Niveau 1 : prix observé sur un marché actif | Niveau 1 : prix de marché |
| Niveau 2 : prix observé le plus récemment sur le marché | Niveau 2 : prix résultant d'un modèle réalisé à partir de données observables |
| Niveau 3 : estimation de la juste valeur par référence à un instrument financier similaire | |
| Niveau 4 : techniques de valorisation intégrant un maximum de données observables (modélisation partielle) | Niveau 3 : prix résultant d'un modèle, sans données observables |
| Niveau 5 : techniques de valorisation intégrant des données non observables (modélisation pure) | |

Source : Documents et débats « La crise financière », Banque de France, février 2009

- enfin la **comptabilité de couverture**, qui doit donner lieu à un exposé-sondage en décembre 2009.

L'IASB a enfin accéléré ses projets (initiés avant la crise) sur la **consolidation des véhicules hors-bilan** (en particulier les véhicules structurés utilisés pour la titrisation). Ces initiatives portent sur la redéfinition de la notion de contrôle et le renforcement des obligations de transparence sur les structures légitimement maintenues hors-bilan. Deux exposés-sondages ont été publiés en décembre 2008 et mars 2009, et les discussions sur la future norme ont débuté en juin 2009.

Les propositions de l'IASB ont été perçues par la communauté bancaire et certains Etats membres, la France au premier rang, comme une **réforme « en trompe-l'œil », qui conduirait en réalité à une expansion de la juste valeur**, contraire aux objectifs annoncés par le G 20. Seuls les instruments simples de dette pourraient en effet être comptabilisés au coût amorti, tandis que les autres actifs, en particulier les dérivés et titres hybrides, seraient comptabilisés à la valeur de marché (ou son équivalent), sans reclassement possible.

La réduction de la complexité n'est donc pas présentée comme l'objectif principal et les banques françaises ont plaidé pour le maintien du régime actuel des titres hybrides, consistant à distinguer les produits dérivés des créances sous-jacentes, ces dernières étant valorisées au coût amorti et dépréciées en fonction des pertes attendues.

Le groupe de travail estime qu'un retour au principe de comptabilisation de l'ensemble des actifs au coût historique n'est pas réaliste. Le succès de la réforme en cours passe cependant par une limitation du recours au « *mark-to-model* » et la réintroduction d'un « facteur temps » plus conforme à la réalité de l'activité financière.

Indépendamment de ces enjeux techniques quoique déterminants, **deux sujets majeurs de nature plus « politique » suscitent la controverse** et sont réactivés par la réforme en cours :

1) Le processus d'adoption des normes comptables et la gouvernance de l'IASB illustrent **l'emprise des organes techniques privés et de la culture économique anglo-saxonne** sur un aspect fondamental de la vie des entreprises, sans droit de regard des responsables politiques ni des parlements nationaux. La surreprésentation des membres de culture anglo-saxonne au sein de l'IASCF et de l'IASB a toutefois été atténuée¹. Un organe privé européen composé de professionnels, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) a également été créé en 2001 pour conseiller la Commission européenne dans le processus d'adoption des normes.

¹ La représentation française est aujourd'hui la suivante : un « trustee » pour l'IASCF (M. Bertrand Collomb) et deux membres au sein de l'IASB (MM. Philippe Danjou et Gilbert Gélard, le mandat de ce dernier prenant fin le 30 juin 2010).

Plus récemment, un « groupe de pilotage » (« *monitoring group* ») dont la composition est internationale – et non pas seulement européenne – a été créé début 2009 pour mieux superviser les travaux de l'IASB, mais **il n'est pour l'heure guère doté de pouvoirs**, et n'a par exemple pas été consulté pour la nomination de deux nouveaux membres. Il s'agit donc pour l'instant plutôt d'un « alibi ».

2) Les initiatives distinctes de l'IASB et de son homologue américain, le FASB¹, accentuent également le **risque de distorsions de concurrence, d'une nouvelle compétition normative et d'un éloignement de la perspective d'une harmonisation** au niveau mondial, initialement prévue pour 2014². La convergence entre les deux référentiels a également pu être décrite comme un simple alignement sur ce dernier. Les inquiétudes exprimées par l'Association des banquiers américains, le 9 septembre 2009, sur les projets de réforme de la juste valeur présentés par le FASB et l'IASB³, rejoignent cependant les préoccupations européennes et créent une **opportunité de convergence des acteurs, à défaut de celle des normalisateurs**.

2. La volonté d'assurer la protection du consommateur et la continuité de la surveillance micro-prudentielle

a) L'amorce d'une convergence vers la régulation par objectifs ?

Le constat des failles de la régulation a conduit à la **remise en cause de deux extrêmes**⁴ : des autorités sectorielles et fragmentées selon le schéma américain, et le modèle britannique de l'autorité intégrée et unique (toutefois distincte de la banque centrale), la *Financial Services Authority* (FSA) ayant été très critiquée pour sa gestion de la faillite de Northern Rock en juillet 2007. En Allemagne *a contrario*, les vives critiques à l'encontre de la *Bafin* (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) tendent à renforcer la légitimité de la *Bundesbank* comme superviseur unique des banques.

Les réformes en cours ou projets annoncés aux Etats-Unis, en France et au Royaume-Uni témoignent de la primauté désormais accordée à deux

¹ Le 2 avril 2009, le FASB a notamment proposé de nouveaux aménagements sur la comptabilisation des actifs illiquides, dont les banques américaines ont pu profiter dès le deuxième trimestre de 2009. Il a également adopté mi-juin deux règles interdisant aux institutions financières de regrouper certains actifs dans les SIV (« structured investment vehicles »), structures hors bilan de financement à court termes d'actifs titrisés.

² Un accord conclu en octobre 2002 entre l'IASB et le FASB, l'accord dit « de Norwalk », a formalisé cet objectif de convergence. La SEC n'a toutefois dispensé qu'en novembre 2007 les sociétés étrangères cotées aux Etats-Unis et établissant leurs comptes selon les normes IFRS de les réconcilier avec les normes US GAAP.

³ Dont les modalités sont différentes mais aboutiraient, selon l'association, au même résultat, soit le renforcement du poids de la valeur de marché.

⁴ Entre ces deux pôles existe une gamme diversifiée de systèmes intégrés (au sein de la banque centrale ou avec un superviseur unique à proximité de cette dernière) et sectoriels (parmi lesquels celui de la France).

grands objectifs : **la préservation de la stabilité financière et la protection du consommateur** de produits et services financiers (épargne, assurance ou crédit).

Certes, on n'assiste pas à la généralisation du modèle de régulation par objectif, selon une architecture en « deux piliers » (modèle dit « *twin peaks* ») analogue à celle qu'ont adoptée l'Australie¹ et les Pays-Bas². La remise en cause de certaines pesanteurs institutionnelles et la volonté de mettre en place des systèmes de supervision plus adaptés à la réalité de la finance contemporaine traduisent cependant des préoccupations communes, susceptibles de fournir le socle d'une coopération plus approfondie entre autorités nationales³, en particulier transatlantique, ou même entre celles d'un même pays (la SEC et la CFTC par exemple).

1) La difficile réforme des autorités américaines de supervision

La réforme institutionnelle présentée aux **Etats-Unis** par MM. Barack Obama et Tim Geithner, secrétaire au Trésor, marque un effort important quoique perfectible⁴ de rationalisation de la surveillance du système financier, qui se heurte cependant à de fortes résistances du Congrès et des banques. Il prévoit essentiellement :

- un **Conseil de supervision des services financiers** (*Financial Services Oversight Council*), présidé par le secrétaire au Trésor et auquel siègeraient notamment les présidents de la Fed, de la SEC et de la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), identifierait les lacunes et risques au niveau macro-prudentiel. Il disposerait également d'un pouvoir de veto sur les agences de régulation ;

- la Fed serait investie d'un **nouveau pouvoir de supervision de tous les grands établissements financiers à caractère systémique**, la gestion de leur éventuelle faillite étant confiée à la FDIC. L'OTS (*Office of the Thrift Supervision*) et l'OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*) quant à eux disparaîtraient au profit d'un nouveau superviseur bancaire national (*National Bank Supervisor*). La fusion de la SEC et de la CFTC n'est en revanche pas prévue ;

- la SEC verrait son mandat sur les *hedge funds* et les banques d'investissement conforté. Celle-ci a par ailleurs présenté en octobre 2009 un plan stratégique ambitieux pour 2010-2015, comportant 70 mesures destinées à renforcer la surveillance boursière ;

¹ Avec l'Australia Prudential Regulatory Authority (APRA) et l'Australia Securities and Investment Commission (ASIC).

² Les deux autorités néerlandaises sont la Banque des Pays-Bas et l'Autorité des marchés financiers (Autoriteit Financiële Markten – AFM).

³ La FSA et la CFTC ont par exemple décidé fin août 2009 de renforcer leur coopération en matière de surveillance des marchés de l'énergie, par un accès réciproque aux données de marché et un cadre commun pour les mesures d'urgence.

⁴ Mais plus ambitieux que le plan présenté en avril 2008 par M. Henry Paulson.

- une nouvelle **Agence de protection financière des consommateurs** (*Consumer Financial Protection Agency*), qui regrouperait sept régulateurs fédéraux actuels et aurait notamment autorité sur les pratiques en matière de cartes de crédit (ce qui concerne potentiellement 6.000 émetteurs), de crédit immobilier et de comptes d'épargne, voire sur les moyens de paiement sécurisés sur Internet.

Les critiques sur ce projet n'ont pas manqué, mais les plus intéressantes relèvent qu'une application réelle de la législation existante (notamment sur les pouvoirs de la Fed et de la FDIC) permettrait de remplir une bonne partie des objectifs. En outre, le pouvoir de veto dont serait investi le Conseil de supervision des services financiers contribuerait à renforcer l'emprise des autorités politiques, au détriment de la responsabilité des agences. De même, l'incertitude demeure sur les pouvoirs de sanction de la nouvelle agence de protection des consommateurs, qui a vocation, pour asseoir sa crédibilité, à être aussi puissante et efficace que la *Federal Trade Commission* ou la *Food and Drug Administration*.

2) La FSA entre continuité et remise en question

Au **Royaume-Uni**, le projet de réforme présenté en juillet 2009 par M. Alistair Darling, Chancelier de l'Echiquier, a préservé l'architecture actuelle et en particulier la FSA. Le président de cette dernière, Lord Adair Turner, s'est néanmoins distingué par un discours beaucoup plus véhément à l'égard des banques et opérateurs de marché. Les Conservateurs ont également publié en juillet 2009 un Livre blanc sur la régulation financière, dans lequel ils annoncent **vouloir mettre fin à l'actuel accord tripartite** (entre la Banque d'Angleterre, le ministère des finances et la FSA) au **profit d'un système « twin peaks »**. Parmi les mesures préconisées, la banque centrale verrait son mandat et ses pouvoirs considérablement renforcés et une nouvelle agence de protection des consommateurs serait créée.

3) Le projet français : un pas important vers la régulation par objectif

Enfin en **France**, une réforme d'assez grande ampleur est en cours (cf. encadré ci-dessous) et conduira à mieux identifier le pôle prudentiel et le pôle de contrôle des pratiques commerciales et de marché, **sans toutefois appliquer jusqu'au bout la logique « twin peaks »** puisque ce second pôle ne serait pas transféré à l'AMF.

Il est vrai que l'hypothèse d'une extension du champ de surveillance de l'AMF aux conditions et pratiques d'octroi du crédit conduisait non seulement à se poser la question des moyens et de l'adaptation « culturelle » de cette autorité, mais encore et surtout celle du sort de la médiation bancaire et du traitement du surendettement.

Les principaux axes du projet français de réforme des autorités de supervision

L'article 152 de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008 a habilité le Gouvernement, dans un délai de 18 mois, à prendre « *les mesures relatives aux autorités d'agrément et de contrôle du secteur financier en vue de garantir la stabilité financière et de renforcer la compétitivité et l'attractivité de la place financière française. Ces mesures ont notamment pour objet de redéfinir les missions, l'organisation, les moyens, les ressources, la composition ainsi que les règles de fonctionnement et de coopération des autorités d'agrément et de contrôle du secteur bancaire et de l'assurance, notamment en prévoyant le rapprochement, d'une part, entre autorités d'un même secteur et, d'autre part, entre la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles [...]* ».

Une mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières a été confiée par Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, à M. Bruno Delétré, qui a remis son rapport en janvier 2009. Il préconise une organisation de type « *twin peaks* », soit :

- une fusion de la Commission bancaire, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI, soit l'autorité d'agrément), du Comité des entreprises d'assurance et de l'Autorité de contrôle des assurances et mutuelles (ACAM) ;
- et un élargissement des missions de l'AMF au contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle, afin de mieux garantir la protection du consommateur de services financiers ou d'assurance.

La création d'une nouvelle autorité de contrôle prudentiel, commune aux secteurs des banques et des assurances, a été actée le 27 juillet 2009. L'ordonnance correspondante doit être finalisée d'ici la fin de l'année 2009 et fait l'objet d'une consultation publique. Cette autorité serait dotée d'un **collège unique** de seize membres, de **deux sous-collèges sectoriels** et d'une **commission des sanctions** de quatre membres.

A l'instar de la Commission bancaire, elle sera logée à la Banque de France et profiterait donc pleinement de sa connaissance du secteur bancaire. Elle disposera du statut d'autorité administrative indépendante, et son mandat devrait être explicitement axé sur la préservation de la stabilité du système financier et la protection des clients, assurés et bénéficiaires.

M. Delétré a remis le 15 juillet un second rapport, non public, sur « *les règles et la supervision relatives au respect par les intermédiaires financiers de leurs obligations envers la clientèle* », en particulier dans un objectif d'harmonisation des règles. Celles afférentes à la distribution des produits d'assurance-vie ont déjà été assez largement alignées, par une ordonnance du 30 janvier 2009, sur celles en vigueur pour les instruments financiers depuis la transposition de la « directive MIF », précitée.

Le projet d'ordonnance ne fait qu'initier une démarche de régulation par objectif, sans en tirer toutes les conséquences institutionnelles. Plutôt que de créer une nouvelle autorité ou de confier la surveillance de l'ensemble des obligations déontologiques à l'AMF, il est proposé que l'AMF et la nouvelle autorité conservent leurs prérogatives pour les produits financiers qui les concernent.

La **coopération** entre les deux autorités serait cependant développée, du fait de l'imbrication croissante entre les produits d'épargne (assurance-vie et OPCVM notamment) et du développement d'acteurs distribuant toute la gamme des produits d'assurance et bancaires. **La nouvelle autorité et l'AMF créeraient ainsi un pôle qui élaborerait une politique commune sur les contrôles et suites à donner**, assurerait une veille sur l'évolution des produits et une surveillance conjointe de la publicité. Il constituerait un point d'entrée unique pour les demandes des consommateurs, mais toute décision serait prise uniquement par chaque autorité, selon les cas traités.

L'AMF a anticipé ce mouvement en prévoyant notamment la création d'une direction des relations avec les épargnants, le renforcement du contrôle des campagnes commerciales et des achats anonymes de produits d'épargne.

b) Des réformes destinées à combler les « trous » de la supervision

Une des priorités du G 20, exprimée dès le sommet de Washington, a été de ne laisser aucun acteur ou marché hors du champ de la régulation, quel que soit son degré d'intensité. Les démarches déjà accomplies ou en cours dans trois domaines – les agences de notation, les fonds dits « alternatifs » (fonds spéculatifs et de capital-investissement) et les dérivés de gré à gré - témoignent d'une **volonté internationale d'assurer une meilleure continuité de la supervision micro-prudentielle** sur l'ensemble de l'écosystème financier.

La Commission européenne, en particulier M. Charlie McCreevy, commissaire au marché intérieur, **a de façon assez soudaine considérablement infléchi sa doctrine** et aplani ses résistances antérieures, et a présenté un plan ambitieux d'extension du champ de la régulation. Lors du sommet de Pittsburgh, le G 20 a également réaffirmé certains principes, en insistant sur la protection du consommateur, la transparence et l'internationalisation des normes.

**Déclaration des dirigeants lors du sommet du G 20 de Pittsburgh
Extrait relatif aux principes de régulation financière**

*« (...) Notre travail n'est pas terminé. **Il reste encore beaucoup à faire pour protéger les consommateurs, les déposants et les investisseurs** contre les pratiques de marchés abusives, promouvoir des normes de grande qualité et veiller à ce que le monde ne soit plus confronté à une crise de l'ampleur que nous avons connue.*

*« Nous sommes déterminés à prendre des mesures aux niveaux national et international pour renforcer ensemble les normes afin que nos autorités nationales mettent en oeuvre des normes mondiales de manière rigoureuse afin **d'assurer l'égalité des conditions de concurrence et d'éviter la fragmentation des marchés, le protectionnisme et l'arbitrage réglementaire**. Les efforts que nous avons engagés pour traiter les actifs dépréciés et encourager la mobilisation de capitaux supplémentaires doivent être poursuivis chaque fois que cela est nécessaire. Nous nous engageons à mener si besoin des tests de résistance transparents et stricts.*

« Nous invitons les banques à conserver une plus grande proportion des bénéfices actuels pour reconstituer leur capital, en tant que de besoin, pour soutenir les prêts. Les originateurs et les sponsors de titrisation devront conserver une partie du risque des actifs sous-jacents, ce qui doit les encourager à agir prudemment. En outre, **nous sommes convenus d'améliorer la régulation, le fonctionnement et la transparence des marchés financiers et physiques de matières premières afin de remédier à la volatilité excessive des prix des matières premières.** »

1) Le règlement européen sur les agences de notation

La part de responsabilité des **agences de notation** dans la crise, ainsi que l'a souligné fin 2008 M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, « *n'est pas exclusive mais n'est pas marginale* ». La Commission européenne a présenté dès le 12 novembre 2008 une proposition de règlement sur l'encadrement de ces agences, qui pour l'essentiel reprend les principaux points du code de conduite de l'OICV, actualisé en mai 2008¹. Cette proposition développe les trois axes suivants :

- **l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêt** : examen des liens entre analystes et entités notées, rotation individuelle des analystes tous les cinq ans, présence d'administrateurs indépendants dans les organes dirigeants, séparation des fonctions de notation et de conseil et limitation des services auxiliaires ;

- une procédure européenne **d'enregistrement** associant le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM) et les autorités des Etats membres d'origine des agences. Dans le régime transitoire actuel, le CERVM ne fait cependant que centraliser et coordonner les demandes d'enregistrement, qui sont instruites par les autorités nationales. L'agrément est susceptible d'être retiré en cas de violation sérieuse et répétée de la réglementation. A la suite du vote du Parlement européen, fin avril 2009, le rôle du CERVM – auquel succèdera l'Autorité européenne des marchés financiers (cf. *infra*) – comme point d'entrée unique de l'enregistrement devrait être renforcé courant 2010 ;

¹ La dérive des agences a traduit l'échec de la première version du code, élaborée en 2005.

- le **renforcement de la transparence des agences et de la qualité des notations** : divulgation des conflits d'intérêts potentiels ou réels et du mode de rémunération, obligations relatives à la présentation des notations (méthodologie, fiabilité des informations...), obligations de publication périodique des méthodes et hypothèses utilisées, traitement des notations élaborées hors de l'Union européenne¹.

Le règlement ne détaille cependant pas les sanctions susceptibles d'être prises par les régulateurs nationaux en cas d'infraction. Il ne traite pas non plus les enjeux de **l'ouverture de l'oligopole** à la concurrence et de la nécessité du **dialogue transatlantique** avec la SEC. Cependant l'encadrement des agences crée en soi des barrières à l'entrée et n'est donc pas un facteur de diversification de l'offre de notation.

2) Le projet controversé de directive sur les gérants de fonds alternatifs

L'encadrement des **fonds alternatifs** a également donné lieu à une proposition de directive sur les gérants de tels fonds, dite « directive AIFM » (« *Alternative Investment Funds Managers* »), publiée le 30 avril 2009. Elle est beaucoup plus controversée que le règlement sur les agences de notation, car jugée trop souple par certains Etats membres (Allemagne et France) et trop stricte par d'autres (Irlande et Royaume-Uni en particulier). Les principaux points de désaccord sont exposés dans la seconde partie.

Le champ de la proposition de directive est vaste puisqu'il englobe tous les fonds qui ne sont pas réglementés par la directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, dite « directive UCITS », soit essentiellement les fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») et les fonds de capital-investissement.

Elle propose un **encadrement des gestionnaires et acteurs de la chaîne de valeur plutôt que des fonds eux-mêmes**, en appliquant deux principes : tous les acteurs présentant un risque systémique pour le système financier doivent être régulés, et les gestionnaires bénéficient d'un **passport de commercialisation** transfrontalière au sein de l'Union européenne, en contrepartie du respect de certaines obligations de suivi des risques et de transparence. Ses principales dispositions sont les suivantes :

- un **seuil** qui détermine le champ de la réglementation, soit 100 millions d'euros d'actifs gérés pour un fonds recourant au levier (soit les *hedge funds* et fonds de LBO) et 500 millions d'euros pour les fonds de capital-investissement ;

¹ Deux cas de figure peuvent se présenter :

- si l'agence possède une filiale implantée dans l'Union européenne, ce qui est le cas des trois principales, il suffit que la filiale européenne, dûment enregistrée, « endosse » ladite notation et en assume la responsabilité ;

- si l'agence n'est pas implantée dans l'Union, l'utilisation de sa note suppose que la Commission européenne reconnaisse l'équivalence entre la supervision européenne et celle du pays d'origine, et qu'elle prévoie une forme de coopération avec l'autorité européenne concernée.

- le principe d'un **agrément**, sollicité par tout gestionnaire auprès de l'autorité compétente de l'Etat de son siège statutaire ;

- les **informations** requises pour cet agrément, telles que l'identité des actionnaires du gestionnaire, son programme d'activité, les caractéristiques des fonds alternatifs qu'il prévoit de gérer, le règlement ou les documents constitutifs de chaque fonds, les délégations éventuelles, et les dispositions prises pour la conservation des actifs ;

- les diverses obligations imposées au gestionnaire : **règles de conduite** (traitement équitable et loyal du client, gestion des conflits d'intérêt, fonctions distinctes de gestion des risques, système de gestion de la liquidité...), mesures de publicité et de **transparence** à l'égard des investisseurs et des autorités compétentes, exigences minimales de **fonds propres** (125.000 euros), règles en matière d'organisation (notamment sur l'évaluateur indépendant et sur le **dépositaire**, ce qui est particulièrement important au regard de « l'affaire Madoff »¹) et de délégation de gestion ;

- des exigences supplémentaires pour les fonds « *recourant de manière systématique à un levier élevé* » et pour les gestionnaires qui acquièrent individuellement ou conjointement le contrôle de sociétés non cotées ;

- les conditions relatives à la **commercialisation** des fonds par leur gestionnaire. L'article 32 prévoit que les Etats membres peuvent autoriser la commercialisation de fonds alternatifs **auprès d'investisseurs de détail**, et imposer à cette fin des exigences plus strictes au gestionnaire ou au fonds alternatif ;

- des règles spécifiques concernant les **pays tiers**, qui ont en particulier trait à l'agrément des gestionnaires établis dans ces pays (disposition sans doute la plus contestée de la proposition, cf. *infra* seconde partie) et à la délégation des tâches de dépositaire d'un fonds domicilié dans un pays tiers ;

- des dispositions relatives aux **autorités** compétentes (pouvoirs, sanctions, coopération, médiation...).

Il est prévu que le champ de la directive soit réexaminé deux ans après la date limite de transposition, en tenant compte des évolutions à l'échelon international et des discussions avec les pays tiers.

3) Les nombreuses initiatives en matière de dérivés de crédit

Les **produits dérivés négociés de gré à gré**, en particulier les dérivés de crédit CDS (cf. *supra*), dont les volumes de transactions ont surpris plus

¹ L'article 17 de la proposition de directive prévoit ainsi une **séparation stricte entre gestionnaire et dépositaire**. Il autorise la délégation des fonctions de dépositaire, mais précise que « **le dépositaire est responsable à l'égard du gestionnaire et des investisseurs du fonds alternatif de tout préjudice subi par eux et résultant de l'inexécution de ses obligations** ». Cette responsabilité ne peut être affectée par une éventuelle délégation.

d'un observateur, n'ont pas lieu de faire l'objet d'un texte législatif communautaire. **L'enjeu principal est d'intégrer ces produits dans des marchés réglementés et organisés**, et par conséquent d'assurer leur traitement « post-marché » par une **chambre de compensation** (« *central counterparty clearing house* » - CCP), qui permet de centraliser la couverture du risque de contrepartie¹.

De nombreuses initiatives concomitantes, publiques et privées, ont été prises et poursuivent trois objectifs déterminants et liés² que sont la **standardisation des contrats** en amont, la **centralisation de la compensation** en aval, et l'établissement d'un **registre** des positions permettant de mieux évaluer les effets systémiques potentiels :

- lors du sommet d'avril 2009, le **G 20** a pris l'engagement d'œuvrer en faveur de la normalisation et de la résilience des marchés de dérivés de crédit, notamment par le recours aux chambres de compensation. Le **Conseil européen du 19 juin 2009** a également appelé à réaliser de nouveaux progrès en matière de transparence et de stabilité des marchés de dérivés ;

- l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, acteur clef du secteur³, a **accélééré ses travaux sur la standardisation des contrats**, en particulier le dénouement des CDS, dans le cadre de deux protocoles dénommés « *Big* » et « *Small Bang* ». Avec d'autres associations, elle défend le principe d'une **uniformisation des processus** (documentation et cadre juridique) plutôt que des produits.

¹ Les chambres de compensation, qui sont des entités régulées et ont généralement un statut d'établissement de crédit (donc, en Europe du moins, sont soumises au régime « Bâle II »), présentent d'importants avantages en termes de stabilité financière et de cantonnement du risque systémique :

- elles s'interposent en tant que **contrepartie centrale unique** de l'ensemble des transactions qu'elles enregistrent ;
- à l'instar des marchés réglementés, elles demandent à leurs adhérents d'assumer certaines obligations ;
- elles demandent aux participants un **dépôt initial de garantie** (pour la couverture des risques futurs) et réalisent des **appels de marge quotidiens** (pour la couverture des variations de prix passées) ;
- elles assurent la **novation** (soit l'enregistrement des opérations et la prise en charge de la garantie) de manière hebdomadaire ou quotidienne ;
- elles **centralisent le risque net global** de leurs membres et disposent du capital suffisant pour faire face à la défaillance de l'un d'entre eux ;
- elles disposent d'un **fonds mutuel de garantie** ayant vocation à couvrir les risques « extrêmes » résultant d'une volatilité exceptionnelle.

² En effet, les dérivés susceptibles d'être compensés sur une CCP sont essentiellement les contrats standardisés, et le recours à la compensation centralisée appelle logiquement des transactions sur des marchés organisés.

³ L'ISDA est une organisation professionnelle qui regroupe les intervenants majeurs des marchés de dérivés et dont la principale activité est d'élaborer des contrats standards de référence pour les transactions (« master agreements »).

La standardisation des **contrats sur indice** a progressé, mais celle des contrats adossés à un sous-jacent unique¹ (contrats dits « *single name* ») est plus délicate à réaliser. De même, la normalisation des règles d'exercice des CDS (soit la protection contre le risque de crédit sous-jacent) peut se heurter à des difficultés telles que la caractérisation de l'événement de crédit (en particulier le cas d'une restructuration de la dette) et le monopole bancaire lorsque le sous-jacent du contrat est un prêt ;

- **plusieurs chambres de compensation fournissent d'ores et déjà des services pour les CDS** : Intercontinental Exchange Trust (ICE) aux Etats-Unis, *ICE Clear Europe* et *Eurex Clearing* (filiale conjointe des bourses allemande et suisse) en Europe. *LCH.Clearnet SA* (filiale française de *LCH.Clearnet*) a annoncé le lancement de sa plate-forme de compensation de contrats sur sous-jacents européens d'ici la fin de l'année 2009 ;

- le 3 juillet 2009, la **Commission européenne** a publié une communication intitulée « *Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides* » et ouvert une consultation publique sur les dérivés OTC, qui a été clôturée le 31 août 2009. Dix opérateurs se sont également engagés à compenser les CDS d'entités européennes qu'ils traitent en faisant appel à une ou plusieurs contreparties centrales régulées au sein de l'Union européenne. La Commission compte prendre des **initiatives législatives** en 2010, qui auront notamment trait à la régulation des chambres de compensation et du *reporting* sur les transactions de gré à gré ;

- **le Trésor américain a publié le 11 août 2009 un projet de réglementation** des produits dérivés de gré à gré, qui prévoit des exigences de fonds propres et de conduite pour les courtiers, et une obligation de passer par une chambre de compensation pour les produits « normalisés ». Les prérogatives de surveillance des CDS seraient partagées entre la CFTC et la SEC. Mme Mary Shapiro, présidente de la SEC, a cependant considéré que ce projet ne traite pas suffisamment les risques de contournement par des produits bancaires et de fraude, et que des codes de conduite plus rigoureux devaient être imposés pour mieux protéger les investisseurs profanes ;

- 35 autorités nationales et banques centrales, dont la FSA, la Fed et la BCE, ont annoncé le 4 septembre 2009 la création d'un **forum d'échanges** sur les dérivés de gré à gré ;

- enfin plus récemment, **l'AMF**, par la voix de son président Jean-Pierre Jouyet, a insisté auprès de la Commission européenne pour qu'elle « *adopte une attitude ambitieuse et se dote d'un arsenal juridique et technique complet pour permettre à l'Europe d'être en position de discuter au plan international* ». L'AMF a ainsi appelé de ses vœux la mise en place d'une

¹ Néanmoins les CDS sur emprunteur unique partagent désormais une caractéristique commune avec les CDS sur indice : depuis juin 2009, les coupons versés par l'acheteur de protection au vendeur sont **fixes**, selon une échelle en quatre niveaux (de 25 à 1.000 points de base) pour les CDS sur entités européennes, et en deux niveaux pour les CDS sur entités américaines (100 ou 500 points de base).

chambre de compensation et d'une base de données centralisée pour les dérivés de crédit en zone euro, un recours plus généralisé aux marchés réglementés, et une directive européenne sur les infrastructures de post-marché.

Le groupe de travail se félicite que les nombreux travaux en cours aboutissent à des résultats concrets et rapides, mais **déplore que l'Europe ait pris un important retard** dans la structuration économique et la réglementation des produits dérivés OTC. **Le marché est en effet largement dominé par des acteurs américains**, et accessoirement britanniques :

- trois des cinq plus grands initiateurs de CDS en 2009 sont des banques américaines¹ ;

- l'ISDA est de culture anglo-saxonne et ses travaux sont plus avancés pour les CDS sur entités de référence américaines ;

- le fournisseur de référence de données sur les prix de marché des CDS est *Markit* (société britannique), qui assure également la cotation des indices ;

- la principale chambre de compensation est ICE, **en position de quasi monopole** sur les CDS. La structure créée en mars 2009 par le *Chicago Mercantile Exchange* et *Citadel* (qui est un *hedge fund*) est plutôt positionnée sur la compensation de dérivés de change. L'activité d'*Eurex Clearing* était quasi nulle en septembre 2009, et l'offre conjointe du marché *Liffe* et de *LCH.Clearnet Ltd* a été arrêtée en juin 2009 ;

- enfin la *Depository Trust and Clearing Corporation* (DTCC, constituée sous forme de coopérative)² **domine le segment du règlement-livraison** et dispose depuis 2006 d'une base de données irremplaçable avec la *Trade Information Warehouse*, seule centrale d'enregistrement des contrats CDS dans le monde.

¹ Soit, d'après l'agence de notation Fitch, JP Morgan Chase, Goldman Sachs et Morgan Stanley. Barclays et Deutsche Bank figurent respectivement en troisième et quatrième positions.

² La DTCC et Markit ont également annoncé la création d'une société commune (opérationnelle depuis le 1^{er} septembre 2009), MarkitSERV, ayant pour objet l'automatisation du traitement des transactions de gré à gré sur produits dérivés.

SECONDE PARTIE :

VERS UN NOUVEL ORDRE FINANCIER MONDIAL ?

Toute crise collective ou personnelle est un moment d'inflexion, de remise en question, et porte donc en elle les germes du renouvellement et de la refondation. Le capitalisme de marché, qui repose intrinsèquement sur un mouvement dynamique et sur l'initiative privée, **ne peut guère éviter d'être soumis à des cycles et crises**, ce qui en fait à la fois la force et la faiblesse.

Il n'en est pas moins nécessaire et concevable d'en limiter l'instabilité, qui a été accentuée par la « financiarisation » de l'économie depuis deux décennies.

Il importe surtout d'en atténuer les incidences négatives pour les acteurs qui ne sont pas directement parties prenantes dans les excès de la finance de marché, soit les petits épargnants, les ménages modestes, les PME, et de manière générale les personnes les plus exposées à la crise et au chômage.

La crise actuelle, comme les grandes crises précédentes, provoque donc une remise en cause des acquis, sorte d'avatar de la « **destruction créatrice** », concept traditionnellement associé à l'innovation et à la croissance endogène.

Elle crée des opportunités de marchés, d'innovation et de réflexion, dont certaines sont potentiellement déstabilisantes lorsqu'elles se limitent à reproduire les schémas antérieurs et à permettre à tel établissement de profiter de la faiblesse des concurrents pour renforcer ses positions sur certains marchés (cf. *supra* sur les risques de comportement de « passager clandestin »). Mais **elle ouvre surtout une fenêtre d'action pour assainir le modèle économique des institutions financières** et lui restituer sa dimension de service apporté aux autres secteurs économiques.

I. LES DÉFIS ET OBJECTIFS D'UNE NOUVELLE RÉGULATION

A. ÉVITER QUE LES MÊMES CAUSES NE PRODUISENT LES MÊMES EFFETS ET RESISTER À LA TENTATION D'UN RETOUR AUX PRATIQUES ANTÉRIEURES

1. La recherche financière au service d'une nouvelle conception de la régulation

La crise doit fournir l'occasion de mener une **réflexion économique et juridique approfondie sur le concept même de la régulation publique, les contours de l'ordre public financier** et la meilleure manière de prévenir

et résoudre les crises futures, sous l'impulsion du nouveau forum décisionnel mondial qu'est devenu le G 20. **La « fenêtre de tir » est cependant déjà réduite** et, ainsi que l'a souligné le dernier document du groupe de travail commun de l'Assemblée nationale et du Sénat sur la crise financière internationale¹, « *le sommet de Pittsburgh constitu[ait] sans doute la "dernière chance" pour éviter que les mêmes causes ne produisent les mêmes effets* ».

L'analyse des causes de la crise devrait également contribuer à une **accélération des progrès en matière de modélisation et de mathématiques financières, dans laquelle la France a certainement une « carte à jouer »**. Divers enjeux tels que le retour à une certaine simplicité dans l'offre de produits financiers, l'amélioration de la mesure des risques sous-jacents des portefeuilles de titres, l'influence de la psychologie et des interactions individuelles sur les décisions d'investissement et l'évolution des indices boursiers (objet de la finance dite « comportementale »), ou la détermination de critères pertinents de mesure du risque systémique, offrent un champ très vaste pour la recherche financière.

La crise a souligné l'intensité et la complexité des relations entre institutions financières d'une part, entre le système financier et l'économie productive d'autre part, d'où le recours fréquent aux métaphores biologiques et « virales » pour en expliquer les causes et le déroulement. Malgré son caractère réducteur, ce type d'analyse pourrait trouver quelque écho si la recherche économique s'attachait à établir une analogie entre le système financier et un ensemble d'organismes vivants qui interagissent entre eux, et donc à le considérer plutôt comme un « **écosystème** ».

2. Des activités de marché sanctuarisées par les « bonus »

Outre le niveau atteint par les « bonus » en période d'euphorie des marchés², **le système de rémunération a encouragé les comportements de « passagers clandestins »** dans certaines des nombreuses banques qui ont bénéficié d'un soutien public³, soit que les rémunérations aient été versées peu avant la recapitalisation escomptée, soit qu'elles aient constitué une puissante incitation à rembourser les fonds pour s'affranchir des contreparties demandées par l'Etat.

¹ « Réforme du système financier international : troisième contribution du groupe de travail sur la crise financière internationale », publié le 16 septembre 2009.

² Le montant des bonus versés dans les banques américaines en 2007 est ainsi estimé à 130 milliards de dollars. Compte tenu du dynamisme de certains segments de marché, ils dépasseront très vraisemblablement ce niveau en 2009, le montant de 140 milliards de dollars ayant été évoqué le 14 octobre 2009 par le Wall Street Journal.

³ M. Barack Obama a ainsi déclaré, le 19 septembre 2009 : « Nous ne pouvons plus tolérer que des systèmes sans scrupule engendrant des profits rapides et des bonus copieusement pour les dirigeants l'emportent sur la sécurité de notre système financier dans son ensemble et laisse aux contribuables le soin de régler le problème ».

Les opérateurs de marché, focalisés sur leur résultat individuel (le tableau du « *profits and losses* »), ont ainsi préempté les revenus des départements de négociation pour compte propre et d'ingénierie financière, quand bien même les activités agrégées de la banque réalisaient des pertes.

Comme l'illustre le tableau ci-après, dans les neuf principales banques ayant bénéficié du plan d'allègement des actifs toxiques dénommé « TARP » (« *Troubled Asset Relief Plan* »), pour un montant global de 175 milliards de dollars, le montant cumulé des bonus versés en 2008 a atteint **32,6 milliards de dollars, soit pas moins de 5,4 millions de dollars en moyenne par bénéficiaire, et les pertes cumulées 81,4 milliards de dollars...**

Pour autant, il importe de ne pas remettre radicalement en cause le principe même de la rémunération variable – commun à de nombreux salariés et facteur essentiel de motivation – ni de céder à l'illusion de règles trop strictes qui susciteraient des contournements.

**Bonus versés en 2008 dans les neuf principales banques
bénéficiaires du plan américain TARP**

(en milliards de dollars)

| Banque | Bonus versés en 2008 | Nombre de bénéficiaires en 2008 | Résultat net 2008 | Montant d'aides publiques au titre du TARP |
|-------------------|----------------------|---------------------------------|-------------------|--|
| Bank of America | 3,3 | 265 | 4 | 45 |
| Bank of NY Mellon | 0,95 | 108 | 1,4 | 3 |
| Citigroup | 5,33 | 1.038 | - 27,7 | 45 |
| Goldman Sachs | 4,82 | 1.556 | 2,3 | 10 |
| JP Morgan Chase | 8,69 | 1.344 | 5,6 | 25 |
| Merrill Lynch | 3,6 | 845 | - 27,6 | 10 |
| Morgan Stanley | 4,48 | 718 | 1,7 | 10 |
| State Street | 0,47 | 55 | 1,8 | 2 |
| Wells Fargo | 0,98 | 91 | - 42,9 (1) | 25 |
| Total | 32,6 | 6.020 | - 81,4 | 175 |

(1) : le résultat négatif enregistré par *Wells Fargo* en 2008 inclut les pertes consolidées de *Wachovia*.

Source : rapport « No rhyme or reason » de M. Andrew Cuomo, attorney general de l'Etat de New York

**B. TROUVER LE BON ÉQUILIBRE ENTRE DES OBJECTIFS
CONTRADICTOIRES**

Eu égard aux multiples manifestations de la crise, les objectifs de la nouvelle régulation financière sont potentiellement nombreux mais peuvent aussi apparaître **contradictaires** dès lors qu'il s'agit, par exemple, de **renforcer la stabilité du système financier sans éliminer sa sensibilité au**

risque (et donc sa capacité de le traiter), ou de limiter le risque global sans porter atteinte aux activités potentiellement risquées mais porteuses d'innovation et de développement économiques.

1. Renforcer la stabilité et assurer la réactivité du système financier

Le premier sommet du G 20 en octobre 2008 comme les différents forums de régulateurs ont mis en exergue la nécessité de mettre en place une **surveillance transversale et continue des activités financières** afin d'appréhender tous les facteurs potentiels de risques, en particulier ceux qui sont apparus au cours des dernières années dans les segments peu ou pas régulés, et d'en atténuer les conséquences. Une telle approche implique de disposer d'une information complète dans ses dimensions **horizontale**, soit l'ensemble des produits financiers, et **verticale**, soit tous les maillons de la chaîne de traitement desdits produits.

Pour autant, **il importe de se départir de l'illusion de vouloir enserrer toutes les activités dans un corpus de règles strictes**, qui crée inmanquablement des effets de contournement, comme de la prétention à l'omniscience. Les marchés financiers résistent en effet aux prédictions et leur dimension fortement psychologique, difficilement modélisable, atténue la rationalité et l'efficacité à long terme que leur prêtent certaines théories. Les risques financiers sont protéiformes, corrélés et susceptibles de « muter » en fonction des choix et priorités des régulateurs.

La régulation financière doit donc réaliser un difficile compromis entre la prise en compte de tous les facteurs déstabilisants pour **améliorer la résistance aux chocs et le maintien d'une certaine tolérance du système au risque**, c'est-à-dire garantir que les acteurs conservent leur propre capacité de réaction aux signaux de prix et de risques. Pour être efficace, la régulation ne peut donc se contenter d'une approche par métier ou institution. Elle doit privilégier une **approche proportionnée selon la tolérance au risque** et se concentrer sur celui qui peut mettre en péril l'équilibre dynamique de l'ensemble par contagion, soit le risque systémique.

A titre d'exemple, il est plus efficace, en termes de stabilité financière, de garantir le bon fonctionnement et l'extension du périmètre des chambres de compensation que l'absence de prise excessive de risques de la part des *hedge funds* dont la défaillance, sauf cas extrême tel que le fonds LTCM en 1998, ne porte pas atteinte à l'équilibre global.

2. Harmoniser les réglementations et préserver la concurrence et l'innovation financières

Ainsi qu'il a été évoqué plus haut, les ferments de la crise ont trouvé un terreau favorable dans la segmentation des autorités nationales, en

particulier aux Etats-Unis, et dans le manque d'harmonisation au niveau international, notamment en matière prudentielle et comptable, qui favorise les arbitrages réglementaires et le « *law shopping* ».

Il y a donc aujourd'hui un besoin impérieux de **consolidation des régulateurs nationaux**, en tant que première « ligne de défense », et **d'harmonisation de certaines règles fondamentales**, portant sur l'information financière et certaines pratiques de marché (ventes à découvert notamment, cf. *infra*).

La **coopération** entre l'Europe et les Etats-Unis, qui avait déjà connu quelques avancées avant la crise mais est encore timide sur le terrain de la reconnaissance mutuelle des marchés et des procédures d'agrément, doit également être renforcée et élargie aux autres grandes places financières que sont la Chine, le Japon et l'Inde. La coopération permet en effet d'édifier progressivement des **approches communes** sur des thèmes structurants (traitement des faillites d'établissements systémiques, agrément des *hedge funds* et des agences de notation, compensation des produits dérivés négociés de gré à gré...) et de faciliter la mise en place de réponses coordonnées lors des crises.

Une plus grande convergence des normes peut contribuer à améliorer la sécurité juridique des opérations transnationales et à limiter la concurrence réglementaire. Pour autant, il demeure nécessaire de **préserver un certain pouvoir discrétionnaire** des régulateurs, notamment dans le cadre du deuxième pilier de « Bâle II », afin de mieux traiter les situations d'urgence et les cas individuels.

De même, **la convergence normative ne doit pas se faire au prix de concessions trop importantes**, en particulier en matière de valorisation des instruments financiers et de comparabilité des bilans bancaires. Enfin, **elle n'implique pas une marginalisation de l'innovation financière**, qui reste un vecteur d'adéquation de l'offre de produits à la diversité croissante des besoins, mais de l'orienter davantage vers le financement de l'économie réelle plutôt que vers la captation des profits dans la seule sphère de l'intermédiation financière.

La rénovation des modalités de supervision et de régulation crée sans doute un **nouvel enjeu de compétitivité pour la place de Paris**, la compétitivité n'étant plus synonyme de « moins-disant » réglementaire mais de régulation proportionnée, lisible et sécurisante pour les investisseurs et les entreprises. Dans le nouveau contexte post-crise, la place française doit consolider ses atouts actuels tels que la gestion collective « traditionnelle », les techniques de gestion quantitative ou les produits de taux. Mais elle doit aussi développer de nouveaux services innovants, localisés sur le territoire, et ne pas laisser s'expatrier à Londres ou à Zurich des secteurs porteurs tels que

l'investissement dit « socialement responsable » et la gestion alternative encadrée¹.

3. Limiter le risque global et préserver la prise de risque

La régulation financière, grâce à la recherche et à l'enrichissement de l'information, doit **mieux appréhender la complexité** inhérente au système financier et les multiples interactions entre acteurs. Parallèlement, elle doit promouvoir le nécessaire retour à **une plus grande simplicité de l'offre** pour moins faire dépendre le financement de l'économie des résultats de modèles et favoriser la lisibilité et la traçabilité des produits.

La simplification des outils de financement ne signifie cependant pas qu'il faille tendre vers leur standardisation complète ni privilégier les compartiments les moins risqués, tels que le financement obligataire des grands groupes cotés. **La nouvelle régulation doit en effet préserver l'innovation et le financement d'activités économiques risquées mais porteuses de croissance future**, et partant, offrir un cadre juridique stable pour certains segments du capital-investissement (amorçage, capital-risque, capital-développement et capital-retournement).

La surveillance du risque systémique ne requiert donc pas de dissuader tout risque micro-économique. Elle suppose néanmoins de restaurer des incitations rationnelles, d'atténuer la procyclicité et, faute de pouvoir réellement supprimer l'aléa moral, de **limiter les externalités négatives des grands groupes financiers** et de les responsabiliser en renchérissant le coût de l'externalisation du risque, en particulier en matière de titrisation.

Cette nouvelle prise en compte du risque systémique ne doit cependant pas conduire à recréer une trop grande complexité normative. Ce risque n'est aujourd'hui pas absent des projets afférents aux normes de solvabilité bancaire, avec l'accumulation de nouvelles strates de fonds propres (cf. *supra*) qui créent des risques d'interprétation et d'application divergentes.

II. LES AXES D'UNE REFONDATION DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL

Ainsi que cela a été développé dans la première partie, le G 20 a donné une impulsion décisive pour initier ou poursuivre de nombreuses réformes de la supervision et de la régulation financières, qui ont été singulièrement « reprises en mains » par les Etats, et tenter de modifier les comportements des acteurs. Les enjeux du nouveau cadre de surveillance

¹ Développer des fonds de capital-investissement et des hedge funds « onshore » reste un des meilleurs moyens de garantir que l'offre répond à l'objectif de protection des épargnants et dispose de ressources suffisantes et de procédures fiables de contrôle des risques.

financière sont simples dans leur formulation mais indéniablement complexes dans leur traduction opérationnelle : introduire davantage de transparence dans la prise de risques, **limiter les risques qui mettent en péril la stabilité financière, et faire en sorte que les exigences de rentabilité financière prennent mieux en compte ces risques.**

Trois grands axes de réforme doivent dès lors être consolidés et approfondis : atténuer les zones d'ombre et l'hétérogénéité persistantes de la supervision, limiter la procyclicité consubstantielle au système financier et les effets du risque systémique, restaurer dans les comptes et les incitations le prix et la responsabilité du risque.

A. ATTÉNUER LES ZONES D'OMBRE ET L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DE LA SUPERVISION

Il existe actuellement une réelle fenêtre d'opportunité – qui pourrait ne pas durer – pour étendre le champ de la supervision et renforcer la coopération internationale. La convergence d'intérêts est réelle entre les régulateurs nationaux, quoique potentiellement limitée par la volonté implicite d'être « moins-disant » sur le plan réglementaire pour renforcer l'attractivité de la place, et les échanges sur des thématiques transversales se sont intensifiés, notamment sous l'égide de l'OICV.

1. La nouvelle supervision européenne macro et micro-prudentielle

Le 23 septembre 2009, la Commission européenne a publié **cinq propositions législatives** – soit quatre règlements et une décision¹ – sur la mise en œuvre des recommandations du groupe de travail présidé par Jacques de Larosière, qui avaient été remises le 25 février 2009 et approuvées par la Commission et le Conseil en mars. Ce groupe de travail a ainsi préconisé de renforcer la supervision financière à l'échelle européenne, par la création :

- d'un **Comité européen du risque systémique (CERS)**, responsable de la surveillance macro-prudentielle du système financier afin de prévenir ou atténuer les risques systémiques ;

¹ Ces propositions sont les suivantes :

- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil relatif à la surveillance macro-prudentielle du système financier et instituant un Comité européen du risque systémique (E 4777) ;

- proposition de décision du Conseil confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique (E 4778) ;

- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité bancaire européenne (E 4779) ;

- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (E 4780) ;

- proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne des marchés financiers (E 4781).

- et d'un **Système européen de surveillance financière** (SESF), consistant en un réseau d'autorités nationales travaillant en coordination avec trois nouvelles autorités européennes de surveillance (AES). Ces autorités sectorielles succèderaient aux trois comités actuels¹ qui, dans le cadre de la « comitologie », relèvent du « niveau 3 » du processus Lamfalussy, et amélioreraient l'harmonisation des normes et pratiques de surveillance.

a) Le Comité européen du risque systémique

Le premier volet est traité par la proposition de règlement relatif à la surveillance macro-prudentielle et instituant un Comité européen du risque systémique (CERS), complétée par une proposition de décision confiant à la BCE des missions spécifiques relatives au fonctionnement du CERS. Ce comité **ne dispose pas de la personnalité juridique ni d'aucun pouvoir contraignant sur les Etats membres**, et est conçu comme un organisme d'influence et de « réputation », institutionnellement proche de la BCE. L'organisation interne du CERS comprend :

- un conseil général, organe décisionnel de 61 membres², dont 28 ne disposent pas du droit de vote. Avec 29 représentants sur 33, **les banques centrales sont largement majoritaires** au sein des membres disposant du droit de vote. Les décisions du conseil général sont prises à la majorité simple et son président est élu pour cinq ans parmi les membres du Conseil général de la BCE ;

- un comité directeur (« *steering committee* ») de douze membres (**dont cinq gouverneurs de la BCE**³), sous-ensemble du conseil général qui prépare ses réunions et surveille la progression des travaux du CERS ;

- un secrétariat, assuré par les services de la BCE ;

- et un comité consultatif de 61 membres.

Les deux grandes attributions du CERS sont :

- collecter, échanger et analyser des **informations** sur les risques systémiques, ce qui implique un large accès aux données de la BCE, des futures AES (sous forme résumée ou agrégée), et le cas échéant des autorités de surveillance et banques centrales nationales. Sur demande motivée auprès des AES, qui constitue l'exception, le secrétariat du CERS aura accès à des données **individuelles** sur des établissements de nature systémique ;

¹ Le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM), le Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP).

² Soit les gouverneurs des banques centrales nationales, le président et le vice-président de la BCE, un membre de la Commission européenne, les présidents des trois autorités européennes de surveillance, un représentant de chaque autorité nationale de surveillance compétente, et le président du Comité économique et financier.

³ Ainsi que le président et le vice-président du conseil général, les présidents des trois autorités européennes, le président du Comité économique et financier et le membre de la Commission européenne.

- **émettre des alertes et des recommandations** générales ou spécifiques sur les mesures correctives à prendre, adressées à l'ensemble de la Communauté ou à un ou plusieurs Etats membres, ou à une ou plusieurs autorités nationales ou européennes de surveillance. Elles ne peuvent être ignorées dans la mesure où le destinataire doit appliquer le principe « **se conformer ou expliquer** ». Toutes les alertes et recommandations sont transmises au Conseil européen¹, et le CERS décide au cas par cas de leur publicité, une **majorité des deux tiers** du conseil général étant requise.

b) Les trois autorités européennes de surveillance

Les trois autres propositions de règlement instituent respectivement une Autorité bancaire européenne (ABE), une Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et une Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), appelées à fonctionner à partir de 2011, disposant de la **personnalité morale** et dont l'essentiel des caractéristiques de fonctionnement sont communes.

Conformément aux réflexions engagées en 2008, les missions et responsabilités de ces nouvelles autorités sont plus étendues que celles des actuels « comités Lamfalussy » :

- l'élaboration de **normes techniques** d'application de la législation sectorielle concernée, correspondant au niveau 3 du processus Lamfalussy et donnant lieu à l'adoption de règlements ou décisions par la Commission. A la différence des comités actuels, **ces normes sont adoptées à la majorité qualifiée** (et non par consensus) **et ont une portée contraignante** pour la Commission, qui ne peut refuser ces normes, les adopter partiellement ou les modifier que « *lorsque l'intérêt communautaire l'impose* », et en motivant sa décision auprès de l'Autorité concernée. Les AES conservent la faculté de publier des orientations et recommandations non contraignantes à destination des autorités nationales et intermédiaires financiers ;

- une garantie d'**application cohérente des règles communautaires** lorsque le comportement d'une autorité nationale est jugé contraire à la législation européenne, selon un mécanisme en trois phases. Néanmoins si l'autorité nationale ne se conforme pas à la recommandation émise par l'AES, c'est la Commission, après avoir informé l'AES compétente ou de sa propre initiative, qui peut prendre une décision imposant à cette autorité nationale de prendre des mesures spécifiques ou de s'abstenir d'agir ;

- l'adoption de décisions individuelles imposant aux autorités nationales compétentes ou à un établissement financier de prendre des mesures correctives (notamment la cessation d'une pratique) en **situation d'urgence**

¹ Il s'agit par ce moyen, selon les termes de l'exposé des motifs de la proposition, d'accroître la « pression morale » sur le destinataire final.

transfrontalière¹, **dont l'appréciation est du seul ressort de la Commission européenne** ;

- un **mécanisme de règlement des différends** entre autorités nationales de régulation², en **trois phases** : conciliation par l'AES, décision en l'absence d'accord, et décision directement à l'égard des établissements financiers en cas de non-respect par l'autorité nationale concernée ;

- la promotion des meilleures pratiques et d'une **culture commune** en matière de surveillance et la détermination de tâches et responsabilités susceptibles d'être déléguées entre autorités nationales. Les AES doivent faciliter la mise en place d'équipes conjointes et mener régulièrement des analyses réciproques des autorités nationales ;

- **l'analyse micro-prudentielle** des tendances, risques et vulnérabilités dans chacun des trois secteurs, selon une logique ascendante, l'analyse macro-prudentielle du CERS étant descendante (« *top-down* »). A cet égard, des procédures sont prévues pour garantir la collecte et la communication d'information entre les autorités nationales, les AES et le CERS ;

- un **rôle de coopération internationale et de conseil** : les AES ont enfin vocation à être des points de contact pour les autorités de surveillance des pays tiers et peuvent donc conclure des accords administratifs bilatéraux et contribuer aux décisions portant sur l'équivalence des régimes des pays tiers. Elles peuvent également, sur demande ou de leur propre initiative, conseiller les institutions européennes et publier des avis, notamment sur l'évaluation prudentielle des fusions et acquisitions transfrontalières.

Particularité importante, l'Autorité européenne des marchés financiers sera investie du **pouvoir d'enregistrer les agences de notation** de crédit, conformément au compromis trouvé avec le Parlement européen sur la récente proposition de règlement sur les agences de notation. Elle serait habilitée à prendre des mesures en matière de surveillance, telles que **le retrait de l'enregistrement ou la suspension de l'utilisation des notes** de crédit à des fins réglementaires. Elle pourrait également demander des informations et mener des **enquêtes ou inspections** sur place. Ces compétences ne sont pas définies dans la proposition de règlement sur l'AEMF, mais le seront par un acte modifiant le règlement sur les agences de notation³, qui devrait être présenté d'ici le 1^{er} juillet 2010.

¹ Soit « lorsque des circonstances défavorables risquent de compromettre gravement le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité globale ou partielle du système financier dans la Communauté ».

² Par exemple si des mesures ou l'absence de mesures prises par une autorité de surveillance nuit fortement à la capacité d'une autre autorité de protéger l'intérêt des dépositaires, des assurés, des investisseurs ou des clients de services financiers.

³ En l'état actuel, c'est donc un **régime transitoire** qui s'applique : le CESR centralise la demande d'enregistrement, qui est instruite par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine de l'agence.

Une des principales limites à l'action des AES réside dans la **clause de sauvegarde budgétaire**, réclamée par le Royaume-Uni et enjeu politique majeur des négociations, qui est destinée à préserver les compétences budgétaires des Etats membres et permet, le cas échéant, à une autorité nationale de ne pas appliquer une décision d'une AES¹. Cette clause pourrait en particulier être invoquée en cas de difficultés ou faillite d'un groupe bancaire transfrontalier, qui poserait la question du « partage de la charge » financière entre Etats membres.

Chaque autorité est dotée d'un **conseil**, organe décisionnel composé de 32 membres² et d'observateurs, d'un conseil d'administration, d'un président (dont le mandat est de cinq ans, renouvelable) et d'un directeur exécutif. **Deux organes communs** aux trois AES sont prévus : un comité mixte destiné à favoriser la coopération et la cohérence des approches des trois autorités, et une commission de recours de six membres susceptible de statuer sur l'application du droit communautaire, les interventions d'urgence et le règlement des différends.

La transformation des comités actuels en agences autonomes requerra des **ressources humaines et budgétaires supplémentaires**, évaluées avec précision en annexe de chaque directive³. Les sources de financement de chaque agence ne sont pas encore arrêtées, mais devraient se fonder sur une subvention du budget de l'Union européenne, une contribution obligatoire des autorités nationales de surveillance et une redevance des principaux établissements européens pour chaque secteur.

c) La position du groupe de travail sur le « paquet supervision financière » de la Commission européenne

Le groupe de travail approuve totalement la démarche d'évaluation et de prévention des menaces potentielles sur la stabilité financière européenne, incarnée par le futur CERS, qui dispose opportunément d'un mandat large. De même que les banques centrales ont une réelle légitimité institutionnelle et technique pour assurer la surveillance prudentielle, il est logique que le CERS soit placé dans l'orbite de la BCE.

En revanche, le groupe de travail émet les observations suivantes :

¹ Si un Etat membre estime qu'une décision d'une AES empiète sur ses compétences budgétaires, il peut informer l'autorité et la Commission de sa décision de ne pas appliquer cette décision. Si l'AES la maintient, l'Etat membre peut porter l'affaire devant le Conseil (avec effet suspensif), qui dans un délai de deux mois décide à la majorité qualifiée de maintenir ou annuler cette décision. Une procédure accélérée est prévue s'il s'agit d'une mesure d'urgence.

² Soit le président de l'AES concernée (sans droit de vote), le directeur de chaque autorité nationale de surveillance concernée, un représentant de la Commission européenne (sans droit de vote), et un représentant de chacune de deux autres AES (sans droit de vote).

³ Pour leur première année de fonctionnement (2011), le budget prévisionnel des autorités est ainsi évalué à 13,01 millions d'euros pour l'ABE, 13,67 millions d'euros pour l'AEMF et 10,59 millions d'euros pour l'AEAPP. Les effectifs prévisionnels de l'ABE et de l'AEAPP seront de 40 en 2011 puis 90 en 2014, et ceux de l'AEMF de 43 en 2011 et 89 en 2014.

- la composition du comité directeur devrait être conforme aux conclusions du Conseil Ecofin et ne comprendre que **deux gouverneurs de la BCE au lieu de cinq**. En outre, ce comité n'étant pas décisionnaire (puisque son rôle est de préparer les travaux du conseil général), sa représentation n'a pas à refléter celle du conseil général et doit accorder une plus large place aux trois autorités sectorielles, qui disposent de l'expertise technique ;

- il importe que la **transmission au Conseil** de toutes les alertes et recommandations ne conduise pas ce dernier à « filtrer » ou valider tacitement ces documents, pour **ne pas mettre en péril l'indépendance du CERS** ;

- la portée des alertes et recommandations non individuelles (au niveau d'un Etat ou établissement) qu'émet le conseil général, et donc l'effectivité de la prévention des risques, seraient sans doute renforcées si la décision de les publier était prise à la **majorité simple** plutôt que qualifiée, à l'instar des autres décisions du conseil général.

Le groupe de travail salue également le travail accompli par la Commission européenne sur les autorités européennes de supervision, qui fixent le cadre d'une véritable régulation à l'échelle européenne et marquent l'aboutissement de la réforme des comités de niveau 3 initiée sous la présidence française de l'Union européenne, au second semestre de 2008.

L'articulation de leurs pouvoirs avec les prérogatives de la Commission se révèle cependant complexe et laisse encore une **impression d'inachevé ou de transition**, l'étape vers des autorités dotées de véritables pouvoirs contraignants ou d'initiative¹ n'ayant pas été complètement franchie. **Il est en particulier regrettable que les AES ne puissent s'autosaisir pour prendre des mesures d'urgence**, puisque seule la Commission est en mesure de constater la situation d'urgence, de sa propre initiative ou à la demande d'une AES, du Conseil ou du CERS.

Il est également nécessaire de **préciser la portée de la clause de sauvegarde budgétaire**, qui suscite des divergences d'interprétation entre Etats membres. Le groupe de travail estime qu'elle devrait être limitée aux situations appelant une recapitalisation ou la mobilisation de garanties publiques.

Enfin, concernant le pouvoir d'élaborer des projets de normes techniques, le groupe de travail souligne la nécessité de ne pas reproduire les dysfonctionnements trop souvent constatés de la « comitologie », et donc de **veiller à ce que ces normes ne soient pas le réceptacle de tous les différends politiques, ambiguïtés et incertitudes qui peuvent émerger au premier niveau** du « processus Lamfalussy ».

¹ *L'Autorité bancaire européenne et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles peuvent en revanche prendre l'initiative de publier un avis sur une évaluation prudentielle d'une opération de fusion ou acquisition réalisée par toute autorité d'un Etat membre.*

2. Fonds alternatifs : renforcer les garanties concernant les gestionnaires de fonds « offshore »

a) Le « passeport » des gestionnaires de pays tiers : une innovation ambitieuse mais critiquée

Le groupe de travail considère que la proposition de directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs, dont les principales dispositions ont été exposées *supra*, **ne mérite sans doute pas l'opprobre** qui a souvent caractérisé son accueil. Ce texte, qui en soi témoigne du changement d'approche de la Commission européenne sur le système financier, **comporte en effet certaines dispositions opportunes ou bien calibrées**, notamment sur la responsabilité des dépositaires, les conditions d'agrément, le contenu du rapport annuel et des informations fournies aux investisseurs, et certaines exigences spécifiques demandées aux gestionnaires de *hedge funds*¹.

Le texte prévoit plusieurs règles strictes, mais sans tomber dans l'illusion d'un formalisme excessif. **Son champ est également large** puisqu'il englobe tous les fonds non coordonnés, en particulier les *hedge funds* et fonds de capital-investissement, mais aussi des fonds immobiliers, de matières premières et d'infrastructures.

Outre la question des seuils déterminant le champ de l'agrément prévu par la directive (100 millions d'euros pour les fonds recourant au levier et 500 millions d'euros pour les fonds de capital-investissement), la disposition qui concentre les critiques (pour des motifs parfois opposés) est le **traitement des sociétés de gestion établies dans des pays tiers** (gestionnaires *offshore*), qui bénéficieraient après un certain délai d'une extension automatique du « passeport », sous réserve de certaines conditions.

La proposition de directive prévoit ainsi les conditions dans lesquelles les Etats membres, **au terme d'une période de trois ans** après la transposition de la directive, pourront agréer des gestionnaires établis hors de l'Union européenne, dont les fonds ne pourront toutefois être commercialisés qu'auprès d'investisseurs professionnels. L'Etat du gestionnaire devra réunir les conditions suivantes :

- la Commission européenne doit avoir statué sur **l'équivalence** de sa législation en matière de réglementation prudentielle et de surveillance ;
- garantir un accès effectif des gestionnaires de la Communauté à son marché ;

¹ La Commission européenne pourra ainsi fixer, par la procédure de comitologie, des **niveaux maximaux de levier** si cela s'avère nécessaire pour garantir la stabilité et l'intégrité du système financier. Les autorités nationales pourront également limiter le recours au levier dans certaines circonstances exceptionnelles.

- avoir conclu avec l'autorité de surveillance de l'Etat membre un **accord de coopération** permettant de contrôler le potentiel de risque systémique des fonds proposés à la commercialisation¹ ;

- avoir conclu avec l'Etat membre un **accord de coopération fiscale** conforme aux normes énoncées dans l'article 26 du modèle de convention fiscale de l'OCDE.

Il convient de préciser une importante **distinction** entre l'agrément de gestionnaires non-européens et les conditions de commercialisation en Europe (auprès d'investisseurs professionnels) de **fonds domiciliés dans des pays tiers**, indépendamment de l'Etat de domiciliation du gestionnaire. Dans la mesure où la directive est centrée sur l'agrément des sociétés de gestion et non des fonds, la seule condition prévue pour la commercialisation de tels fonds, outre celles relatives à l'agrément du gestionnaire, est l'existence d'un **accord de coopération et d'échange d'informations fiscales** entre l'Etat membre et l'Etat de domiciliation.

La directive prévoit cependant les conditions supplémentaires (équivalence de la réglementation et de la surveillance) dans lesquelles la société de gestion peut **déléguer ou confier certaines fonctions** (administratives, valorisateur et dépositaire) **à des entités établies dans des pays tiers**. Pendant la période de trois ans précitée, les Etats membres pourront autoriser ou continuer à autoriser, selon leur droit national, les gestionnaires à commercialiser sur leur territoire des fonds alternatifs domiciliés dans des pays tiers.

b) Les propositions du groupe de travail

La Commission européenne fait en quelque sorte le pari ambitieux d'une intensification de la coopération entre autorités de surveillance et d'un alignement progressif « par le haut » du niveau de réglementation, par les leviers de l'équivalence et de la réciprocité. A cet égard, les garanties requises pour l'agrément pourraient *a priori* sembler suffisantes. Néanmoins s'agissant d'une directive qui régleme la commercialisation active de fonds présentant un profil de risque plus élevé, et qui sont souvent domiciliés dans des pays non coopératifs ou présentant de faibles garanties de surveillance prudentielle, **le groupe de travail considère que cette démarche d'extension conditionnée du passeport des gestionnaires est prématurée**, notamment pour les raisons suivantes :

- le passeport des sociétés de gestion est une procédure encore nouvelle, introduite très récemment pour les OPCVM (par la directive « OPCVM IV » adoptée par le Conseil le 22 juin 2009) et qui n'envisage pas l'agrément de gestionnaires établis dans des pays tiers ;

¹ *Soit un accord* « qui assure un échange efficace de toutes les informations utiles pour contrôler les implications potentielles des activités du gestionnaire sur la stabilité d'établissements financiers présentant une importance systémique et sur le bon fonctionnement des marchés où le gestionnaire est actif ».

- la notion d'équivalence des réglementations applicables, appelée à être précisée par la Commission, ne présente pas encore de garanties suffisantes de sécurité financière ;

- la protection juridique des investisseurs pourrait être amoindrie, en particulier en cas de litige ou de fraude, dont « l'affaire Madoff » a révélé tout le potentiel. L'image de marque du passeport européen et de l'industrie européenne de la gestion en serait alors affectée.

Le groupe de travail juge donc préférable de **réserver le passeport aux seuls gestionnaires établis dans l'Union européenne** (sans préjudice de la commercialisation de fonds domiciliés dans des pays tiers).

Le groupe de travail considère également que la directive devrait :

- aborder le régime du **placement privé** ;
- préciser les **critères d'indépendance du valorisateur**, qui ne sont pas prévus dans la directive OPCVM IV ;
- prévoir une **obligation**, et non pas une simple faculté, pour l'autorité d'agrément d'imposer des exigences plus strictes au gestionnaire ou au fonds en cas de commercialisation auprès d'investisseurs de détail ;
- être élargie aux **fonds de fonds** accessibles aux investisseurs individuels, en incluant des dispositions qui soient conformes aux recommandations formulées par l'OICV et actualisées en septembre 2009. Il s'agit en particulier d'éviter que ne se produise une nouvelle « affaire Madoff », qui a occasionné d'importantes pertes pour de nombreux investisseurs par le canal des fonds de fonds.

3. Agences de notation : un encadrement bienvenu mais encore transitoire

Le groupe de travail salue les progrès enregistrés avec l'adoption rapide du règlement sur l'encadrement des agences de notation (sous réserve de sa modification ultérieure concernant les compétences de l'autorité européenne des marchés financiers, cf. *supra*), mais estime qu'il s'agit vraisemblablement d'un **texte de transition**. Les aspects suivants devront en effet être précisés ou développés à l'avenir :

- **le rôle de la future AEMF et son articulation avec les autorités nationales**, lorsque le régime transitoire actuel cessera de s'appliquer (cf. *supra*). Il importe que l'AEMF dispose en la matière d'un réel pouvoir décisionnel concernant l'accréditation, le retrait d'agrément, le contrôle et la sanction des agences, et donc qu'elle puisse à terme se substituer aux actuels collèges de superviseurs dans le cas d'agences paneuropéennes. Dans l'attente de la pleine application du règlement modifié en 2010 ou 2011, l'AMF doit en France être explicitement dotée d'un pouvoir de surveillance de ces agences,

que l'article 42 de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, adopté à l'initiative du Sénat, n'avait permis que d'esquisser¹ ;

- la prévention et la gestion des **conflits d'intérêts**, dont les modalités peuvent encore être renforcées malgré les améliorations substantielles apportées par le Parlement européen². Les agences sont par exemple autorisées à fournir des services auxiliaires et doivent s'assurer que ces services « *ne génèrent pas de conflits d'intérêts avec son activité de notation* » ;

- la formalisation du **contrôle interne de la qualité** du processus de notation ;

- et la **coopération avec les Etats-Unis**, où la SEC est également engagée dans un processus de révision du régime d'accréditation des agences, dites « NRSRO » (« *Nationally Recognised Statistical Rating Organisations* »). Il importe dans l'immédiat de **favoriser l'émergence d'agences de notation européennes**, de créer les conditions d'une véritable concurrence et de rompre avec une logique oligopolistique, avant d'envisager de s'orienter vers un processus de reconnaissance mutuelle des agréments délivrés en Europe et aux Etats-Unis.

Considérant la nature des agences de notation, dont l'activité principale est à mi-chemin entre la certification de la solvabilité d'un émetteur et la fourniture d'un bien public, le groupe de travail considère que les agences devraient, à terme, être soumises à un **régime proche de celui des auditeurs et commissaires aux comptes**.

On ne peut enfin éluder les critiques légitimes sur la **référence jugée excessive aux notations dans la méthode standard de « Bâle II »**, qui détermine les exigences de solvabilité des établissements de crédit de petite taille, soit ceux qui n'ont pas les moyens de développer une approche interne sophistiquée. Le groupe de travail estime cependant qu'il n'existe guère d'alternative, dans la mesure où les insuffisances des modèles de notation interne ont également été soulignées.

¹ Les articles L. 544-3 et L. 544-4 du code monétaire et financier prévoient ainsi une obligation de conservation de tous les documents préparatoires pendant trois ans, et que l'AMF publie chaque année un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers.

² L'article 5 de la directive, tel que modifié en première lecture par le Parlement européen, expose le principe de prévention des conflits d'intérêts dans les termes suivants :

« Les agences de notation prennent toute mesure nécessaire pour garantir qu'aucun conflit d'intérêts existant ou potentiel ou relation commerciale les impliquant en tant qu'émetteur d'une notation de crédit ou impliquant leurs dirigeants, leurs analystes de notation, leurs salariés ou toute autre personne physique dont les services sont mis à la disposition ou placés sous le contrôle de l'agence de notation ou toute personne directement ou indirectement liée à elles par une relation de contrôle, n'affecte l'émission de ladite notation de crédit ».

4. Dérivés de gré à gré : ne pas renoncer à une approche européenne de la compensation et de l'information

a) Des engagements internationaux précis mais des risques réels de déséquilibre

Le G 20 a pris des engagements très clairs sur les produits dérivés OTC lors du sommet de Pittsburgh :

- dès lors que les contrats sont standardisés, les produits correspondants devront être échangés sur un marché réglementé ou une MTF (plate-forme électronique) et passer par une chambre de compensation ;
- les autres produits dérivés de gré à gré devront être soumis à des exigences en capital plus élevées ;
- le CSF jouera un rôle central dans le suivi de ces mesures, la prévention des abus de marché (manipulations de cours et délits d'initié) et le cantonnement du risque systémique.

Déclaration des dirigeants lors du sommet du G 20 de Pittsburgh Extrait relatif aux produits dérivés de gré à gré

« Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés (« trade depositories »).

« Les contrats n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées. Nous demandons au CSF et à ses membres d'évaluer régulièrement la mise en oeuvre de ces mesures et déterminer si elles sont suffisantes pour améliorer la transparence sur les marchés de produits dérivés, atténuer les risques systémiques et assurer une protection contre les abus des marchés. »

Le groupe de travail approuve cette démarche, notamment le principe d'une augmentation des normes de fonds propres pour les dérivés non standardisés, **mais réitère ses inquiétudes sur la constitution progressive d'un monopole américain** sur tous les maillons de la chaîne de traitement de ces produits (cf. *supra*), avec la « complicité » passive des banques d'Europe continentale¹.

Il craint également que le « consensus transatlantique » sur la réglementation, mis en exergue par M. Charlie McCreevy et qui se renforce depuis l'été 2009, n'aboutisse finalement, comme sur d'autres sujets (les normes comptables en particulier), à un simple alignement sur des règles et

¹ Nombre d'établissements européens, et en particulier français, recourent en effet aux contreparties centralisées américaines pour compenser des dérivés de crédit en euros ou dont le sous-jacent est domicilié dans la zone euro.

standards conçus par les autorités de marché américaines et une organisation professionnelle privée, dominée par les intervenants anglo-saxons (l'ISDA en l'espèce).

Certes, le marché des dérivés OTC est mondial, le renouveau de la coopération entre autorités en témoigne et il ne s'agit pas de constituer des lignes de fracture artificielles ni d'ériger l'Europe en « forteresse réglementaire ». **Pour autant, une approche réellement « transatlantique » suppose aussi un équilibre entre les intérêts des deux parties**, et donc que ce marché ne soit pas *in fine* dominé par les seules banques d'investissement américaines.

En outre, **le groupe de travail est conscient que la standardisation intégrale des dérivés de gré à gré serait sans doute un objectif irréaliste**, car leur utilisation à des fins de couverture peut justifier une approche « sur mesure » et donc bilatérale et contractuelle. La standardisation généralisée peut aussi indirectement conduire à favoriser la spéculation.

b) Les propositions du groupe de travail

Considérant les nombreux enjeux du marché des dérivés de gré à gré, le groupe de travail défend les principes suivants :

- **standardiser les contrats de dérivés OTC autant que cela est possible**, selon des modalités communes aux Etats-Unis et à l'Europe (ce qui n'est actuellement le cas ni pour l'échelle des coupons fixes ni pour le traitement des restructurations de dette). **La procédure de confirmation électronique et rapide des ordres doit également être généralisée** afin de renforcer la fiabilité et la sécurité juridique des ordres, qui sont fréquemment passés oralement (et enregistrés) compte tenu de l'exigence de réactivité ;

- **ne pas se focaliser sur les seuls CDS**, mais étendre le triptyque « standardisation-compensation-information » aux autres catégories de dérivés de gré à gré, tels que les dérivés sur taux et devises qui représentent des montants notionnels largement supérieurs ;

- promouvoir la création d'une **chambre de compensation pour la zone euro**, localisée dans la zone euro et assurant un traitement *via* le système Target II¹ de la BCE. Compte tenu du retard pris sur les acteurs américains et du risque que les parts de marché déjà acquises ne deviennent durablement captives, une telle chambre devrait être constituée à brève échéance, soit par création d'une structure *ex nihilo*, soit – de préférence – par regroupement ou partenariat entre acteurs existants, tels LCH.Clearnet et Eurex ;

- mettre en place, sous l'égide du CSF ou de l'OICV, des **standards mondiaux de gouvernance des chambres de compensation**, qui traduisent leur rôle de quasi « service public financier » et reflètent la diversité sectorielle ou géographique de l'ensemble des participants ;

¹ Plate-forme unique de règlement-livraison interbancaire des titres et paiements en euros.

- constituer une **base de données européenne sur les dérivés standardisés**, qui serait une alternative à la *Trade Information Warehouse* de la DTCC (cf. *supra*). A défaut, il est impératif que le CSF ou l'OICV défende et fasse respecter un **principe d'accès libre et non-discriminatoire à l'information**, en tant que bien public participant de la stabilité financière ;

- garantir que la directive « Abus de marché » du 28 janvier 2003¹ et la directive du 29 avril 2004² permettront bien de **couvrir tous les produits dérivés négociés sur un marché réglementé ou organisé, en particulier les CDS et les dérivés corrélés aux titres d'un émetteur coté**, et non pas uniquement ceux dont le sous-jacent est une action cotée. Il existe en effet une forte incertitude sur le champ de la directive « Abus de marché »³, alors que selon plusieurs analyses, les CDS ont vraisemblablement été utilisés durant la crise pour des manipulations de cours ou délits d'initié de grande ampleur. S'il se révèle difficile de corriger une interprétation restrictive, la directive devra être rapidement amendée pour que son champ soit le plus extensif possible ;

- il est enfin temps que la Commission européenne propose une **directive sur les infrastructures de post-marché**, perspective qu'elle avait écartée au cours des dernières années au profit d'une autorégulation des acteurs par des codes de bonne conduite, avec un succès mitigé⁴. Une meilleure **harmonisation du régime des dépositaires**, en particulier la clarification des responsabilités de surveillance et de restitution des fonds, permettrait d'assurer une plus grande protection des clients. L'harmonisation de la compensation et du règlement-livraison faciliterait quant à elle l'interopérabilité entre structures et une réduction des coûts globaux de transaction pour les utilisateurs des bourses.

Le groupe de travail estime qu'il est également nécessaire d'approfondir la réflexion européenne et internationale concernant les **produits dérivés sur l'énergie et les matières premières** (« *commodities* »), avant d'envisager une réglementation harmonisée qui permette de limiter les effets déstabilisants de la spéculation et d'encourager les pratiques de couverture de risque. La vigilance est en particulier de mise sur les *futures* contractés dans une optique spéculative par les agents dits « commerciaux », qui n'ont pas d'intérêt sur le sous-jacent et privilégient un dénouement en

¹ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, dite directive « Abus de marché ».

² Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes.

³ Celle-ci vise les « instruments financiers », parmi lesquels les produits dérivés dont elle établit une liste : contrats à terme, options, futures, instruments dérivés sur produits de base, swaps sur taux d'intérêt, devises et actions, mais **pas sur le risque de défaut** (soit les CDS).

⁴ Notamment sur la comparabilité des services et des prix ou sur la séparation comptable des activités d'infrastructures des dépositaires centraux et des activités concurrentielles.

numéraire. A cet égard, l'AMF pourrait renforcer son dialogue avec la CFTC, l'autorité américaine qui supervise ce type de produits.

De même, il est indispensable de **clarifier la nature juridique des quotas de CO₂ et de mettre en place un véritable cadre européen de régulation** de ces instruments. L'importance croissante de ce marché dans les relations économiques crée en effet de nouvelles opportunités d'abus et requiert d'emblée une approche harmonisée.

5. Encadrer les pratiques de marché opaques ou facteur de volatilité

a) Le risque d'un marché à deux vitesses et centré sur lui-même

Les pratiques de marché peu ou pas transparentes ne sont pas en soi à l'origine de la crise, mais **elles en ont amplifié certains effets** (les ventes à découvert par exemple) et pourraient être à l'origine d'une prochaine crise. Elles contribuent aussi à **soustraire une partie de la valeur ajoutée et du profit** que devraient se partager les intervenants sur les marchés (émetteurs, intermédiaires et investisseurs), au bénéfice d'acteurs contrôlés par les grandes banques d'investissement.

Au bout du compte, **c'est bien le financement des entreprises et de l'économie « réelle » qui risque de pâtir de cette tendance de fond**, alors que le rôle primordial des marchés financiers est bien de leur fournir une alternative au crédit bancaire pour franchir plus rapidement des stades de développement. De même, la sophistication croissante des pratiques de marché crée un **effet d'éviction et d'intimidation auprès des investisseurs profanes**, déjà très éprouvés par la crise et qui ne peuvent que constater avec dépit qu'un marché où dominent l'hyper-réactivité et la technique n'est manifestement « pas fait pour eux ».

Ainsi qu'il a été exposé plus haut, la directive MIF, en supprimant la possibilité d'opter au plan national pour le monopole des marchés réglementés, a non seulement considérablement modifié le modèle économique et l'environnement concurrentiel des marchés boursiers, mais a également **renforcé l'impact de la technologie** (*trading* à « haute fréquence » et « logarithmique » en tête) sur les arbitrages, la segmentation des activités de négociation et la structuration du profit.

La concurrence entre plates-formes d'exécution n'est ni un repoussoir, ni la panacée. Elle peut être bénéfique au client en exerçant une pression tarifaire sur des marchés réglementés oligopolistiques, mais ne doit pas se traduire par un retour en arrière en matière de transparence et d'égalité d'accès. **Elle conforte également une tendance à la « cartellisation » des marchés financiers dans les mains des banques.**

On ne peut cependant guère anticiper que l'actuelle montée en puissance des MTF signifie à terme la fin des marchés réglementés, car ces

plates-formes « achètent » des parts de marché sans faire la preuve de leur rentabilité (la plupart sont déficitaires), de sorte que leur modèle économique est sujet à caution. En outre, elles sont vulnérables au risque opérationnel lorsqu'elles ne disposent pas de centre informatique de secours. Les plates-formes alternatives de négociation sont donc des « **activateurs** » de **concurrence**, mais pas nécessairement des *challengers* crédibles à long terme. En outre, la pression concurrentielle tend actuellement à se déplacer vers les maillons aval du post-marché.

Il est donc probable que ces marchés seront à court ou moyen terme soumis à un mouvement de concentration, dont les marchés réglementés ne sortiront sans doute pas perdants (le cas échéant par acquisition des MTF¹), mais il n'en demeure pas moins nécessaire d'assurer une meilleure supervision des marchés non réglementés.

b) Les propositions du groupe de travail

1) Des pratiques à proscrire ou à encadrer en cas de fortes turbulences de marché

Les préconisations du groupe de travail portent tant sur les pratiques susceptibles d'exercer des effets procycliques ou déstabilisants que sur celles qui faussent la perception de l'actionnariat et le prix du contrôle d'une société cotée.

Le groupe de travail considère qu'il est nécessaire de freiner la « course technologique » sur les marchés, et recommande :

- **d'interdire la cotation à plus de deux décimales et les ordres dits « flash »** (ainsi que l'a décidé la SEC en septembre 2009), ces derniers constituant une entorse manifeste au traitement équitable des investisseurs² ;

- **de prévoir un temps minimal** (plusieurs secondes) **de présence d'un ordre dans le carnet d'ordres central** d'un marché, de sorte que la structuration du carnet d'ordres puisse être perçue par un regard humain, et non pas uniquement par des programmes informatiques ;

- d'étudier l'opportunité **d'interdire les « dérivés sur dérivés »**, tels que les CDO dits « *square* », qui constituent un facteur inutile de complexité.

Il est indispensable d'établir une doctrine pérenne et coordonnée entre les principaux régulateurs boursiers, ainsi que de consolider une base légale sur les **ventes à découvert**. Ce régime harmonisé s'appliquerait en période « normale » et en période de trouble exceptionnel sur les marchés, ainsi que l'a recommandé un groupe de travail de l'AMF dans son rapport publié en février 2009. Il serait ainsi prévu :

¹ Le London Stock Exchange a ainsi annoncé, début octobre 2009, être en négociation exclusive pour acquérir la plate-forme Turquoise, détenue par huit banques.

² Le « flash trading », technique utilisée notamment sur le Nasdaq, permet à certains intermédiaires, grâce à des programmes informatiques sophistiqués et moyennant des frais, d'avoir accès aux ordres d'achat ou de vente de titres quelques millisecondes avant les autres investisseurs.

- **en période « normale »** : un dispositif efficace destiné à faire respecter la date normale de règlement-livraison et de transfert de propriété (en France, 3 jours après la transaction), et une exigence commune en matière d'information du régulateur et du marché quant aux ventes à découvert ou aux positions nettes à la baisse. Une réflexion commune doit également être menée sur **l'opportunité d'une interdiction des ventes à découvert partiellement ou totalement « nues »**, c'est-à-dire sans emprunt préalable des titres ou engagement de les livrer à l'acheteur à l'échéance ;

- **en période « exceptionnelle »** : une procédure d'information et de concertation entre régulateurs dès lors que l'un d'eux décide de limiter ou d'interdire temporairement les ventes à découvert sur certaines valeurs. Chaque régulateur national doit en effet pouvoir compter sur le concours de ses homologues pour garantir l'efficacité des mesures prises, en particulier sur les systèmes multilatéraux de négociation qui traitent les mêmes valeurs à l'étranger. Au plan européen, une telle procédure pourrait ainsi s'inspirer de ce que la directive MIF prévoit pour la suspension des négociations¹.

De manière générale, l'AMF devrait être dotée, en cas d'urgence et de menace imminente pour la stabilité et l'intégrité des marchés, du pouvoir de **suspendre ou interdire pour une durée illimitée toute pratique litigieuse**.

2) Mieux prévenir les prises de contrôle rampantes

Le groupe de travail tient également à exprimer sa préoccupation sur les montages et techniques qui permettent les prises de contrôle « rampantes » et d'agir en tant qu'actionnaire « occulte », en se soustrayant au régime de l'offre publique d'acquisition obligatoire ou sans payer un prix équivalent à celui qui résulterait d'un processus ordonné et transparent à l'égard des autres intervenants sur le marché. Sont ainsi plus particulièrement concernés :

- les **prêts et emprunts de titres**, qui devraient être soumis à une obligation précise d'information du marché (investisseurs et émetteurs) ;

- et toute **exposition économique** sur un émetteur, supérieure à la détention juridique d'actions et résultant de positions sur des dérivés sans dénouement en titres, tels que les « *contracts for difference* » (CFD). Cette problématique est particulièrement importante en matière de **déclaration de franchissement de seuils**, dont le régime a été modifié en France par une ordonnance du 30 janvier 2009², ratifiée par le Sénat le 9 juin 2009 à l'occasion de l'examen de la proposition de loi tendant à favoriser l'accès au crédit des PME.

Sont donc désormais assimilés aux actions, dans l'« assiette » de la déclaration de franchissement, **tous les produits dérivés conférant au**

¹ Lorsque le régulateur d'un marché réglementé décide de suspendre la cotation d'une valeur déterminée, les autres régulateurs concernés doivent s'engager, sauf exception dûment justifiée, à relayer la mesure sur leurs propres marchés.

² Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 relative aux rachats d'actions, aux déclarations de franchissement de seuils et aux déclarations d'intentions.

porteur le droit d'acquérir des actions de sa seule initiative, tandis que d'autres produits dérivés, dont les CFD, font l'objet d'une information séparée¹. Cette extension partielle du champ de la déclaration ne va pas aussi loin que les préconisations d'un groupe de travail de l'AMF, qui privilégiait une assimilation extensive. Votre rapporteur général, rapporteur de la proposition de loi précitée, avait cependant constaté qu'une telle disposition posait de réelles difficultés pratiques de mise en œuvre, et jugé « *préférable, du moins dans un premier temps, de s'en tenir à ce traitement différencié (assimilation et information séparée) et d'en faire un bilan d'ici deux ou trois ans, pour, le cas échéant, introduire cette assimilation extensive* ».

Dans des cas *a priori* rares mais impliquant des volumes élevés, le recours aux CFD a permis à un actionnaire, avec la « complicité » d'une banque, d'acquérir soudainement une fraction substantielle du capital d'un émetteur sans se soumettre aux déclarations intermédiaires de franchissement de seuil. Si ce type de pratique contraire au principe de transparence venait à se développer, le groupe de travail considère que **le régime des déclarations devrait être à nouveau rapidement modifié en vue d'élargir son périmètre**.

6. La protection de l'investisseur, au cœur du nouvel ordre public financier

La crise a révélé combien le consommateur de services financiers, emprunteur ou épargnant, avait été le « **maillon faible** » de la **chaîne de conception et de commercialisation de produits**, en particulier aux Etats-Unis. Certes, la protection du consommateur semble mieux assurée en France que dans ce pays, eu égard notamment à la jurisprudence de la Cour de cassation sur le devoir d'information et de conseil (et son corollaire le devoir de mise en garde), aux principes déontologiques imposés par la directive MIF et au mandat clair de l'AMF en matière de protection de l'épargnant.

Il n'en reste pas moins que la « mévente » et le manque de diligences des conseillers commerciaux sont des risques toujours présents², susceptibles de créer des distorsions dans l'allocation des ressources et des situations de surendettement ou de perte en capital, et incidemment de nuire à la perception de l'utilité des marchés financiers.

¹ Cette information porte donc sur :

- les titres qui donnent accès aux actions à émettre et aux droits de vote qui y sont liés ;
- les actions ou les droits de vote qui peuvent être acquis par le déclarant en vertu d'un accord ou d'un instrument financier à condition que le dénouement physique (livraison des actions) ne dépende pas de la seule initiative du déclarant ;
- les actions déjà émises et les droits de vote sur lesquels portent des accords ou des instruments financiers qui se dénouent exclusivement en numéraire et qui ont pour le déclarant le même effet économique que s'il les détenait.

² Comme en témoignent des contentieux sur le placement abusif de certaines sociétés récemment introduites en bourse.

Bien qu'elle ne traduise que partiellement la logique de régulation par objectif (modèle dit « *twin peaks* », cf. *supra*), la réforme en cours de l'architecture française des autorités de supervision du système financier **devrait permettre** – du moins c'est un des objectifs affichés – **de mettre en œuvre une surveillance plus cohérente et étroite des pratiques de commercialisation**, quel que soit le canal de distribution.

Le groupe de travail estime cependant que l'architecture française de supervision devrait être plus conforme à la logique « *twin peaks* » et que l'AMF devrait être la « gardienne » de la déontologie de la distribution de l'ensemble des produits d'épargne, quel que soit le réseau. Son champ d'action inclurait par conséquent l'assurance-vie et les livrets rémunérés.

Les modalités d'exercice de ce contrôle devraient être centrées sur la fiabilité des procédures du prestataire et l'honnêteté de l'information donnée au client, selon des principes d'intelligibilité, d'adaptation et de pertinence, plutôt que sur le respect d'un formalisme élevé, dont l'exemple du crédit à la consommation a montré les limites.

En revanche, **le groupe de travail n'a pas arrêté de position sur une extension éventuelle de son mandat à l'ensemble des produits financiers**, qui comprendrait le crédit (à la consommation, immobilier ou aux entreprises) et les services bancaires fournis dans le cadre des conventions de compte.

Le groupe de travail recommande également :

- la reprise par l'AMF et la future autorité de contrôle prudentiel des compétences actuellement exercées par la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF) ;

- l'extension, au-delà des seuls organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), du « document d'information clef à l'investisseur » (« *key investor information* »), qui est appelé à remplacer le prospectus simplifié dans la commercialisation des fonds d'investissement ;

- d'examiner l'opportunité économique et juridique de la création d'un statut de « **courtier en produits financiers** », qui résulterait de la fusion des statuts de démarcheur bancaire et financier et de conseiller en investissements financiers, voire également de courtier en assurances. Bien qu'il marque un progrès par rapport aux régimes antérieurs, inadaptés et segmentés, le statut de démarcheur, introduit en 2003 par la loi de sécurité financière précitée, se révèle en effet d'une grande complexité et n'est que partiellement appliqué dans les faits¹.

¹ En effet, de nombreux cabinets de défiscalisation et de gestion de patrimoine contactent directement les prospects en présentant leur intervention comme du « conseil », et sans être en mesure de leur fournir un numéro d'enregistrement dans le fichier des démarcheurs.

En définitive, l'importance prise par certains segments et fonctions du système financier au regard des impératifs de cantonnement des risques et de transparence peut conduire à **redéfinir le champ de l'ordre public financier**, applicable à tous les produits et acteurs. Ce champ, qui comprendrait l'information (en tant que bien public), l'adéquation du produit au client, la sanction des délits (qui est par définition au cœur de l'ordre public) et les fonctions de post-marché, implique des obligations renforcées pour les participants.

B. LIMITER LA PROCYCLICITÉ ET LES EFFETS DU RISQUE SYSTEMIQUE

1. Normes comptables : l'heure de vérité ?

L'IASB est engagée depuis quelques mois dans un processus de consultation sur la réforme, en trois phases, de la norme IAS 39 sur la valorisation et la comptabilisation des instruments financiers. Bien que le communiqué final du sommet du G 20 à Pittsburgh n'ait malheureusement consacré que quelques lignes à cette démarche¹, **elle revêt la plus haute importance car elle détermine, pour une large part, la stabilité du système financier** et traduit la volonté ou l'inertie des régulateurs quant à la mise en place d'un cadre harmonisé au niveau mondial.

Le projet de nouvelle classification comptable des instruments financiers, tel qu'il a été publié par l'IASB en juillet 2009, n'incite pas à l'optimisme, malgré une intention louable de simplification, car il contribuerait à élargir le champ des instruments comptabilisés à la valeur de marché (cf. *supra*). **Il semble donc que perdre un certain dogmatisme de la « juste valeur », qui n'est pas plus souhaitable que celui du « coût historique ».** En revanche, le projet constituant la deuxième phase traduit une meilleure harmonisation avec les normes prudentielles, par l'introduction du principe des « pertes attendues ».

Dans ces conditions, **le groupe de travail appelle les Etats membres et la Commission européenne à « maintenir la pression » politique sur l'IASB** pour qu'une conception pragmatique de la valorisation, fonction de l'horizon de détention et du niveau de liquidité, puisse *in fine* l'emporter. **Le cas échéant, les institutions européennes devront renoncer à appliquer la nouvelle version de la norme IAS 39**, et en quelque sorte l'« européeniser ». L'objectif de convergence avec les normes US GAAP serait certes mis à mal, mais celle-ci ne peut être recherchée à n'importe quel prix et devient une

¹ *Les chefs d'Etat et de gouvernement ont ainsi déclaré* : « Nous invitons nos organismes en charge des normes comptables internationales à redoubler d'efforts pour élaborer un ensemble unique de normes comptables mondiales de grande qualité dans le cadre de leur processus indépendant de fixation des normes, et à **achever leur projet de convergence d'ici juin 2011. Le cadre institutionnel de l'IASB doit encore améliorer la participation des différentes parties prenantes** ».

priorité de second rang par rapport à l'atténuation de la volatilité et de la procyclicité des bilans.

En dernière instance, il serait également envisageable de **remettre en cause le principe même de l'importation dans le droit communautaire des normes internationales** élaborées par l'IASB, tel qu'il a été posé par le règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 concernant l'application des normes comptables internationales.

En termes de **gouvernance**, il est à tout le moins nécessaire d'appliquer l'instruction des dirigeants du G 20 sur l'amélioration de la participation des différentes parties prenantes. Il importe également de consolider le rôle du nouveau « comité directeur » (« *steering committee* ») auprès de l'IASB et, par l'intermédiaire du Conseil Ecofin, de fixer des orientations politiques claires en amont pour limiter les risques de réaction « épidermique » en aval.

2. Disposer d'instruments variés pour identifier et sanctionner le risque systémique

a) Un éventail plus diversifié d'instruments de mesure du risque des banques

Le groupe de travail partage les orientations présentées par le Comité de Bâle pour réformer les exigences de solvabilité bancaire, ainsi que les échéances *a priori* raisonnables fixées par les dirigeants du G 20, soit **l'élaboration des nouvelles règles harmonisées d'ici fin 2010 et leur application d'ici fin 2012.**

Ainsi qu'il a été relevé *supra*, **le risque est néanmoins de fonder les espérances d'une nouvelle stabilité financière exclusivement sur un ratio de fonds propres devenu plus complexe et segmenté que l'actuel.** Le champ potentiel d'application des normes de fonds propres a en effet été notablement enrichi ces derniers mois. Il tend à dépasser le seul cadre de la solvabilité, au titre du « provisionnement contracyclique » ou en tant que sanction à la prise excessive de risques tels que l'impact systémique de l'établissement, la présence de filiales et activités dans des pays non coopératifs, l'exposition aux activités de titrisation et de négociation pour compte propre, ou une politique de rémunérations variables non soutenable.

Tous ces objectifs sont isolément pertinents mais leur cohérence globale doit aussi être envisagée. « L'arme » des fonds propres doit être utilisée avec fermeté mais prudence, **sous peine d'inciter les banques à recourir à de nouveaux artifices bilantiels pour les optimiser**, ce qui serait contre-productif.

Le groupe de travail recommande donc de ne pas « tout miser » sur un plus grand raffinement de la pondération des fonds propres et de recourir à d'autres indicateurs plus simples sur le levier du bilan, la liquidité et

les expositions à diverses contreparties et classes d'actifs (CDS, obligations à haut rendement et *hedge funds* en particulier).

Les critiques formulées par les banques françaises sur le ratio de levier sont légitimes mais ne doivent pas conduire à condamner d'avance cet instrument, aussi fruste en apparence soit-il. L'appréciation de ce ratio par le CSF et les autorités prudentielles dans le cadre du « deuxième pilier » de Bâle II **doit en tout état de cause tenir compte des différences de comptabilisation aux Etats-Unis et en Europe**, car elles induisent des écarts sensibles dans l'appréciation du périmètre du bilan. Ce n'est qu'après une harmonisation du mode de calcul que l'on pourra envisager d'intégrer ce ratio dans le premier pilier, c'est-à-dire la réglementation des fonds propres.

Au-delà des outils de mesure, la simulation de la résistance au risque en situation récessive permet d'entretenir la vigilance et de prendre le cas échéant les mesures correctrices nécessaires. **La démarche des « stress tests » n'est pas nouvelle mais elle doit être harmonisée, pérennisée et rendue systématique.**

Le CSF et le Comité de Bâle doivent donc établir conjointement une méthodologie et des hypothèses précises d'élaboration de ces tests. Ils seraient ensuite mis en œuvre par les autorités prudentielles des Etats du G 20 selon une périodicité régulière, par exemple **tous les six mois**. Ils devraient également être **publiés** en descendant au niveau de chaque établissement, ou le cas échéant, pour éviter des distorsions concurrentielles et une surréaction des déposants, par pays et/ou par catégorie d'établissement selon leur taille et leur activité dominante.

b) Matérialiser le coût de l'assurance systémique

Après la faillite de *Lehman Brothers*, **les Etats et banques centrales sont de facto devenus les réassureurs en dernier ressort** des grandes institutions financières. Une telle situation est susceptible de se reproduire et ne permet pas de neutraliser durablement l'aléa moral, donc l'exposition anticipée aux risques, *a fortiori* lorsque cet aléa n'a pas de réelle contrepartie en termes de coût du risque. Le groupe de travail considère donc qu'il serait opportun **d'acter la possibilité de l'intervention publique mais de la tarifier par une sorte de « prime d'assurance systémique » ou de « collatéralisation » de ce risque.**

Les projets relatifs à l'augmentation des exigences en fonds propres pour certaines activités risquées ou seuils d'impact systémique s'inscrivent dans cette démarche. On pourrait également envisager, en France, de **substituer, à produit fiscal constant, une « taxe de risque systémique » à la taxe sur les salaires, dont le taux serait progressif et l'assiette spécifique,**

par exemple le produit net bancaire¹ et la taille relative du portefeuille de négociation.

Le risque systémique doit également être mieux pris en compte dans le droit de la concurrence, afin d'anticiper les effets d'une opération de fusion ou absorption sur la stabilité et la sécurité financières globales, et non pas uniquement en termes de cartellisation, de position dominante ou d'augmentation du bien-être des consommateurs. En France, la future autorité de régulation prudentielle devra raffermir ses liens non seulement avec l'AMF, mais encore avec l'Autorité de la concurrence.

Enfin le groupe de travail considère qu'il serait logique, à moyen ou long terme, de mettre en place une **garantie centralisée des dépôts à l'échelle de la zone euro**, selon un fonctionnement analogue au fonds de garantie français, qui est alimenté par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Cette garantie consoliderait la protection des épargnants contre les faillites systémiques et s'inscrirait dans la continuité du relèvement du plancher de garantie (par la directive 2009/14/CE du 14 mars 2009, cf. *supra*).

C. RÉINTRODUIRE LA RESPONSABILITÉ ET LE PRIX DU RISQUE

Ainsi que l'a écrit François Ewald², **la crise actuelle est « une immense crise de la responsabilité »**, des grands établissements – qui captent les profits et spéculent sur la forte probabilité d'un sauvetage public – comme de leurs dirigeants. Bien qu'il soit souvent délicat de mêler droit, morale et économie, on ne peut désormais plus se fonder uniquement sur le postulat de la maximisation de l'utilité des agents. Il est donc nécessaire de **réhabiliter le sens de la responsabilité individuelle**, qui permet de ne pas s'engager dans la voie sans doute trop ambitieuse de la réglementation exhaustive.

Cette responsabilité repose naturellement sur la fermeté de la volonté et des valeurs de chacun ; **elle peut aussi être renforcée par des mesures qui font apparaître et assumer plus clairement le vrai coût du risque.**

1. La responsabilité des dirigeants et opérateurs de marché

a) Les bonus des opérateurs de marché : discipline et rationalité économique

1) Les décisions encourageantes mais inégalement contraignantes du G 20

La question des « bonus » des opérateurs de marché a monopolisé les débats européens à la fin de l'été 2009, de façon sans doute excessive mais en

¹ Le critère du produit net bancaire peut certes apparaître « simpliste », mais il reste révélateur de l'interconnexion avec l'économie réelle (lorsque l'activité de crédit et dépôts est majoritaire) ou de l'exposition aux risques de marché (dans le cas d'une banque d'investissement) ;

² In *Les Echos*, 13 octobre 2009.

mettant opportunément en exergue une dérive manifeste des incitations. Le niveau parfois indécent des rémunérations variables, *a fortiori* dans les établissements ayant bénéficié de fonds publics, est ainsi devenu un symbole des excès de la « financiarisation » et de la déconnexion de certains acteurs de marché. **Les incitations individuelles doivent donc être rationnelles, conditionnées et symétriques pour éviter une situation du type « pile je gagne, face tu perds ».**

Les chefs d'Etat et de gouvernement du G 20, lors du sommet de Pittsburgh, ont pris des engagements relativement précis et qui **reprennent pour une large part les orientations défendues par l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France**, à l'initiative de cette dernière. Le CSF est également chargé du suivi de la mise en œuvre de ces nouvelles normes et de proposer, d'ici mars 2010, d'éventuelles mesures supplémentaires. Certaines nuances parfois importantes rendent toutefois ces dispositions globalement moins contraignantes que ce qui a été acté par le Gouvernement et la Fédération bancaire française (FBF) le 25 août 2009¹ :

- **les bonus annuels garantis ne sont pas interdits**, mais il s'agit simplement « *d'éviter* » ceux qui pourraient l'être sur plusieurs années ;

- une partie « *significantive* » de la rémunération variable doit être **versée en actions et titres similaires** (soit des bons de souscription d'actions), sans qu'il soit précisé si cette fraction est majoritaire ou non. En revanche, il est bien prévu que l'horizon du bénéfice de ces titres soit aligné sur celui des risques pris ;

- les modalités d'alignement de la rémunération des cadres dirigeants et opérateurs sur les performances et risques ne sont pas mentionnées ;

- il est opportunément prévu un principe de transparence des structures et politiques de rémunérations, mais pas ses modalités (bilan de l'année écoulée et perspectives futures mentionnées dans le rapport annuel, résolutions individuelles...) **ni les pouvoirs dont disposerait l'assemblée générale des actionnaires** (vote consultatif ou contraignant) ;

- le **plafonnement** des rémunérations variables est envisagé, non en montant (ce qui eût été effectivement irréaliste voire inéquitable au regard d'autres secteurs qui ont fréquemment recours à ce mode de rémunération), mais en proportion des revenus nets totaux et uniquement si ces rémunérations ne sont pas suffisamment couvertes par les fonds propres. La portée de cette disposition n'est pas très claire, mais implique que le régulateur bancaire puisse apprécier le niveau de sous-capitalisation et imposer le nouveau référentiel de calcul des rémunérations ;

- le principe **d'indépendance des comités de rémunération** est posé, mais ses modalités ne sont pas précisées.

¹ Et dont M. Michel Camdessus, nommé le 11 septembre 2009 personnalité qualifiée en charge de l'analyse des rémunérations des opérateurs de marché, doit assurer le suivi.

En revanche **les pouvoirs des régulateurs bancaires en matière de politique et de structure de rémunérations sont clairement affirmés**, aussi bien en situation « normale » qu'en cas d'intervention des pouvoirs publics. M. Ben Bernanke, président de la Fed, comme M. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, ont chacun indiqué peu avant le sommet de Pittsburgh que le régulateur bancaire était prêt à examiner ces pratiques et à prendre des sanctions le cas échéant. La proposition de la Fed irait toutefois plus loin puisqu'au-delà de sa compétence générale de contrôle sur les 5.700 holdings bancaires et 862 banques régionales « à charte » (« *state chartered banks* »), elle disposerait d'un **pouvoir d'approbation préalable** pour les 25 institutions les plus importantes.

**Déclaration des dirigeants lors du sommet du G 20 de Pittsburgh
Extrait relatif aux politiques de rémunération**

« Les rémunérations excessives dans le secteur financier ont à la fois reflété et favorisé une prise de risque excessive. La réforme des politiques et des pratiques de rémunération est un élément essentiel de notre volonté d'accroître la stabilité financière. Nous souscrivons entièrement aux normes de mise en oeuvre du Conseil de stabilité financière visant à assujettir les rémunérations à la création de valeur à long terme, à une prise de risque qui ne soit pas excessive, notamment :

« (i) en évitant les bonus garantis sur plusieurs années ;

« (ii) en demandant qu'une partie significative des rémunérations variables soit étalée dans le temps, liée aux performances, soumise à un dispositif de malus et versée sous forme d'actions ou de titres similaires et sous la condition que cela crée des incitations alignées sur la création de valeur à long terme et l'horizon de temps du risque ;

« (iii) en veillant à ce que la rémunération des cadres dirigeants et des autres employés ayant un impact matériel sur l'exposition de l'entreprise aux risques soit alignée sur les performances et les risques ;

« (iv) en rendant les politiques et les structures de rémunérations des entreprises transparentes par le biais d'obligations de publication ;

« (v) en limitant la rémunération variable à un pourcentage des revenus nets totaux lorsque celle-ci n'est pas compatible avec le maintien d'une base de capital solide ;

« et (vi) en veillant à ce que les comités des rémunérations agissent en toute indépendance.

« Les superviseurs doivent être chargés d'examiner les politiques et les structures de rémunération des entreprises en ayant à l'esprit les risques institutionnels et systémiques et, si cela est nécessaire pour désamorcer des risques supplémentaires, d'appliquer des mesures correctives, telles que des exigences accrues en matière de fonds propres, aux entreprises qui ne mettent pas en oeuvre des politiques et des pratiques de rémunération saines. Les superviseurs doivent pouvoir modifier les structures de rémunération dans le cas d'entreprises défailtantes ou qui nécessitent une intervention exceptionnelle des pouvoirs publics.

« Nous demandons aux entreprises de mettre en oeuvre immédiatement ces pratiques de rémunération saines. Nous chargeons le CSF d'assurer le suivi de la mise en oeuvre des normes et de proposer d'ici mars 2010 les mesures supplémentaires qui seraient nécessaires. »

2) Les propositions du groupe de travail

Dans son document adressé au Président de la République le 16 septembre 2009, **le groupe de travail commun de l'Assemblée nationale et du Sénat sur la crise financière internationale a proposé des mesures plus strictes ou précises sur certains points**, que le groupe de travail de la commission des finances reprend naturellement à son compte :

- prévoir un régime harmonisé de publication, dans le rapport annuel, des rémunérations les plus élevées (50 ou 100, curseur à fixer) dans les établissements financiers cotés ;

- interdire les bonus **annuels** qui seraient garantis quels que soient les résultats, alors que le régime depuis peu applicable en France prévoit seulement l'interdiction des bonus garantis **au-delà d'un an** ;

- interdire toute distribution de bonus qui ne serait pas adossée à une performance mesurée par des critères précis, ainsi que cela est prévu pour les dirigeants de sociétés cotées depuis la loi « TEPA » du 21 août 2007 ;

- indexer les rémunérations variables non seulement sur la performance individuelle de l'opérateur, mais encore sur les résultats de l'entité opérationnelle et de l'entreprise, en trois tiers par exemple¹ ;

- **étaler sur au moins trois ans une fraction au moins égale aux deux tiers de la rémunération variable, avec une clause de « clawback »** (retenue ou restitution en cas de résultats négatifs ultérieurs), applicable rétroactivement à l'ensemble de la rémunération variable perçue. Dans le régime actuel, jusqu'à la moitié du bonus peut être versé ou garanti (au moins la moitié, en moyenne, étant étalée sur trois ans), voire les deux tiers si la restitution de la première fraction étalée n'est pas rétroactive ;

- prévoir un **paiement majoritairement en titres** (de préférence aux « *stock-options* », dont le cours d'exercice constitue une variable d'ajustement parfois commode) plutôt qu'en numéraire, et placer sous séquestre la rémunération étalée ;

- accorder un droit de regard et de veto de l'Etat sur les rémunérations des dirigeants des banques dès lors qu'il en assume directement le risque systémique (par recapitalisation ou garantie) ;

- interdire tout mandat public avec les établissements financiers (nationaux ou sous contrôle étranger) qui ne se conforment pas aux nouvelles dispositions et en publier la liste.

¹ Dans la mesure où les rémunérations variables ne sont pas calculées d'après les performances financières globales de la société mais uniquement sur le résultat individuel et les performances des centres de profit que sont les départements de négociation pour compte propre et d'ingénierie, les opérateurs de marché n'ont guère d'intérêt à coopérer avec les services du contrôle interne qui pourraient limiter leurs bonus, et sont incités à sous-estimer les risques.

Afin d'accompagner cette « remise en ordre » des modalités de détermination des bonus, le groupe de travail préconise également les deux mesures suivantes :

- **interdire l'octroi de « retraites-chapeaux »**, car elles ne traduisent pas la rémunération d'une performance mais la volonté d'améliorer le taux de remplacement par rapport à une rémunération qui ne constitue pas la « norme » d'une carrière ;

- **étendre le principe de la rétribution de la performance aux fonctions de contrôle et de « back office »**, afin de revaloriser ces services trop dénigrés – comme l'a illustré « l'affaire Kerviel » – car perçus comme de simples centres de coûts. Les critères de rémunération seraient sans doute plus difficiles à concevoir, la performance étant en ce domaine moins « objectivable », mais n'en constituent pas pour autant un obstacle dirimant.

b) La responsabilité des dirigeants face aux risques financiers

Les dirigeants d'entreprises, en particulier d'établissements financiers, ont des **responsabilités fiduciaires** à l'égard de ceux qui les ont nommés et le devoir d'assumer les risques qu'ils font prendre à leur société, sanctionnés par la révocation (sans contrat de travail « de secours »...) ou une rémunération variable substantielle.

On peut ainsi rappeler que la **section 404 de la loi « Sarbanes-Oxley »** avait tiré en 2002 les conséquences des malversations constatées au sein d'Enron et Worldcom, en prévoyant un régime strict de responsabilité du directeur général et du directeur financier, reposant notamment sur la certification personnelle des comptes et l'établissement d'un rapport sur les procédures de contrôle en matière comptable et financière.

En France, les articles L. 225-37 et L. 225-68 du code de commerce, originellement introduits par l'article 117 de la loi de sécurité financière, précitée, ont introduit l'obligation pour le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance des sociétés cotées de rendre compte, dans un rapport joint au rapport annuel, « *des conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil, ainsi que des procédures de contrôle interne et de gestion des risques mises en place par la société, en détaillant notamment celles de ces procédures qui sont relatives à l'élaboration et au traitement de l'information comptable et financière* ».

Dans un souci de transparence et de responsabilisation, le groupe de travail propose que la responsabilité des dirigeants d'établissements financiers soit **étendue à l'évaluation et à la quantification des risques** appréhendés par le dispositif « Bâle II ». Le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance pourrait ainsi justifier la méthodologie et les hypothèses de quantification du risque, et certifierait, conjointement avec le directeur financier, l'exposition et le niveau d'endettement de l'institution par classe d'actifs.

Afin de consolider et stabiliser l'actionnariat des banques et intermédiaires financiers (en particulier les entreprises qui exploitent des marchés réglementés), le groupe de travail recommande également d'inciter les établissements financiers à **émettre des actions de préférence dont les droits de vote et le dividende augmenteraient avec la durée de détention.**

2. La responsabilité à l'égard du client

Avec le constat du développement inconsidéré des prêts « *subprimes* » et de l'opacité de certains produits de placement et prêts structurés¹, l'amélioration de la protection des emprunteurs et épargnants non professionnels contre le risque de vente abusive ou inadaptée est devenue un enjeu important de l'après-crise.

Si le consommateur doit s'informer, faire preuve de prudence et se donner les moyens de son propre discernement, le fournisseur de crédit ou de produits financiers a naturellement une **responsabilité forte dans l'acte de conseil et de commercialisation**. Cette responsabilité doit être pleinement intégrée dans les étapes afférentes au produit (conception, promotion et présentation au client) comme dans la gestion des ressources humaines des fonctions commerciales (formation et modalités d'intéressement des conseillers-vendeurs). La proposition commerciale d'un prêt ou d'un produit d'épargne doit être **intelligible, adaptée au profil de risque et aux objectifs** de placement ou de financement du client. Cela suppose sans doute de rénover certains critères de rétribution variable des conseillers financiers, dans une optique plus qualitative.

Le groupe de travail estime donc que la « vente responsable » est un enjeu qui mériterait d'être mieux abordé dans les forums internationaux de régulateurs. En Europe et en France, les deux axes suivants pourraient être mis en œuvre :

- approfondir les principes déontologiques et d'organisation susceptibles de garantir une relation commerciale loyale, honnête et appropriée avec le client professionnel ou profane. Les principes formalisés par la directive MIF (prévention des conflits d'intérêt, tests d'appropriation et d'adéquation du produit...), déjà applicables en Europe depuis fin 2007, devraient être renforcés et **étendus à tous les produits à caractère financier** (prêts et assurances en particulier²) ;

¹ On peut en particulier mentionner les fonds dits « monétaires dynamiques », dont les rendements étaient rehaussés par des dérivés de crédit, et les montages complexes réalisés pour des collectivités territoriales françaises ou italiennes.

² En France, l'ordonnance n°2009-106 du 30 janvier 2009 portant sur la commercialisation des produits d'assurance sur la vie et sur les opérations de prévoyance collective et d'assurance, qui a été ratifiée dans le projet de loi portant réforme du crédit à la consommation (adopté en première lecture par le Sénat le 17 juin 2009), étend aux contrats d'assurance-vie les règles d'information et de conseil prévus par la directive MIF.

- la responsabilité des banques à l'égard des entreprises emprunteuses pourrait être clarifiée par la **promotion, en Europe continentale, d'un modèle de convention de crédit moins complexe**, plus équilibré et conforme au droit civil. La plupart des conventions de crédit sont en effet calquées sur les pratiques anglo-saxonnes, n'offrent guère de marges de négociation (en particulier pour les PME) et comportent un nombre croissant de clauses (« *covenants* ») sur la gestion et les ratios financiers, susceptibles de déclencher des conditions plus restrictives ou un remboursement anticipé.

En matière de **titrisation**, dont les produits structurés ont non seulement été cédés entre banques et assureurs, mais encore commercialisés auprès d'investisseurs institutionnels (fonds de CDO notamment), les établissements de crédit doivent mieux assumer les risques des produits structurés dont ils sont à l'origine (en tant qu'initiateurs ou « sponsors »), et conserver à l'actif de leur bilan une part des créances sous-jacentes.

La Commission européenne a ainsi proposé, le 1^{er} octobre 2008, des amendements¹ à la directive « fonds propres » du 14 juin 2006 afin de prévoir, entre autres mesures, que les établissements qui reconditionnent des créances dans des véhicules de titrisation conservent dans leur bilan au moins 5 % de l'exposition aux risques. **Le groupe de travail estime que ce taux minimal de « rétention » des actifs titrisés devrait être substantiellement relevé, par exemple à 20 %.**

3. Minimiser le coût et la complexité des faillites d'établissements financiers

Les chefs d'Etat du G 20 et les régulateurs ont pleinement intégré la nécessité d'anticiper l'éventualité d'une crise – à défaut de sa nature – pour mieux la traiter. La complexité du traitement de la faillite de *Lehman Brothers*, banque aux multiples ramifications dont une multitude de créanciers se retrouve bloqués alors que les principaux ont été en partie remboursés dans les mois qui ont suivi la défaillance, illustre cependant la nécessité de **prévoir des procédures de traitement ordonné des faillites d'établissements financiers systémiques** et disposant d'un grand nombre de filiales.

Le groupe de travail soutient donc la démarche, avancée aux Etats-Unis, en France et au Royaume-Uni puis confortée par le sommet de Pittsburgh, de mise en place de « **testaments** » pour les institutions financières les plus importantes. Ces plans anticipés de crise (d'où l'expression anglaise de « *resolution plans* ») devront permettre de **mieux répartir les responsabilités et pertes** entre filiales, actionnaires et créanciers, de limiter le recours aux fonds publics et **d'inciter les établissements à simplifier leurs structures et à réduire leur taille.**

¹ Ces amendements ont été intégrés par les directives précitées 2009/27/CE du 7 avril 2009 et 2009/83/CE du 27 juillet 2009.

Les régulateurs bancaires européens, à l'image de la FDIC, pourraient également être investis de pouvoirs supplémentaires en situation d'urgence ou de forte dégradation de l'activité, proches de ceux d'un administrateur judiciaire et permettant, par exemple, de créer une « banque-relais », de révoquer des mandataires ou d'interrompre certains contrats.

PRINCIPAUX ACRONYMES UTILISÉS

- AEMF : Autorité européenne des marchés financiers (proposition de la Commission européenne de créer trois nouvelles autorités sectorielles)
- AES : Autorité européenne de supervision (proposition de la Commission européenne de créer trois nouvelles autorités sectorielles)
- BCE : Banque centrale européenne
- CDO : *collateralised debt obligation* (titre de dette utilisé dans les montages de titrisation)
- CDS : *credit default swap* (« contrat d'échange sur risque de défaut », principal produit dérivé de crédit)
- CERVM : Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (un des trois comités du « processus Lamfalussy »)
- CERS : Comité européen du risque systémique
- CFTC : *Commodities and Futures Trading Commission* (autorité américaine de supervision des dérivés sur marchandises et matières premières)
- CSF : Conseil de stabilité financière (a succédé en avril 2009 au Forum de stabilité financière)
- DTCC : *Depository Trust & Clearing Corporation* (organisme coopératif qui domine le segment du règlement-livraison aux Etats-Unis)
- FDIC : *Federal Deposit Insurance Corporation* (organisme américain d'assurance des dépôts)
- FSA : *Financial Services Authority* (autorité britannique de régulation des services bancaires et financiers)
- IASB : *International Accounting Standards Board* (organe de normalisation comptable internationale)
- IAS/IFRS : *International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards* (normes comptables et d'information financière internationales)
- ISDA : *International Swaps and Derivatives Association* (principale organisation professionnelle pour les dérivés négociés de gré à gré)
- (directive) MIF : directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers
- MTF : *Multilateral Trading Facilities* (systèmes alternatifs de négociation d'instruments financiers)
- OCC : *Office of the Comptroller of the Currency* (un des régulateurs bancaires américains)
- OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs

- OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
- (dérivés) OTC : *over the counter* (désigne les dérivés négociés de gré à gré)
- OTS : *Office of the Thrift Supervision* (régulateur américain des caisses d'épargne)
- SEC : *Securities and Exchange Commission* (régulateur boursier américain)

EXAMEN EN COMMISSION

Au cours d'une seconde séance tenue dans l'après-midi, la commission, sous la présidence de **M. Jean Arthuis, président**, a procédé à **l'examen du rapport du groupe de travail sur la crise financière et la régulation des marchés**.

M. Philippe Marini, rapporteur, a rappelé le contexte de ce groupe de travail, dont les réflexions se sont appuyées sur de nombreuses auditions, que ce soit en commission plénière, dans le cadre du groupe de travail, ou par le rapporteur général. Un certain nombre de déplacements à l'étranger a également été effectué : une mission du bureau de la commission aux Etats-Unis d'Amérique, deux missions du rapporteur général à Londres et en Suisse, et deux visites du groupe de travail à la Banque centrale européenne, à Francfort, et à la Commission européenne à Bruxelles.

Sans revenir sur les causes de la crise qui ont été exposées à de nombreuses reprises, il a indiqué que le groupe de travail a été guidé par deux principes directeurs : éviter que les mêmes causes ne produisent les mêmes effets en résistant à la tentation d'un retour aux pratiques antérieures, et trouver le bon équilibre entre des aspirations parfois contradictoires à la sécurité ou à la liberté et à l'innovation. Il a exposé les trois champs couverts par les propositions du groupe de travail qui sont la transparence et la régulation des produits et marchés, la limitation de la procyclicité et du risque systémique, et la restauration de la responsabilité et du prix du risque.

M. Philippe Marini, rapporteur, a ensuite présenté les 57 propositions du groupe de travail. En premier lieu, celles relatives à la transparence et à la régulation des produits et marchés ont trait à six domaines.

Concernant la proposition de directive européenne sur les gestionnaires de fonds alternatifs, le groupe de travail propose de :

- réserver le « passeport » aux seuls gestionnaires établis dans l'Union européenne ;
- préciser les critères d'indépendance du valorisateur des actifs des fonds ;
- prévoir une obligation, et non une simple faculté, pour l'autorité d'agrément d'imposer des exigences plus strictes au gestionnaire en cas de commercialisation auprès d'investisseurs de détail non qualifiés ;
- élargir le champ de la directive aux fonds de fonds pour tirer les leçons de « l'affaire Madoff ».

Sur l'encadrement des agences de notation, ses propositions sont les suivantes :

- préciser le rôle de la future Autorité européenne des marchés financiers et son articulation avec les autorités nationales ;

- pour l'application du régime transitoire d'agrément des agences, doter l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'un véritable pouvoir de surveillance des agences ;

- préciser la prévention et la gestion des conflits d'intérêt au sein des agences, et mieux formaliser leur contrôle interne de la qualité des notations ;

- créer les conditions d'une véritable concurrence entre agences de notation et favoriser l'émergence d'agences européennes.

En matière d'infrastructures post-marché et de transparence des produits dérivés de gré à gré :

- standardiser les contrats de dérivés de gré à gré autant que cela est possible, selon des modalités communes aux Etats-Unis et en Europe ;

- généraliser la procédure de confirmation électronique des ordres ;

- étendre le tryptique « standardisation-compensation-information » aux dérivés de gré à gré autres que les contrats d'échange sur défaut (« *credit default swaps* » - CDS) ;

- promouvoir la création d'une chambre de compensation dans la zone euro, soit par création d'une structure *ex nihilo*, soit par regroupement d'acteurs existants ;

- mettre en place, sous l'égide du Conseil de stabilité financière (CSF) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), des règles mondiales de gouvernance des chambres de compensation ;

- constituer une base de données européenne sur les dérivés standardisés, en tant qu'alternative à la *Trade Information Warehouse* américaine. A défaut, assurer le respect du principe d'accès libre et non-discriminatoire à l'information ;

- garantir que le champ de la directive « Abus de marché » couvre tous les produits dérivés négociés sur un marché réglementé ou organisé, en particulier les CDS ;

- mettre en place une législation européenne sur les infrastructures post-marché – qui en tant que biens collectifs doivent faire l'objet d'un libre-accès –, qui permette d'harmoniser les régimes du règlement-livraison et des dépositaires ;

- approfondir la réflexion européenne et internationale concernant les produits dérivés sur l'énergie et les matières premières, en particulier sur les quotas de CO₂ et sur les produits dénommés « *futures* » contractés dans une optique spéculative par des agents n'ayant pas d'intérêt sur le sous-jacent et qui privilégient un dénouement en numéraire.

Les propositions relatives aux pratiques de marché sont les suivantes :

- interdire la cotation à plus de deux décimales, les ordres dits « *flash* » et les dérivés sur dérivés ;

- prévoir un temps minimal de présence (plusieurs secondes) d'un ordre dans le carnet d'ordres central d'un marché, afin qu'il ne soit pas perçu par les seuls programmes automatiques de négociation ;

- consolider la base légale des mesures de suspension des ventes à découvert et établir une doctrine pérenne et coordonnée entre les principaux régulateurs de marché, applicable en période normale et en période de troubles exceptionnels ;

- doter l'AMF, en cas de menace imminente pour la stabilité et l'intégrité des marchés, du pouvoir de suspendre ou interdire pour une durée illimitée toute pratique de marché litigieuse ;

- soumettre les prêts et emprunts de titres à une obligation précise d'information du marché ;

- étendre le périmètre des déclarations de franchissement de seuil à tous les produits dérivés conférant une exposition économique sur un émetteur, en particulier ceux dénommés « *contracts for difference* ».

S'agissant de la protection des investisseurs et des épargnants :

- dans une démarche de régulation par objectif, étendre la mission de l'AMF en tant que « gardienne » de la déontologie de la distribution de l'ensemble des produits d'épargne, assurance-vie et livrets rémunérés inclus ;

- centrer les modalités d'exercice du contrôle de la commercialisation sur la fiabilité des procédures et l'honnêteté de l'information livrée au consommateur (selon des principes d'intelligibilité, d'adaptation et de pertinence) plutôt que sur le respect d'un formalisme élevé ;

- étendre, au-delà des seuls organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), le « document d'information clef à l'investisseur » ;

- compte tenu de la complexité des statuts existants et de certains abus dans les pratiques commerciales, examiner l'opportunité économique et juridique de la création d'un statut de « courtier en produits financiers », par fusion des statuts de démarcheur et de conseiller en investissements financiers, voire de courtier en assurances.

Le groupe de travail a également formulé des recommandations sur quatre propositions de règlements communautaires et une proposition de décision relatives à la création d'un Comité européen du risque systémique (CERS) et de trois agences européennes de supervision sectorielle (l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), qui ont été présentées par la Commission européenne le 23 septembre 2009.

Les propositions du groupe de travail sont les suivantes :

- limiter à deux au lieu de cinq le nombre de gouverneurs de la Banque centrale européenne au comité directeur du CERS ;

- prévoir une adoption à la majorité simple (et non pas qualifiée) de la publication des alertes et recommandations non individuelles émises par le conseil général du CERS ;

- prévoir que les autorités sectorielles puissent s'autosaisir pour prendre des mesures d'urgence, sans que la Commission ait le monopole d'appréciation de cette urgence ;

- préciser la portée de la clause de sauvegarde budgétaire, qui devrait être limitée aux situations appelant une recapitalisation ou la mobilisation de garanties publiques ;

- veiller à ce que les projets de normes techniques établis par les autorités ne soient pas le réceptacle des ambiguïtés, incertitudes et différends politiques non résolus au premier niveau du « processus Lamfalussy ».

En deuxième lieu, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a exposé les propositions relatives à la limitation de la procyclicité et du risque systémique, qui couvrent deux aspects.

Concernant les normes comptables internationales, il est proposé de :

- « maintenir la pression » politique sur l'*International Accounting Standards Board* (IASB) pour une réforme plus pragmatique de la juste valeur. Le cas échéant, il ne faudrait pas exclure d'« européeniser » la norme *International Accounting Standard* (IAS) 39 ;

- améliorer la gouvernance de l'IASB, en particulier par un renforcement du « comité directeur » créé début 2009.

Les propositions relatives à la mesure et à la prise en compte du risque systémique sont les suivantes :

- enrichir l'appréciation du risque systémique et le deuxième pilier de « Bâle II » par un ratio de levier, en tenant compte des différences comptables entre l'Europe et les Etats-Unis. Une harmonisation complète du mode de calcul doit précéder toute éventuelle intégration de ce ratio dans le premier pilier ;

- harmoniser et systématiser la démarche des « tests de résistance », selon une méthodologie établie par le CSF et le Comité de Bâle et une périodicité régulière (par exemple tous les six mois). Les résultats de ces tests devraient également être publiés, au moins pays par pays ;

- matérialiser le coût de l'assurance systémique par une « prime d'assurance » du risque systémique, dont le taux serait progressif et qui se substituerait à la taxe sur les salaires ;

- mieux prendre en compte le risque systémique dans le droit de la concurrence et l'examen des opérations de rapprochement entre établissements financiers ;

- envisager la mise en place, à moyen-long terme, d'une garantie des dépôts centralisée à l'échelle de la zone euro.

M. Bernard Angels a considéré que la prime ou taxe d'assurance systémique représenterait une avancée mais s'est déclaré surpris qu'elle puisse se substituer à la taxe sur les salaires. **M. Philippe Marini, rapporteur**, a précisé que cette taxe serait versée au budget de l'Etat, ce dernier devenant en quelque sorte l'assureur de ses propres risques. **M. Albéric de Montgolfier** a ajouté que le produit fiscal étant supposé identique, la seule vraie différence avec la taxe sur les salaires réside dans une modulation en fonction des risques encourus par les banques.

En troisième et dernier lieu, **M. Philippe Marini, rapporteur**, a présenté les propositions relatives à la restauration de la responsabilité et du coût du risque, qui traitent quatre domaines.

Pour ce qui concerne les rémunérations variables des opérateurs de marché :

- prévoir un régime harmonisé de publication, dans le rapport annuel, des rémunérations les plus élevées (50 ou 100, selon un curseur à fixer) dans les établissements financiers cotés ;

- interdire les bonus annuels qui seraient garantis quels que soient les résultats ;

- interdire les retraites supplémentaires dites « retraites-chapeaux », en tant qu'elles ne constituent pas une rémunération de la performance ;

- interdire toute distribution de bonus qui ne serait pas adossée à une performance mesurée par des critères précis ;

- indexer les rémunérations variables non seulement sur la performance individuelle de l'opérateur, mais encore sur les résultats de l'entité opérationnelle et de l'entreprise (ou du groupe), à raison de trois tiers par exemple ;

- étaler sur au moins trois ans une fraction au moins égale aux deux tiers de la rémunération variable, avec une clause de retenue ou restitution en cas de résultats négatifs ultérieurs, applicable rétroactivement à l'ensemble de la rémunération variable perçue ;

- prévoir un paiement majoritairement en titres (de préférence aux options de souscriptions d'actions dites « *stock-options* ») plutôt qu'en numéraire, et placer sous séquestre la rémunération étalée ;

- accorder un droit de regard et de veto de l'Etat sur les rémunérations des dirigeants des banques dès lors qu'il en assume le risque systémique ;

- interdire tout mandat public avec les établissements financiers (nationaux ou sous contrôle étranger) qui ne se conforment pas aux nouvelles dispositions et en publier la liste ;

- étendre le principe de la rétribution de la performance aux fonctions de contrôle et de « *back office* », afin de revaloriser ces services trop dénigrés.

Concernant la responsabilité des dirigeants face aux risques financiers :

- prévoir que le président du conseil d'administration ou du conseil de surveillance justifie, dans le rapport annuel, la méthodologie de quantification du risque, et certifie, conjointement avec le directeur financier, l'exposition et le niveau d'endettement de l'institution par classe d'actifs ;

- inciter les établissements financiers à émettre des actions de préférence dont les droits de vote et le dividende augmenteraient avec la durée de détention.

En matière de responsabilité des banques à l'égard de leurs clients, il est proposé de :

- étendre à tous les produits financiers (les assurances et crédits en particulier) les principes de déontologie et d'organisation commerciales introduits par la directive sur les marchés d'instruments financiers ;

- promouvoir en Europe continentale un modèle de convention de crédit moins complexe et plus équilibré ;

- relever substantiellement, par exemple de 5 % à 20 %, le taux de « rétention » au bilan des actifs titrisés.

Enfin deux propositions ont pour objet de diminuer le coût et la complexité des faillites d'établissements financiers :

- prévoir des « testaments » pour les institutions systémiques, permettant de répartir les responsabilités et pertes entre filiales, actionnaires et créanciers, de limiter le recours aux fonds publics et d'inciter les établissements à simplifier leurs structures ;

- doter les superviseurs bancaires de pouvoirs supplémentaires ou de quasi-tutelle en cas d'urgence, permettant, par exemple, la création d'une « banque-relais », la révocation de mandataires ou l'interruption de contrats.

M. Philippe Marini, rapporteur, a conclu en rappelant que le projet de rapport d'information du groupe de travail vaut également prise de position sur les cinq initiatives législatives de la Commission européenne qui constituent le « paquet supervision financière » et dont la commission des finances s'est saisie, sur le fondement de l'article 73 *quinquies* du Règlement du Sénat, au cours de sa séance du 7 octobre 2009.

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que, tout en s'inspirant des recommandations du groupe de travail Assemblée nationale – Sénat sur la crise financière internationale, le projet de rapport du groupe de travail marque la spécificité de la réflexion du Sénat.

Mme Nicole Bricq a souligné l'intérêt d'examiner conjointement le projet de rapport d'information du groupe de travail et la proposition de résolution européenne déposée par le groupe socialiste sur la proposition de directive du 13 juillet 2009 relative aux exigences de fonds propres pour le

portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunérations. Cet examen intervient opportunément après le sommet du G20 à Pittsburgh et avant les décisions concernant les futurs règlements et directives européennes ou le projet de loi sur la régulation financière annoncé par Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi.

Elle s'est félicitée de la volonté commune de « politiser » le débat sur la crise financière et a pris acte des corrections portées dans le projet de rapport à la demande de l'opposition. Néanmoins, plusieurs points de divergence subsistent entre ce projet et la position du groupe socialiste retracée dans la proposition de résolution européenne. Avant de présenter ces différences, elle s'est interrogée sur l'opportunité d'étendre le principe de la rétribution de la performance aux fonctions de contrôle, les personnes concernées pouvant alors avoir intérêt à laisser se mettre en place une gestion du risque en contradiction avec les intérêts de la société afin d'accroître leur rémunération.

Mme Nicole Bricq a ensuite expliqué les principales divergences entre la proposition du groupe socialiste et le rapport du groupe de travail :

- la proposition adopte un champ de réflexion plus large concernant les rémunérations, les recommandations ne s'appliquant pas, comme dans le projet de rapport du groupe de travail, aux seuls opérateurs de marché mais aussi aux dirigeants et mandataires sociaux des sociétés cotées, dans la suite du débat déjà engagé en 2008 à l'occasion de l'examen de la proposition de loi visant à réformer le statut des dirigeants de sociétés et à encadrer leurs rémunérations ;

- elle retient un taux de rétention sur le bilan des actifs titrisés plus élevé, soit 25 % contre 20 % dans le projet de rapport du groupe de travail qui constitue un compromis ;

- elle n'est pas favorable à la suppression de la taxe sur les salaires dans le cadre de la création proposée d'une taxe d'assurance systémique ;

- elle prône un droit de regard de l'Etat sur les options de souscriptions d'actions au-delà de la sphère des banques bénéficiaires de la garantie de l'Etat, et cela afin de garantir la mise en place de bonnes pratiques à long terme ;

- elle souhaite la création d'un superviseur européen unique.

M. Jean Arthuis, président, a estimé que, en dépit de ces remarques, il existe une certaine convergence d'analyse entre les membres du groupe de travail, quelle que soit leur sensibilité.

En réponse à **M. Philippe Dallier** qui s'interrogeait sur la possibilité de mettre en place une méthodologie commune à l'ensemble des établissements concernant la quantification du risque, **M. Philippe Marini**, rapporteur, et **M. Jean Arthuis, président**, ont répondu que les normes de

« Bâle II » organisent d'ores et déjà cette harmonisation et que la proposition du groupe de travail vise avant tout à compléter, dans le cadre du rapport annuel, l'information des actionnaires sur les risques financiers.

Mme Nicole Bricq a regretté que le projet de rapport ne reprenne pas à son compte la proposition du groupe de travail Assemblée nationale-Sénat concernant l'instauration d'un vote contraignant de l'assemblée générale des actionnaires sur les rémunérations, aussi bien dans le cadre de l'approbation des résolutions individuelles que du rapport de rémunération de l'exercice écoulé. Elle a précisé que le groupe socialiste propose de soumettre la rémunération des présidents de conseil d'administration et des directeurs généraux à l'avis conforme du comité d'entreprise, au vote de l'assemblée générale et à celui du conseil d'administration.

M. François Marc s'est demandé s'il est suffisant de créer une chambre de compensation européenne pour assurer la transparence de l'ensemble des flux d'informations. La transparence des transactions réalisées sur des marchés organisés ou hors de ces marchés doit en effet être également garantie. **M. Jean Arthuis, président**, et **M. Philippe Marini, rapporteur**, ont approuvé l'idée de compléter la proposition du groupe de travail sur ce point.

M. Jean-Pierre Fourcade a mis l'accent sur la nécessité de casser l'oligopole des agences de notation, préoccupation qui est reprise par une des propositions du projet de rapport. Il a également souhaité clarifier la rédaction de la proposition relative au taux de rétention en supprimant la précision selon laquelle ce taux s'appliquerait dans le cadre de « montages déconsolidants ». Cette demande a été acceptée.

Puis la commission a adopté les conclusions du groupe de travail et autorisé leur publication sous la forme d'un rapport d'information. En réponse aux interrogations de **M. Bernard Vera** et de **M. François Marc**, **M. Jean Arthuis, président**, a indiqué que les éventuelles contributions des groupes politiques seront insérées dans le rapport.

ANNEXE 1 :
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LA
COMMISSION DES FINANCES ET LE GROUPE DE TRAVAIL

I. AUDITIONS PUBLIQUES ET EN COMMISSION

| | |
|-----------------|--|
| 10 février 2009 | - M. René Ricol, médiateur du crédit - M. François Cailleteau, président-directeur général de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE) |
| 17 février 2009 | - M. Philippe Dupont, président du groupe Banque Populaire - M. Michel Pébereau, président du conseil d'administration de BNP Paribas |
| 18 février 2009 | - M. Michel Camdessus, président de la Société de financement de l'économie française (SFEF) - M. René Carron, président, et M. Jacques Lenormand, directeur général délégué de Crédit agricole SA |
| 3 mars 2009 | - M. Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France - M. Etienne Pfmilin, président du Crédit mutuel - M. Frédéric Oudéa, président-directeur général de la Société générale |
| 4 mars 2009 | M. Pierre Mariani, président du comité de direction de Dexia |
| 17 mars 2009 | M. Jacques de Larosière, gouverneur honoraire de la Banque de France |
| 8 avril 2009 | Table ronde sur les agences de notation : - M. Jérôme Cazes, directeur général de la Coface - M. Frédéric Drevon, responsable pour l'Europe de Moody's - M. Bernard de Lattre, président de Fitch France - Mme Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's pour la France |
| 29 avril 2009 | M. François Pérol, président du directoire de la Caisse nationale des caisses d'épargne et directeur général de la Banque fédérale des banques populaires |

| | |
|-------------------|--|
| 27 mai 2009 | M. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France |
| 17 juin 2009 | MM. Jean-Pierre Jouyet, président, et Thierry Francq, secrétaire général de l’Autorité des marchés financiers (AMF) |
| 16 septembre 2009 | - M. Baudouin Prot, président, et Mme Ariane Obolensky, directrice générale de la Fédération bancaire française (FBF) - M. Michel Camdessus, président de la Société de financement de l’économie française (SFEF), chargé par le Président de la République d’une mission sur la rémunération des opérateurs de marché |

II. AUDITIONS PAR LE GROUPE DE TRAVAIL

| | |
|-------------------|--|
| 30 juin 2009 | - M. Gilbert Gélard, membre français de l’ <i>International Accounting Standards Board</i> (IASB) - M. François d’Aubert, délégué général à la lutte contre les paradis fiscaux |
| 9 septembre 2009 | - MM. Pierre-Dominique Renard, directeur clients, marché et infrastructures et Frédéric Gravier, responsable du service des intervenants et de la formation de LCH.Clearnet SA - M. Bruno Delétré, directeur général de la Financière OCEOR |
| 15 septembre 2009 | M. Philippe Parini, directeur général des finances publiques, sur le contrôle fiscal des opérations impliquant des Etats ou territoires non coopératifs <i>(Audition au ministère du budget, des comptes publics, de la fonction publique et de la réforme de l’Etat)</i> |
| 8 octobre 2009 | M. Thierry Francq, secrétaire général de l’AMF <i>(Réunion avec M. Philippe Marini, rapporteur général)</i> |

ANNEXE 2 : COMPTE-RENDU DES AUDITIONS EN COMMISSION

I. AUDITIONS DU 10 FÉVRIER 2009

A. M. RENÉ RICOL, MÉDIATEUR DU CRÉDIT

M. René Ricol, médiateur du crédit, a tout d'abord souligné la rapidité de la mise en place du dispositif de médiation du crédit, actif depuis le 14 novembre 2008. Cette structure se décline sur l'ensemble du territoire, les directeurs départementaux de la Banque de France assurant les fonctions de médiateurs départementaux du crédit et formant une équipe dédiée à ce sujet avec les trésoriers-payeurs généraux et les préfets. Au niveau central, la médiation s'assure du bon fonctionnement de chaque équipe départementale, suit la montée en charge des demandes de médiation, est responsable des liens avec les organisations professionnelles et les réseaux consulaires pour garantir la meilleure cohérence d'ensemble, est en charge de la communication et règle les dossiers les plus lourds en termes financiers.

Puis **M. René Ricol** a dressé le bilan du dispositif de médiation au 1^{er} février 2009. A cette date, 5.331 entreprises avaient saisi le médiateur et 91 % de ces dossiers avaient été acceptés en médiation. Parmi ces derniers, 2.424 dossiers avaient été clôturés, la médiation ayant réussi pour 66 % d'entre eux. Ainsi, près de 1.600 entreprises, représentant environ 36.500 emplois, avaient été confortées dans leur poursuite d'activité. Ces dossiers concernent principalement des entreprises de moins de 50 salariés, qui représentent 94 % des dossiers. Par ailleurs, les encours de crédit traités en médiation sont inférieurs à 50.000 euros dans 61 % des cas, compris entre 50.000 euros et 150.000 euros dans 21 % des cas, et supérieurs à 500.000 euros dans 7 % des cas.

Cependant, **M. René Ricol** a souligné le dépôt récent, auprès de ses services, de deux dossiers de sociétés détenues par un fonds d'investissement d'acquisition par effet de levier (*leveraged buy-out*, ou LBO), mises en difficulté par le poids des charges financières liées au remboursement de leur dette alors même qu'elles affichent un résultat d'exploitation satisfaisant. Ces dossiers sont importants en termes d'emplois, l'un d'eux concernant une entreprise comptant 18.000 salariés. A cet égard, ces fonds de LBO cherchent encore souvent à réaliser d'importants profits en peu de temps, ce qui peut rendre les négociations avec eux très difficiles. En revanche, d'autres types de fonds, dits de capital développement, sont « porteurs d'espoir » car ils demeurent prêts à investir de façon minoritaire au capital de certaines entreprises, avec une vision de moyen terme ambitieuse et réaliste.

S'agissant de l'attitude des groupes bancaires, il a considéré que le simple fait que deux tiers des dossiers faisant l'objet d'une médiation aboutissent à un résultat positif est, en soi, le signe que « les banques jouent le

jeu ». De plus, les refus définitifs reposent souvent sur des arguments solides. Cependant, si une certaine atonie des demandes de crédit peut être constatée dans le contexte économique actuel, certains projets portés par des entreprises rencontrent des difficultés de financement. Ainsi, les banques paraissent avoir durci leurs conditions de crédit à l'égard des opérations de promotion immobilière.

Puis **M. René Ricol** a abordé la question de l'assurance-crédit, cruciale car la réduction de l'encours d'une entreprise garanti par les assureurs-crédit se traduit par un durcissement brutal des conditions de paiement que lui octroient ses fournisseurs. Or, ces acteurs tendent à observer une attitude prudente, d'autant qu'ils assurent un total de 360 milliards d'euros d'encours alors même que leur capitaux propres s'élèvent à environ 3 milliards d'euros. L'article 125 de la loi n° 2008-1443 du 30 décembre 2008 de finances rectificative pour 2008 a instauré un mécanisme de partage du risque entre l'Etat, au travers de la Caisse centrale de réassurance (CCR), et les assureurs-crédit sur certains dossiers. Ce dispositif a été complété par un accord entre le médiateur du crédit et les assureurs-crédit, aux termes duquel, d'une part, ces assureurs acceptent un délai de six jours avant de retirer leur garantie aux entreprises décotées et, d'autre part, les entreprises risquant d'être décotées disposent d'un « droit d'argumentation » pour plaider leur dossier auprès des assureurs.

En réponse à une interrogation de **M. Jean Arthuis, président**, **M. René Ricol** a précisé que les fonds de LBO ont des profils divers, pouvant dépendre de groupes bancaires ou d'assurances, ou bien être indépendants et parfois cotés en bourse.

M. Philippe Marini, rapporteur général, après s'être félicité de la rapidité avec laquelle le dispositif de médiation du crédit a été mis en place, a souhaité savoir si les groupes bancaires ont des pratiques homogènes en termes d'octroi de crédit. Il s'est également interrogé sur les moyens d'action du médiateur du crédit à l'égard de ces groupes, ou bien à l'égard de fonds de LBO, ainsi que sur les « voies de sortie » possibles pour les entreprises rachetées par de tels fonds et mises en difficulté par le poids de leurs charges financières. Par ailleurs, il s'est demandé s'il était déjà possible d'évaluer le dispositif de partage du risque crédit instauré par l'article 125 de la loi de finances rectificative pour 2008 et, s'agissant des problèmes de montage d'opérations immobilières évoqués par le médiateur du crédit, si un système de cautionnement mutuel ne permettrait pas de débloquent de tels dossiers. Enfin, au vu de la conjoncture économique prévisible des mois à venir et des menaces que de nombreuses défaillances d'entreprises font peser sur le bilan des banques, il a souhaité connaître les projections et les « objectifs » du médiateur du crédit pour l'année 2009.

M. René Ricol a répondu que :

- le taux de succès de la médiation est équivalent quel que soit le grand réseau bancaire français considéré, l'un d'eux se montrant toutefois

encore aujourd'hui moins rapide que les autres dans le traitement de ces dossiers ;

- pour l'heure, le dispositif de médiation du crédit est un succès. Le poids du soutien politique étant déterminant, il n'apparaît pas nécessaire, à ce stade, d'inclure des clauses plus contraignantes dans les conventions conclues entre l'Etat et les banques bénéficiant de son soutien financier ;

- les dossiers de certaines sociétés détenues par un fonds de LBO risquent de s'avérer très délicats, la solution pouvant alors passer par un rééchelonnement de leurs dettes financières et un renflouement par leurs actionnaires. Dans certains cas, il pourrait être nécessaire que les banques abandonnent une partie de leurs créances sur ces sociétés. A moyen terme, il conviendra de trouver de nouveaux actionnaires, qui pourraient être le Fonds stratégique d'investissement (FSI), des fonds de capital développement ou bien des particuliers au travers d'une introduction en bourse ;

- la réussite du dispositif relatif à l'assurance-crédit ne peut pas encore être mesurée, faute d'un recul suffisant ;

- le système de caution mutuelle peut effectivement permettre de débloquent des dossiers, comme l'ont déjà montré les deux sociétés spécialisées pour les artisans. A ce sujet, il convient de saluer l'action d'OSEO, dont la garantie permet à de nombreuses PME et entreprises de taille intermédiaire (ETI) de continuer à avoir accès au crédit ;

- les produits structurés, dont vraisemblablement seule une faible partie est réellement « toxique », présentent des zones de risque désormais bien identifiées mais qui sont le plus souvent dépendantes de l'évolution de marchés étrangers, tels que celui de l'immobilier résidentiel en Espagne. Il en résulte le maintien de fortes incertitudes, dont il faut s'accommoder tant que la crise financière n'est pas terminée. Concernant l'économie réelle, le sentiment qui prédomine sur le terrain est celui d'un « atterrissage en douceur », les carnets de commandes se réduisant progressivement.

M. Eric Doligé a déploré la lente application des dispositions de la loi de modernisation de l'économie sur les délais de paiement. Les PME font actuellement face à plusieurs échéances concomitantes et les assureurs-crédit refusent parfois de s'engager. Il s'est également interrogé sur les conséquences de la crise sur les constructeurs et équipementiers automobiles et s'est demandé si les services du médiateur du crédit peuvent mesurer la durabilité des solutions qu'ils proposent, à carnet de commandes constant.

Mme Nicole Bricq a relevé l'apparente contradiction dans la communication des banques qui, jusqu'à récemment, disaient constater un encours de prêts satisfaisant et une diminution de la demande de crédit.

M. Joël Bourdin s'est interrogé sur la nature des dossiers de crédit relevant du secteur de l'agriculture et de la pêche et sur la situation du crédit interentreprises.

M. Albéric de Montgolfier s'est demandé si le champ de la médiation ne porte que sur les refus de crédit ou inclut également les litiges relatifs aux conditions de taux. Il a également souhaité obtenir des précisions sur la nature et le taux moyen des emprunts négociés avec l'aide du médiateur.

Après avoir rappelé les conséquences dramatiques de la crise pour certains salariés, **Mme Marie-France Beaufils** s'est demandé si les entreprises abandonnent aujourd'hui des projets plutôt par précaution ou sous la pression d'actionnaires tels que les fonds d'investissement.

M. Jean Arthuis, président, a estimé qu'une fraction des intérêts perçus par la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE) pourrait être affectée à OSEO afin de lui permettre de se porter caution et faciliter ainsi le consentement au crédit.

En réponse, **M. René Ricol** a tout d'abord relevé que la question des délais de paiement constitue une véritable « plaie historique » en France, qui a engendré des effets pervers se traduisant par des besoins en fonds de roulement négatifs et des liquidations précoces d'entreprises. Si la grande majorité des entreprises attend aujourd'hui une application effective des dispositions de la loi de modernisation de l'économie, on constate également un effet asymétrique au détriment des entreprises qui bénéficiaient de ce décalage de paiement. Les services du médiateur du crédit sont ainsi conduits à traiter des dossiers relatifs à des entreprises de plus de 5.000 salariés, qui ne sont pas couvertes par le dispositif d'OSEO. Ses services n'évaluent pas la durabilité des solutions proposées, mais veillent néanmoins à ce que les entreprises surveillent leurs frais pour prévenir le mieux possible un futur litige qui aurait moins de chances d'être réglé.

S'agissant du secteur automobile, effectivement sinistré, les équipementiers apparaissent capables de se redéployer efficacement par l'innovation, pour peu qu'on leur en laisse le temps. Il existe cependant un risque réel de disparition des savoir-faire. Quant au secteur de l'agriculture et de la pêche, qui représente environ 3 % des dossiers, on constate que des exploitations agricoles commencent à demander une médiation.

M. René Ricol a ajouté que la question du niveau des taux d'emprunt n'est pas réellement abordée dans le traitement des dossiers. En effet, ses services ne disposent pas de tous les éléments pour porter une telle appréciation, et la priorité est d'assurer la continuité du financement. Le taux le plus élevé relevé a néanmoins atteint 6,18 %, et il est possible que la rémunération due à l'Etat au titre des souscriptions de la SPPE ait été dans certains cas répercutée sur le coût des crédits octroyés. De même, les taux des prêts immobiliers, souvent conçus comme des produits d'appel présentant des marges parfois négatives, ont pu être relevés. Il reste que le renchérissement du coût de refinancement des banques poursuit sa hausse tendancielle, en dépit de l'abaissement des taux directeurs de la Banque centrale européenne.

Les apparentes contradictions du discours des banques concernent surtout la situation en décembre 2008, après que la défiance des entreprises a

entraîné un gel des projets et une baisse substantielle de leurs demandes de crédit, exerçant un impact négatif sur l'emploi. Néanmoins, les banques ont aussi pu décourager l'investissement dans certains secteurs par des conditions de crédit plus contraignantes et font parfois preuve d'une excessive frilosité quand les projets existent. Selon lui, le rôle de la médiation est aussi de faire comprendre aux entreprises que la crise constitue une occasion de réviser la stratégie et l'approche commerciale et de faire des efforts de rationalisation de la gestion.

Après avoir admis que l'utilisation d'une fraction des intérêts et dividendes versés à la SPPE au profit du cautionnement mutuel peut être une voie appropriée, il a déploré l'émergence d'une certaine animosité à l'encontre des salariés des banques, qui n'ont pourtant aucune responsabilité dans la crise. S'il est légitime de mettre en cause les dirigeants des banques qui ont commis des erreurs de gestion et de stratégie et ont parfois « muselé » leurs chefs-économistes, il n'en est pas moins nécessaire d'avoir un discours qui protège leurs collaborateurs.

B. M. FRANÇOIS CAILLETEAU, PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA SPPE, ET MMES VIRGINIE DELAURY, MEMBRE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SPPE, ET LUCIE MUNIESA, SECRÉTAIRE GÉNÉRALE DE L'AGENCE DES PARTICIPATIONS DE L'ETAT

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que l'audition de **M. François Cailleteau** intervenait dans le cadre du suivi du plan de soutien aux banques, qui s'était traduit par l'adoption, en octobre 2008, dans une loi de finances rectificative, d'une garantie globale de l'Etat à hauteur de 360 milliards d'euros. Cette garantie portait notamment sur le renforcement de la solvabilité des banques, la SPPE souscrivant à des titres super subordonnés ou à des actions de préférence constitutives de fonds propres.

M. François Cailleteau, président-directeur général de la société de prise de participation de l'Etat, a rappelé certaines particularités de la SPPE, société anonyme intégralement détenue par l'Etat, dont la structure est légère et qui permet d'individualiser l'action de l'Etat en faveur des banques. Son action comprend jusqu'à présent trois volets.

En premier lieu, une intervention au capital de Dexia, conjointement avec la Caisse des dépôts et consignations et les Etats belge et luxembourgeois. Elle s'est traduite par l'acquisition d'un milliard d'euros d'actions, sans participation à la gestion de Dexia, bien que l'Etat dispose d'un représentant à son conseil d'administration.

En deuxième lieu, la SPPE a contribué au renforcement des fonds propres des principales banques françaises par une première tranche de souscription, à hauteur de 10,5 milliards d'euros, à des titres super-subordonnés dont **M. François Cailleteau** a décrit les caractéristiques. Sorte de « rente perpétuelle », ces titres obligataires sont assimilables aux fonds propres constituant le « Tier One » (mais ne peuvent en excéder 35 %), et la

souscription a permis d'améliorer de 0,5 point le ratio de solvabilité de chaque banque. Les titres sont substantiellement rémunérés puisque l'intérêt versé à la SPPE est en moyenne de 8,2 %, soit un dispositif que l'on peut qualifier de « gagnant-gagnant ». En outre, il est prévu une incitation des banques à sortir du dispositif puisque la valeur de rachat des titres super subordonnés augmente avec le temps : au pair la première année suivant la souscription, puis à 101 % de la valeur d'émission la deuxième année, jusqu'à 111 % après la septième année.

Le troisième volet de l'action de la SPPE est en cours et consistera en une nouvelle souscription, pour un montant équivalent à la première, de titres super subordonnés ou d'actions de préférence. Ces dernières sont éligibles sans limitation au « Core Tier One », fraction la plus sûre des fonds propres, et seront mieux rémunérées que les titres super subordonnés, selon un mécanisme analogue d'incitation au rachat. Au total, ces deux tranches de souscription de la SPPE permettront d'améliorer d'un point les fonds propres des banques, à hauteur de 21 milliards d'euros. Le dispositif se veut transitoire et rapportera à l'Etat quasiment le double du coût des émissions obligataires réalisées en vue des souscriptions.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur le niveau du dividende versé à la SPPE, **M. François Cailleateau** a précisé qu'il sera fixé au plus élevé des taux résultant de deux formules : soit le rendement moyen des titres super subordonnés (8,2 %) majoré de 25 points de base chaque année, soit 105 % à 125 % du dividende d'une action ordinaire sur la période 2009-2018. Il a ajouté qu'une option de conversion des titres super subordonnés en actions de préférence sera ouverte. BNP Paribas a d'ores et déjà déclaré vouloir exercer cette option.

Puis, répondant à **M. Jean Arthuis, président**, **M. François Cailleateau** a précisé les éléments suivants concernant le financement de la SPPE :

- dans le cadre de l'opération de recapitalisation de Dexia, la SPPE a reçu de l'Etat, via la Caisse de la dette publique, une avance de 1,05 milliard d'euros, qui a été affectée immédiatement à l'établissement bancaire. Toutefois, l'endettement de la SPPE auprès de l'Etat ne s'élève sur cette opération qu'à 600 millions d'euros, 450 millions d'euros ayant été convertis sous forme de capital afin de doter la SPPE de fonds propres ;

- la réalisation de la première tranche de renforcement des fonds propres des groupes bancaires a porté l'endettement de la SPPE à 11,1 milliards d'euros, 10,5 milliards d'euros supplémentaires ayant été mobilisés, selon le même schéma que pour Dexia, via la Caisse de la dette publique et l'Agence France Trésor (AFT) ;

- ces deux premières opérations ont ainsi nécessité un emprunt à court terme de la SPPE auprès de l'Etat au taux EONIA (taux de rémunération des dépôts interbancaires du jour) pour un montant de 11,1 milliards d'euros. Le

coût de cet emprunt, dont l'échéance de remboursement a été fixée au 4 décembre 2009, est évalué par la SPPE à 150 millions d'euros ;

- le versement de la seconde tranche de renforcement des fonds propres pourrait être opéré, soit à partir d'une levée directe de capitaux sur le marché par la SPPE, soit à partir d'un nouveau prêt de l'Etat à la société, après appel au marché via l'Agence France Trésor (AFT). L'arbitrage entre ces deux modalités s'effectuera par comparaison du coût de chaque option. A ce jour, l'écart de taux (« spread ») entre une émission directe par la SPPE et une émission de l'AFT est défavorable à la SPPE à hauteur de 50 points de base environ. Dans la mesure où l'AFT devrait emprunter, plus ou moins à due concurrence du nouveau prêt à la SPPE, ses conditions d'émission pourraient se dégrader et se traduire par une hausse du coût de l'ensemble des emprunts de l'Etat. Ce surcoût pourrait être plus onéreux que le surcoût lié à une émission au nom de la SPPE.

Mme Virginie Delaury, membre du conseil d'administration de la SPPE, a observé que, contrairement aux deux premières opérations, les prochaines souscriptions de la SPPE seront étalées dans le temps, ce qui devrait permettre de lisser les émissions et d'apporter une certaine souplesse dans les conditions de financement.

Répondant à **M. Jean Arthuis, président**, et à **Mme Nicole Bricq** sur la rémunération perçue par la SPPE, **M. François Cailleateau** a indiqué qu'il escompte un bénéfice net d'environ 700 millions d'euros à la fin de l'année 2009, ce chiffre prenant en compte un coût de la dette à hauteur de 150 millions d'euros sur une rémunération brute de 853 millions d'euros.

M. Jean Arthuis, président, a toutefois fait observer que ce chiffre est sujet à caution, puisque la prochaine opération de la SPPE permettra aux groupes bancaires de convertir leurs titres super subordonnés souscrits par la SPPE en actions de préférence, ce qui modifiera et décalera la rémunération de la SPPE d'un an, celle-ci ne percevant plus alors, sur ces actions, des intérêts à la fin 2009, mais des dividendes en 2010.

M. Jean-Paul Emorine, président de la commission des affaires économiques, a souhaité savoir, d'une part, comment est défini le montant souscrit par la SPPE pour chaque établissement et, d'autre part, comment est surveillée l'évolution de l'encours de crédit aux entreprises. **M. Jean Arthuis, président**, s'est interrogé sur l'utilisation d'un éventuel reliquat si certains établissements ne participent pas à la seconde opération de renforcement des fonds propres.

En réponse, **M. François Cailleateau** et **Mme Virginie Delaury** ont indiqué que :

- le volume des souscriptions de la SPPE est calculé de manière à renforcer les fonds propres des établissements dans la même proportion, soit une augmentation de 0,5 point des fonds propres de base ;

- l'ensemble des établissements aidés lors de la première tranche de renforcement des fonds propres ont des ratios de solvabilité supérieurs aux normes internationales établies. Il s'est agi d'une opération de soutien, et non de sauvetage, destinée à renforcer la structure financière des groupes bancaires ;

- le dispositif validé par la Commission européenne précise que les établissements prennent, ou non, la quote-part qui leur est attribuée. Dans cette perspective, il n'est pas envisagé de redistribuer un éventuel reliquat résultant du refus d'un établissement de bénéficier de l'aide ;

- les contreparties demandées aux établissements bénéficiaires font l'objet d'une convention signée entre l'Etat, et les groupes bancaires. L'octroi de la deuxième tranche de renforcement des fonds propres devrait être subordonné à de nouveaux engagements de la part des établissements, à savoir la priorité donnée au renforcement de leurs fonds propres dans le cadre de leur politique de distribution des dividendes, et le renoncement à la part variable des rémunérations de leurs dirigeants.

Mme Nicole Bricq s'est interrogée sur la contradiction apparente qu'il y a, pour les établissements destinataires de l'aide, à bénéficier de l'argent public et à distribuer parallèlement des dividendes. En outre, elle s'est émue que l'Etat puisse s'enrichir dans le contexte de crise actuel.

Mme Virginie Delaury a répondu que l'objectif de la SPPE est de pallier temporairement les défaillances du marché, et qu'il est donc nécessaire de conserver une politique de distribution de dividendes afin de maintenir un attrait de ces établissements auprès des investisseurs privés

Après avoir souhaité connaître pour la SPPE, le montant de la perte latente liée à Dexia, **Mme Nicole Bricq** s'est interrogée, avec **M. Jean Arthuis, président**, sur l'existence d'une provision pour dépréciation du titre de ce groupe, et sur l'impact de cette provision sur la distribution de dividendes par la SPPE.

Reconnaissant que la SPPE enregistre à ce jour une moins-value sur Dexia, **M. François Cailleteau** a souligné que le sauvetage du groupe franco-belgo-luxembourgeois doit être apprécié sur le moyen terme. Il a indiqué que la prise en compte de la situation de Dexia dans les comptes est difficile, aussi bien pour l'année 2008 que pour l'année 2009.

Répondant à **M. Jean Arthuis, président**, qui s'interrogeait sur la participation éventuelle de l'Etat aux conseils d'administration ou de surveillance des banques dont il sera amené, via la SPPE, à détenir une fraction non négligeable du capital, **M. François Cailleteau** a indiqué que cette présence serait en pleine contradiction avec la finalité de la SPPE. Le renforcement des fonds propres des établissements par l'Etat, via la SPPE, constitue un dispositif de crise, dont les modalités de mise en œuvre doivent inciter les bénéficiaires à sortir rapidement. Dans cette perspective, l'Etat n'a pas vocation à s'ingérer dans la gouvernance des établissements.

En conclusion, **M. Jean Arthuis, président**, a souligné la nécessité de distinguer les établissements bancaires « en détresse » qui réclament une intervention de sauvetage, des établissements qui, pour jouer pleinement leur rôle de financement de l'économie en temps de crise, doivent recourir à des « activateurs de crédit ».

II. AUDITIONS DU 17 FÉVRIER 2009

A. M. PHILIPPE DUPONT, PRÉSIDENT DU GROUPE BANQUE POPULAIRE

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé, à titre liminaire, sur le risque systémique couru par l'économie et les marchés financiers à l'automne dernier, ainsi que sur l'action de l'Etat en vue d'assurer le financement de l'économie française. En outre, il a relevé l'importance du rapprochement en cours entre le groupe Banque Populaire et les Caisses d'épargne.

M. Philippe Dupont, président du groupe Banque Populaire, a rappelé que la faillite de la banque Lehman Brothers a déclenché la crise des marchés, mais que des mesures appropriées ont été prises en France afin de se prémunir contre le risque de pénurie de liquidité et en vue de permettre aux établissements bancaires de faire face à leurs engagements financiers. Il a ajouté que le groupe Banque Populaire a lui-même bénéficié de ce train de mesures, via un prêt de la Société de financement de l'économie française (SFEF), de l'ordre de cinq milliards d'euros, soit environ 25 % des besoins de financement annuels du groupe.

M. Philippe Dupont a souligné que, de par sa structure de banque coopérative et sa proximité avec les chefs d'entreprises, le groupe Banque Populaire a toujours eu le souci, au cours de la période récente, d'accompagner et de soutenir le développement de l'économie réelle. A cet égard, il a indiqué que l'encours des prêts aux entreprises a continué de progresser de près de 12 % sur les derniers mois.

Il a insisté sur l'importance des entreprises, et notamment des très petites entreprises (TPE) ainsi que des créateurs d'entreprises, dans la clientèle du groupe Banque Populaire. Par ailleurs, il a relevé l'étroite relation nouée avec les services du médiateur du crédit nommé au cœur de la crise.

Il s'est félicité de la situation plus favorable du crédit aux entreprises et aux particuliers en France, en comparaison de celle constatée dans les pays voisins. Il a toutefois observé que le groupe Banque Populaire ne peut pas financer des dossiers d'entreprises qui présentaient déjà un risque important avant même la crise.

M. Philippe Dupont a rappelé que le groupe Banque Populaire a eu recours à une large gamme d'outils financiers allant du crédit-bail à l'affacturage en passant par les fonds d'investissements de proximité. Il a

ajouté que le groupe a désormais l'ambition d'accompagner les entreprises dans leur demande de fonds propres afin de faciliter leur reconversion.

Il a estimé que la sortie de crise ne peut s'envisager sans le rétablissement de la demande. A cet égard, il a souligné que cette demande s'est effondrée à la fin de l'année 2008, tant sur le marché immobilier que pour le crédit à la consommation. Évoquant l'attentisme des vendeurs et des acheteurs sur le marché immobilier, ainsi que les difficultés du marché de l'automobile, il a considéré que le ralentissement actuel de l'économie est lié à une crise de défiance.

Il a toutefois souligné que le début de l'année 2009 a permis d'enregistrer quelques signes encourageants, avec notamment en matière de logement et de crédits aux entreprises une décrue des taux d'intérêt, revenus à leur niveau du début de l'année 2008.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur l'apport en liquidités supplémentaires drainées par le Livret A.

M. Philippe Dupont a indiqué que depuis le 1er janvier 2009 l'encours du Livret A au sein du groupe s'élève à 1,6 milliard d'euros. Il a toutefois ajouté que les récentes émissions effectuées sur le marché obligataire l'ont été à des taux d'intérêt élevés et que le coût des liquidités restera durablement onéreux.

Il a rappelé que la banque Natixis résulte du rapprochement depuis la fin de l'année 2006 de Natexis et des métiers de marché et de crédit de la Caisse des dépôts et consignations. Il a relevé que Natixis a été affectée au cours des derniers mois tant sur ses activités de gestion pour compte propre que sur celles de titrisation.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité savoir si la plus grande part des pertes enregistrées l'ont été sur les activités aux Etats-Unis.

M. Philippe Dupont a reconnu qu'effectivement les pertes ont notamment été subies sur les marchés à Londres et aux Etats-Unis. Il a précisé que les difficultés financières ont affecté Natixis dès le printemps 2007 et plus encore au cours de l'exercice 2008.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur l'activité de réhausseur de crédits du groupe Banque Populaire.

M. Philippe Dupont a indiqué que cette activité est certes présente au sein de Natixis, mais qu'elle a été récemment préservée de l'impact négatif d'éventuels actifs « toxiques ».

M. Jean Arthuis, président, s'est inquiété du coût devant être supporté par le groupe Banque Populaire du fait de cette activité.

M. Philippe Dupont a indiqué que ce coût est de l'ordre de 500 millions d'euros et qu'il a été provisionné dès 2007.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur l'intervention de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), dans le contexte traversé par le groupe Banque Populaire.

M. Philippe Dupont a rappelé qu'un apport en fonds propres a été réalisé en décembre 2008 à hauteur de 950 millions d'euros en titres super subordonnés. Par ailleurs, il a précisé que 900 millions d'euros seront passés en réserves au titre de l'exercice 2008 et que les pertes enregistrées correspondent à des pertes prudentielles, et non à des pertes comptables.

Il a ajouté que le groupe Banque Populaire présente d'ailleurs l'un des meilleurs ratio Tier 1 de la place, à un niveau de 9 %.

Il a reconnu que le contexte difficile des derniers mois conduit à s'interroger sur la pertinence du projet de rapprochement entre l'un des principaux financeurs de l'économie nationale, le groupe Banque Populaire, et le plus grand collecteur d'épargne du pays, les Caisses d'épargne. Il a souligné qu'un tel projet ne peut s'envisager que dans des conditions de solidité financière absolue.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur l'opportunité pour le groupe Banque Populaire d'être associé à la deuxième tranche de participation à laquelle pourrait prochainement souscrire la SPPE.

M. Philippe Dupont a estimé qu'en matière de financement le choix des outils utilisés est particulièrement important et a affirmé qu'il ne négligera ni les actions de préférence, ni les titres hybrides.

M. Jean Arthuis, président, a rappelé la nécessité de conforter les fonds propres des petites et moyennes entreprises (PME) et a salué dans cette perspective la détermination dont fait preuve le groupe Banque Populaire.

***B. M. MICHEL PÉBEREAU, PRÉSIDENT DU CONSEIL
D'ADMINISTRATION DE BNP PARIBAS***

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que l'audition de **M. Michel Pébereau** intervient dans le cadre du suivi du plan de soutien aux banques, qui s'est traduit, dans la loi du 16 octobre 2008 de finances rectificative pour le financement de l'économie, par l'adoption d'une garantie globale de l'Etat à hauteur de 360 milliards d'euros.

Présentant les causes de la crise financière actuelle, qu'il a qualifiée d'un genre nouveau, **M. Michel Pébereau** a tout d'abord insisté sur la responsabilité dans l'ébranlement du système financier international de trois de ses principaux acteurs :

- en premier lieu, les autorités politiques américaines, qui sont en cause dans l'excès de liquidités sur les marchés financiers. Cet excès de liquidités est la conséquence du déficit structurel de la balance des paiements courants des Etats-Unis, dû à l'insuffisance de l'épargne américaine. Il s'est traduit par l'apparition d'une « bulle immobilière » ;

- l'industrie financière, ensuite, dont le manque de professionnalisme et les errements éthiques, de degré variable, ont conduit à une crise de solvabilité et de liquidité et ont affecté la confiance dans les marchés financiers ;

- les régulateurs, enfin, particulièrement les régulateurs américains, qui n'ont pas pleinement assuré leur mission de prévention. La confiance dans les agences de notation a notamment été excessive.

M. Michel Pébereau a indiqué que la crise financière actuelle est également la conséquence d'une conception trop extensive de la notion de marché, dont le danger s'est matérialisé en comptabilité dans le concept de la « juste valeur », qui privilégie une valorisation à court terme des établissements. La crise financière a notamment révélé les limites du principe du « *mark-to-market* », selon lequel la valeur de marché d'un produit peut être évaluée en permanence.

M. Michel Pébereau a ensuite rappelé les trois grandes étapes de la crise financière actuelle :

- la crise dite des « *subprimes* » au mois d'août 2007, qui a provoqué la fermeture de l'ensemble des marchés de produits structurés, suite au constat selon lequel la notation d'un produit n'en garantit pas la valeur ;

- la crise de liquidité et du crédit, ensuite, dite « crise du marché interbancaire », qui est apparue entre l'été 2007 et l'automne 2008 : les investisseurs, qui s'étaient retirés des marchés structurés, se sont également progressivement retirés des marchés interbancaires, menaçant leur équilibre ;

- enfin, la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers en l'absence d'intervention des autorités américaines : les investisseurs se sont retirés de tous les marchés de taux au profit des marchés obligataires, selon le principe du « *fly to quality* », les investisseurs ayant davantage confiance dans les signatures des Etats.

M. Michel Pébereau a indiqué qu'un « risque systémique », c'est-à-dire de propagation de la crise à l'ensemble du système financier mondial, était concevable, mais qu'il a pu être évité grâce à l'intervention des Etats qui se sont substitués aux marchés défaillants. Les banques centrales ont joué un rôle important en assurant la liquidité des marchés et en coordonnant leurs interventions. Les Etats, notamment les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne, sont, quant à eux, intervenus, pour éviter la faillite de certains de leurs établissements bancaires.

M. Michel Pébereau a insisté sur la spécificité de la situation française, dont les banques ont été moins affectées par la crise financière, celles-ci conservant des comptes d'exploitation bénéficiaires. L'intervention du Gouvernement a donc consisté avant tout à éviter le « *credit crunch* », à savoir l'impact, sur la sphère économique, des difficultés rencontrées dans le système bancaire. Le plan de relance français a reposé sur deux modalités : d'une part, le renforcement des fonds propres des établissements bancaires, et,

d'autre part, leur refinancement en liquidités, en contrepartie notamment d'une augmentation de leurs encours à l'économie réelle.

Rappelant que la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE) est sur le point de lancer une seconde tranche de souscription à des actions de préférence ou à des titres super subordonnés (TSS) à hauteur de 10,5 milliards d'euros, assortie d'une option de conversion des TSS précédemment souscrits, **M. Jean Arthuis, président**, a souhaité savoir si BNP Paribas entend émettre des actions de préférence ou demander la conversion de certains de ses TSS précédemment émis.

M. Michel Pébereau a jugé techniquement rationnel ce dispositif, dans la mesure où il doit permettre un renforcement des fonds propres des établissements bancaires et favoriser le crédit. Bien qu'elles soient plus coûteuses que les TSS proposés dans un premier temps, BNP Paribas devrait, après accord de ses actionnaires, émettre des actions de préférence, voire convertir une partie des TSS émis dans le cadre de la première tranche. Ce type de titres bénéficie en effet d'une meilleure appréciation par les marchés financiers.

En réponse à **M. Jean Arthuis, président**, **M. Michel Pébereau** a indiqué que la pratique du rachat d'actions, qui a pu avoir lieu au moment de la fusion entre la Banque nationale de Paris et Paribas et qui consiste pour une entreprise à annuler, en les rachetant, ses propres actions, pour éviter une dilution de son capital, a cessé.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité savoir quelle appréciation BNP Paribas porte sur les fonds d'investissement d'acquisition par effet de levier (*leveraged buy-out* ou LBO), ces opérations ayant été mises en cause dans l'endettement de certaines petites et moyennes entreprises (PME).

M. Michel Pébereau a indiqué que trois éléments doivent être pris en compte dans l'appréciation des opérations de LBO, les difficultés engendrées par certaines de ces opérations ne pouvant être généralisées :

- premièrement, les effets de leviers résultant des opérations de LBO peuvent être très différents selon les entreprises et les banques qui les financent ;

- deuxièmement, il est toujours loisible aux propriétaires de l'entreprise et aux investisseurs financiers de renégocier les conditions de ces opérations ;

- troisièmement, la qualité de gestion et le segment de marché sur lequel une entreprise se situe jouent un rôle important dans la réalisation de ces opérations.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité connaître l'appréciation de BNP Paribas sur les dispositifs français de refinancement et de recapitalisation des banques, au travers de deux sociétés ad hoc, la Société de financement de

l'économie française (SFEF) et la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE). Il a souhaité savoir si ces mesures ont permis une relance du crédit.

M. Michel Pébereau a insisté sur la nécessité d'une intervention de l'Etat et, particulièrement, sur le rôle complémentaire de la SFEF et de la Banque centrale européenne (BCE). Il a indiqué que l'insuffisance actuelle du crédit tient à une insuffisance de la demande et non de l'offre. Cette baisse de la demande de crédit s'explique par la crise de confiance qui affecte les entreprises et les ménages, ces derniers ayant renoncé à la réalisation de certains de leurs investissements.

M. Jean-Jacques Jégou s'est interrogé sur les réformes pouvant être engagées en vue d'une amélioration des règles de régulation des marchés financiers. Il a ensuite insisté sur la contradiction pouvant exister entre, d'une part, la mauvaise image du secteur bancaire dans l'opinion publique et, d'autre part, le constat selon lequel la crise actuelle du crédit résulte d'un manque de demande et non d'offre de crédit. Il a enfin souhaité connaître l'avis de **M. Michel Pébereau**, auteur d'un rapport relatif à la dette publique en 2005, sur la dégradation actuelle du déficit public et de la dette publique.

M. Joël Bourdin s'est interrogé, d'une part, sur l'évolution envisageable des tâches de la Banque centrale européenne (BCE) afin que celle-ci fasse du soutien à la croissance une de ses missions principales à côté de la maîtrise de l'inflation et, d'autre part, sur le rôle joué par les hedge-funds dans la crise financière actuelle. Il a enfin souhaité savoir si le secteur de l'assurance-vie doit faire l'objet d'une surveillance particulière.

M. Serge Dassault s'est interrogé sur les causes de l'insuffisance du crédit immobilier et automobile, sur l'efficacité du plan de relance proposé par le Gouvernement, ainsi que sur les conséquences de ces mesures sur le déficit public.

M. Philippe Adnot a souhaité obtenir des précisions sur l'opération de rachat du groupe Fortis par BNP Paribas, ainsi que sur l'évolution des règles comptables à envisager pour l'avenir.

M. Eric Doligé a demandé si la confiance entre les établissements financiers est aujourd'hui retrouvée ou si, au contraire, des inquiétudes subsistent.

M. Jean-Pierre Fourcade a souhaité savoir si la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers aurait pu être évitée, si la souscription de la SPPE à des actions de préférence représente, pour les établissements bancaires, un coût plus élevé que la souscription aux TSS et si un risque inflationniste n'est pas à craindre en raison des écarts de taux importants existant entre les Etats.

Faisant référence aux déclarations de M. Baudouin Prot, directeur général de BNP Paribas, devant la commission des finances de l'Assemblée nationale le mardi 3 février 2009, **Mme Nicole Bricq** a souhaité savoir dans quelle mesure il y a une contradiction entre, d'une part, demander aux banques d'accorder davantage de crédit et, d'autre part, exiger d'elles qu'elles

augmentent leur ratio de fonds propres. Elle s'est interrogée sur la capacité des établissements bancaires à remplir leur engagement d'augmenter les encours de crédits de 3 % à 4 %, cet engagement étant la contrepartie de l'apport en fonds propres accordé aux établissements bancaires par la SPPE. Elle a enfin demandé comment BNP Paribas envisage l'éventuelle entrée de l'Etat au sein de son conseil d'administration, l'Etat pouvant détenir une partie importante du capital de la banque dans le cadre des émissions d'actions de préférence.

M. Aymeri de Montesquiou a demandé si la création, à l'échelle internationale, d'une autorité de régulation des marchés financiers est envisageable.

M. Roland du Luart a insisté sur la nécessité d'une certaine prudence face à une crise financière de cette ampleur, les décisions prises dans l'urgence pouvant être un facteur aggravant de celle-ci.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité savoir comment les conclusions du groupe de travail relatif à la rémunération des professionnels du milieu bancaire, adoptées par la Fédération bancaire française (FBF), seront prises en compte par BNP Paribas. Il s'est enfin interrogé sur les mesures pouvant être prises pour assurer la transparence des opérations des établissements bancaires via les paradis fiscaux.

M. Michel Pébereau a indiqué qu'il convient, avant tout, d'appliquer les règles de régulation existantes, mais non pleinement mises en œuvre aujourd'hui, plutôt que de modifier ces dernières ou d'en créer de nouvelles. Un niveau de régulation effectif à l'échelle européenne doit être mis en place, en coordination avec le système de régulation américain.

La mise en place d'une autorité de régulation internationale est aujourd'hui utopique. Néanmoins si une telle autorité devait voir le jour, il serait légitime qu'elle soit localisée en Europe et créée à partir de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Evoquant les critiques dont les banques font actuellement l'objet en raison de l'aide qui leur est apportée en dépit de l'ampleur de leurs bénéfices, il a souligné que si les banques françaises sont aujourd'hui moins affectées par la crise financière, cela résulte de leur comportement prudentiel dans la période précédant la crise.

M. Michel Pébereau a estimé nécessaires les mesures prises par le Gouvernement pour relancer l'économie en dépit de leur impact sur les finances publiques. Il a néanmoins indiqué qu'il fallait tirer les conséquences de la situation actuelle, à savoir, d'une part, revenir aussitôt que possible dans une trajectoire de retour à l'équilibre des finances publiques et, d'autre part, poursuivre les efforts entrepris pour accroître l'efficacité de la dépense publique, objectif fixé à la Révision générale des politiques publiques (RGPP).

S'agissant de la Banque centrale européenne (BCE), il a précisé que celle-ci a pleinement joué son rôle en assurant la liquidité du marché européen. Faire du soutien à la croissance et à l'emploi une des missions

principales de la BCE semble inutile, dans la mesure où il s'agit déjà de l'un des objectifs de la BCE à côté de la maîtrise de l'inflation.

Répondant à **M. Joël Bourdin**, **M. Michel Pébereau** a indiqué que les hedge funds n'ont pas été à l'origine de la crise financière actuelle et qu'un contrôle du secteur de l'assurance-vie dépend du degré de sa régulation, le principal problème tenant à la liberté laissée aux épargnants dans le choix des produits constituant leur assurance-vie.

S'agissant du rachat du groupe Fortis, il a indiqué que la procédure est en cours.

Quant à la réforme des normes comptables, il a considéré que, d'une part, l'instauration de règles comptables mondiales est nécessaire et que, d'autre part, les Etats doivent se mettre d'accord sur les principes devant guider les comptables dans l'élaboration de ces normes. La définition de règles comptables constitue, en effet, un enjeu politique important.

M. Michel Pébereau a précisé qu'il n'y a plus d'inquiétudes entre les banques aujourd'hui grâce à l'intervention des Etats pour éviter la faillite de certains établissements. La perte de confiance sur le marché interbancaire n'a d'ailleurs jamais concerné les grandes banques internationales.

Il a indiqué que la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers aurait pu être évitée et a insisté sur l'importance de la réunion du Conseil européen au mois d'octobre 2008 dans l'enrayement de la crise. Il a indiqué qu'une reprise de l'inflation, à court terme, semble peu probable.

En réponse à **Mme Nicole Bricq**, **M. Michel Pébereau** a indiqué qu'une sortie de la crise actuelle n'est, en effet, pas envisageable si les analystes financiers exigent des normes de régulation plus strictes – notamment s'agissant du ratio de solvabilité des banques – que celles posées par les régulateurs de marché. Il a ensuite précisé que les banques feront tous les efforts nécessaires pour respecter leur engagement d'une augmentation du volume de crédit de 3 % à 4 %. Quant à l'entrée de l'Etat dans le conseil d'administration de BNP Paribas, il a jugé que la question ne se pose pas, dans la mesure où l'Etat n'a pas, à ce jour, souscrit des actions de BNP Paribas.

Il a rappelé que les refus de crédit aux entreprises ne sont pas plus importants qu'avant la crise et que, selon des données statistiques datées du mois de décembre 2008, le crédit en faveur des entreprises et des ménages progresse.

S'agissant de l'engagement de bonne gouvernance de la Fédération bancaire française (FBF), il a indiqué que l'évolution des dividendes accordés aux actionnaires de BNP Paribas devra désormais suivre la « profitabilité » de l'établissement. Les dividendes ne pourront plus être maintenus au niveau de ceux accordés auparavant. Une réunion des actionnaires de BNP Paribas est prévue afin de réfléchir à l'application de l'accord signé par la FBF.

Quant à la transparence des opérations des établissements bancaires, il a précisé que BNP Paribas applique la législation en vigueur dans chacun des pays où ses établissements sont implantés et respecte les codes de déontologie mondiaux.

III. AUDITIONS DU 18 FÉVRIER 2009

A. M. MICHEL CAMDESSUS, PRÉSIDENT DE LA SFEF

M. Jean Arthuis, président, a rappelé le rôle de la SFEF et la portée de la garantie de l'Etat dont elle bénéficie pour ses émissions sur les marchés. Cette société contribue au refinancement des banques en leur pourvoyant des liquidités sur le moyen terme, et s'apparente en cela à un « second cercle de la banque centrale ». Il a également souhaité connaître l'analyse que **M. Michel Camdessus**, en tant qu'ancien directeur général du Fonds monétaire international, peut livrer sur la crise financière, en particulier sur son caractère structurel et le rôle éventuellement joué par la faillite de la banque Lehman Brothers.

M. Michel Camdessus, président de la SFEF, a présenté la SFEF comme une sorte de « pompe aspirante et refoulante », dotée d'une petite équipe de sept personnes et chargée d'intervenir en substitution du marché défaillant pour soutenir le crédit interbancaire. La SFEF emprunte avec la garantie de l'Etat auprès d'une gamme diversifiée d'investisseurs, puis octroie des prêts non bonifiés aux établissements de crédit pour qu'ils puissent à leur tour prêter aux agents économiques. Le plafond théorique de la garantie de l'Etat, d'un montant de 265 milliards d'euros, ne sera sans doute pas atteint, la SFEF ayant vocation à ne plus exister après le 31 décembre 2009.

Compte tenu de l'émission en cours, libellée en dollars, le montant total des huit émissions de la SFEF devrait atteindre 33,2 milliards d'euros. Les prêts aux banques sont assortis de plusieurs conditions, tenant au respect des ratios réglementaires de solvabilité et d'une convention conclue par chaque établissement avec l'Etat. Cette convention prévoit un objectif, qu'il a qualifié d'ambitieux, d'augmentation de 3 % à 4 % en 2009 (par rapport à 2008) de l'encours de crédit aux agents économiques, et une clause d'ordre éthique portant sur la normalisation des rémunérations octroyées aux dirigeants et aux professionnels des marchés.

En réponse à une observation de **M. Jean Arthuis, président**, qui considère que cet objectif d'accroissement des crédits apparaît « mystérieux » au regard du constat récemment formulé par les banques, portant sur une contraction de la demande de crédit, il a affirmé que la progression de l'offre de crédit est pour l'instant conforme à la convention.

Il a ajouté que les émissions obligataires et les modalités de fonctionnement de la SFEF sont bien accueillies par l'ensemble des

investisseurs internationaux sollicités, notamment américains, japonais et coréens. Ces investisseurs attribuent à la SFEF certains avantages par rapport aux émetteurs étrangers analogues, en particulier une garantie indirecte et globale plutôt que directe et individuelle aux banques, ce qui assure un marché secondaire plus profond.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, il a précisé que l'écart de taux par rapport aux émissions de France Trésor est de seulement 10 points de base, mais que l'émetteur de référence est plutôt la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) allemande, avec laquelle la SFEF est en compétition.

M. Jean-Yves Colin, directeur général de la SFEF, a ajouté que la SFEF et la KfW sont perçus comme les deux meilleurs émetteurs en Europe après les Etats allemand et français, et que la SFEF n'a pas été soumise à un « parcours initiatique », en dépit de l'historique de la KfW sur les marchés. En réponse à une question de **M. Jean-Jacques Jégou**, il a également indiqué que les conditions d'émission de la SFEF sont légèrement meilleures que celles de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES).

Revenant sur les engagements « éthiques » des banques, **M. Michel Camdessus** a précisé les nouvelles conditions afférentes aux rémunérations : elles doivent refléter la performance réelle des dirigeants, les indemnités de départ sont plafonnées à deux années de rémunération fixe, la distribution de stock-options et d'actions gratuites sans condition de performance est prohibée, et un nouveau régime de rétribution des « traders » a été mis en place. En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, il a ajouté que les rachats d'actions par les banques sont également interdits, mais que ce point relève de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE).

Il a ensuite exposé la répartition des prêts accordés par la SFEF aux 13 banques bénéficiaires (qui représentent environ 85 % du marché français des crédits), en fonction de la taille de leur bilan et de leur part de marché. Les deux filiales de crédit des constructeurs automobiles français, RCI Banque et Banque PSA Finance, ont également bénéficié des concours de la SFEF, pour un milliard d'euros chacune. Les prêts ainsi accordés se sont révélés plus attractifs, à hauteur de 50 à 90 points de base, que les financements de maturité équivalente qui auraient été obtenus sur le marché.

En réponse à une interrogation de **M. Jean Arthuis, président**, il a précisé que la Commission européenne a accepté une diminution de la rémunération de la garantie de l'Etat, à 20 points de base au lieu des 50 points de base qu'elle demandait initialement. A cette rémunération s'ajoute, dans le taux des prêts octroyés par la SFEF, un « spread » correspondant à la qualité de signature de chaque banque, dont **M. Jean-Yves Colin** a estimé l'amplitude à 50 à 90 points de base.

Répondant à **Mme Nicole Bricq**, **M. Michel Camdessus** a ensuite indiqué que le taux de l'émission en dollars de la SFEF en cours est de 2 %. **M. Jean-Yves Colin** a ajouté que le taux a varié entre 2 % et 3 % selon les

opérations, et que les prêts de la SFEF sont accordés aux banques dans les mêmes conditions de maturité et de devise que l'émission correspondante, ce qui permet à la SFEF d'écarter tout risque de discordance entre actif et passif.

Les modalités de la décote sur le taux des prêts, pratiquée selon la qualité des collatéraux remis en garantie par chaque banque, sont fixées par un arrêté ministériel du 20 octobre 2008, et pour les collatéraux en euros relatifs à une opération en dollars, par un arrêté de janvier 2009. Au final, le taux des concours de la SFEF avoisine en moyenne 4 %, aucun profit n'étant enregistré par la SFEF puisqu'elle n'agit que comme un « sas ».

En réponse à une question de **Mme Nicole Bricq** sur les intérêts reversés à l'Etat, **M. Michel Camdessus** a estimé qu'en se fondant sur un montant global de 80 milliards d'euros de prêts en 2009, une maturité moyenne de deux ans et demi et un coût moyen de 57 points de base pour les banques (hors rémunération de la garantie), l'Etat percevrait environ 1,2 milliard d'euros dès 2009. **M. Jean-Yves Colin** a ajouté que 441 millions d'euros de commissions ont d'ores et déjà été perçues par l'Etat depuis fin 2008, au moment du règlement de chaque opération.

M. Jean Arthuis, président, a considéré que ces sommes ne devraient pas apparaître en recettes dans la comptabilité budgétaire de l'Etat. Une telle procédure de « pré-paiement » témoigne d'un « excès de créativité » et la perception des intérêts devraient être étalée sur la durée correspondant à la maturité des prêts. **M. Michel Camdessus** a souscrit à cette proposition, tout en rappelant que la SFEF n'a pas à intervenir dans ces considérations budgétaires.

M. Jean-Jacques Jégou s'est interrogé sur le fonctionnement de la SFEF ainsi que sur l'impact de l'abaissement à 2 % du principal taux directeur de la Banque centrale européenne sur les conditions de refinancement des banques et une éventuelle répercussion de ces marges sur les crédits qu'elles consentent.

M. Michel Camdessus a précisé que le capital de la SFEF est détenu pour 34 % par l'Etat et pour 66 % par les sept principales banques françaises. Les taux directeurs de la BCE n'ont quant à eux guère d'impact sur les conditions de prêt de la SFEF, dans la mesure où ces deux structures couvrent deux segments distincts de refinancement, respectivement le court (jusqu'à six mois) et le moyen termes. La SFEF n'a pas non plus d'action particulière à exercer en matière de surveillance des marges des banques.

En réponse à une question de **M. Aymeri de Montesquiou** sur la participation des fonds souverains aux émissions de la SFEF, il a estimé qu'ils ont sûrement souscrit, sans pouvoir être plus précis. Il a distingué trois catégories de souscripteurs – banques centrales, investisseurs institutionnels et établissements de crédit – dont 70 à 80 % sont étrangers.

Evoquant les craintes souvent exprimées sur une raréfaction du crédit, **M. Pierre Bernard-Reymond** a demandé à **M. Michel Camdessus** son

sentiment sur les perspectives en la matière pour 2009. Ce dernier a fait part de sa vive inquiétude, compte tenu de l'absence de visibilité et de l'ampleur des plans budgétaires de relance aux Etats-Unis, en Europe et bientôt au Japon, qui risquent de conduire à une brutale remontée des taux d'intérêt. Il a également confirmé l'appréciation de **M. Jean Arthuis, président**, selon laquelle ce type de crise pourrait inciter à la création monétaire, facteur de relance de l'inflation.

Puis en réponse à deux questions de **Mme Nicole Bricq** sur le soutien à Dexia et la possible résurgence de tensions sur la liquidité des banques en 2009, il a précisé que la SFEF n'est pas intervenue en faveur de Dexia, qui bénéficie d'une garantie directe de l'Etat à hauteur de 55 milliards d'euros. Concernant la liquidité du marché interbancaire, il a considéré que le refinancement à court terme ne pose pas de réelles difficultés, grâce à l'action efficace de la BCE, mais s'est déclaré plus inquiet sur le segment du moyen terme en raison du « télescopage » des besoins de financement des émetteurs privés et publics.

M. Michel Camdessus a ensuite livré sa perception de la crise économique et financière. Il l'a présentée comme « la crise de trop », qui ne serait sans doute pas advenue si on avait pleinement tiré les leçons des crises mexicaine et asiatique dans les années quatre-vingt dix, et mis en œuvre les mesures consensuelles qui avaient été proposées en 1997 et 1998 sur le rôle du FMI en matière d'alerte et de surveillance du secteur financier. Depuis, les marchés financiers ont prospéré sur les lacunes de la réglementation financière, contribuant à la croissance économique mais aussi à un dévoiement manifeste des pratiques.

Il a rappelé que la délégation française avait proposé, lors des travaux sur la modernisation du FMI de la fin des années quatre-vingt dix, une extension de son mandat au secteur financier, un renforcement de la composante politique du processus décisionnel et un élargissement de la représentation des pays émergents et en développement. Les textes modifiant les statuts du FMI étaient prêts et il ne restait plus qu'à en fixer la date d'application ; aussi a-t-il déploré que cette réforme majeure ait depuis été oubliée.

Il a salué l'ampleur et les objectifs des travaux préparatoires aux prochains sommets du G20, qui abordent enfin des sujets sensibles tels que les agences de notation, l'encadrement des fonds spéculatifs, les centres off shore ou la procyclicité des normes comptables internationales. Il a jugé que l'on ne peut désormais plus se contenter de demi-mesures.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, il a estimé que la crise, bien qu'apparue à la faveur des défaillances sur les prêts « *subprimes* », était inéluctable en raison du « pari » qui avait été pris sur la liquidité et du fait que l'on ne s'était pas vraiment donné les moyens de prévenir ce type de crise. Il a ainsi fait référence aux déclarations d'Alan Greenspan sur « l'exubérance irrationnelle des marchés » dès 1996, et au vote

à l'unanimité, par le comité intérimaire en 1998, du principe de la réforme des statuts du FMI.

M. Philippe Adnot a constaté que l'on pallie aujourd'hui une crise de surfinancement privé par un surfinancement public.

M. Michel Camdessus a estimé qu'il est certes nécessaire de prendre des mesures proportionnées sur le court terme pour faciliter la relance économique et la liquidité, mais surtout de s'attacher rapidement aux problèmes structurels et de long terme, parmi lesquels le surendettement public et privé. Il a ainsi fait référence à son rapport de 2004 sur la croissance française et au rapport de **M. Michel Pébereau** sur la dette publique, remis fin 2005.

Evoquant le mandat du FMI, centré sur les questions monétaires et de change, M. Joël Bourdin s'est interrogé sur les évolutions institutionnelles qui doivent aujourd'hui être mises en œuvre.

M. Michel Camdessus a exposé trois moyens traditionnellement utilisés pour remédier aux grandes crises de crédit et d'endettement : l'inflation, qui selon lui « lamine » les classes moyennes ; le report du coût sur les actionnaires par des faillites bancaires ; et le transfert de la charge sur les générations suivantes. Il a confirmé la nécessité d'élargir le mandat du FMI pour en faire une autorité mondiale en matière financière. Cette évolution, malgré la prise de conscience consécutive aux crises mexicaine et asiatique, s'est cependant heurtée à des résistances durant l'actuelle décennie, nées de la croyance en l'autorégulation des marchés. Les principes de la réforme, tant sur le mandat du FMI que sur sa gouvernance plus politique, étaient pourtant inscrits dans les statuts du Fonds dès les Accords de la Jamaïque de janvier 1976.

Le FMI est également confronté à un sérieux problème de ressources. Pour que la taille du bilan du FMI soit cohérente avec l'évolution des volumes traités sur les marchés financiers, il serait, selon lui, nécessaire de doubler les quote-parts des Etats membres. Compte tenu du délai requis par le processus de ratification dans chaque pays, le Fonds devrait, entretemps, pouvoir emprunter auprès de ses membres ou des fonds souverains.

Il a également confirmé l'appréciation de **M. Pierre Bernard-Reymond** sur l'impact, en termes d'endettement et de déséquilibre des flux mondiaux de capitaux, des besoins de financement des Etats-Unis pour mener deux guerres, comme ce fut déjà le cas avec la guerre du Vietnam. Les intérêts des Etats-Unis, qui s'endettent auprès du reste du monde, convergent cependant avec ceux des grands pays émergents, qui disposent d'importantes réserves, le cas échéant amplifiées par la sous-évaluation de leur devise. Il a donc jugé aujourd'hui nécessaire d'accroître le taux d'épargne des ménages américains et de réévaluer le yuan chinois.

M. Michel Camdessus a ensuite partagé l'avis de **M. Jean Arthuis, président**, sur l'« indécence » des bonus versés par certaines banques

américaines pour leurs activités de marché, alors même qu'elles ont pu bénéficier du soutien de l'Etat. Ce constat rejoint la triple nature de la crise actuelle, qui porte à la fois sur les failles de la régulation – manifestées par l'ampleur du hors-bilan et des crédits hypothécaires –, l'architecture financière dans son ensemble – du fait de l'absence de surveillance centralisée –, et le défaut d'éthique qui exacerbe l'appât du gain.

S'il est difficile de mettre en œuvre une réforme d'ordre éthique, il faut à tout le moins « sortir du déni » et se livrer à une prise de conscience collective. Les professions financières devraient ainsi, selon lui, se doter de codes de déontologie beaucoup plus exigeants, notamment en matière de formation à la commercialisation des produits, actuellement trop axée sur la maximisation du profit par opération. De même, il a appelé à une meilleure promotion de la responsabilité sociale et environnementale des entreprises.

Enfin, en réponse à une question de **M. Philippe Adnot** sur les leçons de la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt dix, il a souligné que si cette crise n'est pas exactement de même nature que l'actuelle, les pays d'Asie concernés, en particulier la Corée, n'en ont pas moins accepté des ajustements de grande ampleur et conduit des réformes structurelles qui leur ont permis de s'extraire d'une situation de quasi-banqueroute en moins de deux ans. A l'inverse, le Japon a longtemps tardé à prendre les mesures nécessaires.

M. Jean Arthuis, président, a conclu en appelant la France à des réformes centrées sur la compétitivité.

B. M. RENÉ CARRON, PRÉSIDENT, ET M. JACQUES LENORMAND, DIRECTEUR GÉNÉRAL DÉLÉGUÉ DE CRÉDIT AGRICOLE SA

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que la loi n° 2008-1061 du 16 octobre 2008 de finances rectificative pour le financement de l'économie a instauré une société de prise de participation de l'Etat (SPPE) et une société de financement de l'économie française (SFEF), susceptibles de bénéficier de la garantie de l'Etat pour un montant de, respectivement, 40 milliards d'euros et 320 milliards d'euros. Le Crédit agricole a su faire face à son besoin de recapitalisation, et a, semble-t-il, surmonté les difficultés connues aux Etats-Unis par sa filiale Calyon. Quelle analyse le Crédit agricole fait-il de la crise actuelle ? Pourquoi a-t-il contribué à la première tranche de titres super-subordonnés souscrits par la SPPE, et ne prévoit-il pas de contribuer à la deuxième ? Prévoit-il de sortir rapidement du dispositif ? Le plan de financement de l'activité française améliore-t-il effectivement le financement de l'économie ? Le problème concerne-t-il actuellement surtout l'offre ou plutôt la demande de crédit ?

En réponse, **M. René Carron, président de Crédit agricole SA**, a estimé que la crise est très profonde, et provient de l'insuffisance de la régulation, en particulier aux Etats-Unis. Le groupe Crédit agricole a été transparent sur la manière dont il a été touché par la crise et, en juin 2008, a

augmenté son capital de 5,9 milliards d'euros. En effet, s'il n'avait pas besoin de réaliser une telle augmentation, il a considéré que celle-ci deviendrait plus difficile par la suite. A l'automne 2008 a été engagée une vaste réorganisation. Le groupe dispose aujourd'hui de 64 milliards d'euros de capitaux propres, et son ratio Tier-1 s'établit à 8,5 %. Il est présent dans 70 pays, et, avec le Crédit Lyonnais, représente 29 % de la banque de détail en France. Le plan de financement de l'économie française a permis d'améliorer la fluidité du marché interbancaire et d'accroître la capitalisation des banques. En ce qui concerne les garanties que l'Etat peut accorder à la SFEF, alors que le plafond est de 320 milliards d'euros, seulement 16 milliards d'euros de garanties ont été attribués pour des prêts aux banques.

M. Jean Arthuis, président, a demandé à **M. René Carron** si, selon lui, ce montant de 16 milliards d'euros sera dépassé.

M. René Carron a considéré que l'enveloppe ne sera pas totalement utilisée. Cependant, il n'est pas en mesure d'affirmer si le montant total des garanties accordées par l'Etat sera de l'ordre de 25, 30 ou 40 milliards d'euros. Le Crédit agricole a contribué à titre de précaution à l'émission des 10,5 milliards d'euros de la première tranche de titres super-subordonnés souscrits par la SPPE, mais n'a pas besoin de contribuer aux émissions de la deuxième tranche, sa capitalisation étant forte, en particulier grâce aux caisses régionales.

M. Jean Arthuis, président, a demandé quelle a été la part des caisses régionales dans l'augmentation de capital réalisée en juin 2008.

M. René Carron a indiqué qu'elle a été de 57 %. Le groupe Crédit agricole et les caisses régionales distribuent, respectivement, 17 % et 14 % de leurs résultats. En 2008, l'encours de crédits du groupe Crédit agricole a augmenté d'environ 7 %, ce qui ne doit pas masquer une baisse à la fin de 2008 et au début de 2009. Au 15 janvier 2009, les dossiers de clients du Crédit agricole adressés au médiateur du crédit étaient au nombre de 843, sur un total d'un million de dossiers par an pour les PME et les TPE.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur le montant des pertes américaines de la banque de financement et d'investissement Calyon.

M. René Carron a estimé ces pertes à 6 milliards d'euros.

M. François Marc a souhaité savoir si les fluctuations des valeurs boursières du secteur bancaire résultent désormais essentiellement de la manière dont les marchés perçoivent le soutien que lui accordent les pouvoirs publics. Par ailleurs, le Crédit agricole, qui ne distribue que 17 % de ses bénéfices, doit-il se rapprocher de la « règle des trois tiers » évoquée par le Président de la République et M. Serge Dassault, selon laquelle les bénéfices des entreprises doivent se diviser à parts égales entre les salariés, les actionnaires et les investissements ? Quelle est la stratégie du Crédit agricole face aux débiteurs en difficulté ?

En réponse à cette dernière question, **M. Jacques Lenormand**, directeur général délégué de **Crédit agricole SA**, a indiqué que l'on n'observe pas, à ce stade, d'augmentation significative des créances sensibles, douteuses ou litigieuses.

M. René Carron, président de **Crédit agricole SA**, a estimé que, du fait des problèmes financiers multiples apparus aux Etats-Unis, la Bourse est devenue « folle », ce qui perdurera selon lui tant que les autorités américaines n'auront pas clarifié la manière dont elles entendent se débarrasser des créances douteuses. Du fait de son statut mutualiste, le **Crédit agricole** n'a pas vocation à suivre la « règle des trois tiers ». Les caisses régionales sont souvent le « premier acteur de la cité » après les collectivités territoriales, comme le montre leur implication dans le sport, le théâtre ou la musique.

M. Aymeri de Montesquiou a demandé des précisions sur les modalités de cette implication.

M. René Carron a indiqué qu'il s'agit essentiellement d'actions de mécénat. Le **Crédit agricole** est ainsi le deuxième mécène du Louvre, et le premier du musée Guimet.

M. Jean Arthuis, président, a considéré que le **Crédit agricole** a été protégé des excès de l'« hyper-financiarisation » par son statut mutualiste et que ses difficultés se résument à celles rencontrées par Calyon aux Etats-Unis.

M. René Carron a considéré que les pertes américaines du **Crédit agricole** proviennent non d'erreurs qui auraient été commises, mais des insuffisances de la régulation, qui l'ont empêché de disposer d'informations fiables. Personne ne prévoyait, il y a un an, que Lehman Brothers ferait faillite. Par ailleurs, dès lors que l'on décide de faire de la banque d'investissement, il est inévitable de payer les traders conformément aux usages de la profession.

M. Jean Arthuis, président, a estimé que les pertes américaines du **Crédit agricole** s'expliquent aussi par un manque de vigilance de sa part.

M. Jean-Jacques Jégou s'est interrogé sur la signification de certaines notations « triple A ».

M. Pierre Bernard-Reymond a souhaité connaître l'analyse de **M. René Carron** sur la crise actuelle.

En réponse, **M. René Carron** a considéré que la crise financière trouve son origine dans le fait que les Etats-Unis ont recouru à la titrisation pour contourner les règles prudentielles. Il s'agit donc non de refonder le capitalisme, mais seulement de préciser les règles et de veiller à ce qu'elles soient effectivement appliquées. Par ailleurs, l'importance croissante d'un « savoir parcellisé », notamment avec le développement des mathématiques financières, a fait perdre de vue les questions fondamentales : à quoi sert une banque ? Est-il possible d'avoir durablement un retour sur investissement de 20 % alors que le produit intérieur brut augmente de 2 % ? Quelle est l'utilité

pour les Etats de faire des efforts importants de réglementation, si la principale économie mondiale, les Etats-Unis, n'en fait pas ? Ne faut-il pas davantage « récompenser » les clients et les actionnaires fidèles ?

Mme Nicole Bricq a souhaité savoir si le rapprochement des activités de gestion d'actifs de la Caisse d'épargne et de la Société générale est une conséquence de la crise. Par ailleurs, comment prévoit-on de mettre en œuvre les préconisations faites par M. Georges Pauget, président de la Fédération des banques françaises, dans son rapport sur la rémunération des opérateurs de marché, remis le 11 février 2009 à Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi ? Le Crédit agricole respectera-t-il son engagement d'accroître son encours de crédit ?

En réponse, **M. René Carron** a indiqué que si le rapprochement en cours des activités de gestion d'actifs de la Caisse d'épargne et de la Société générale ne résulte pas de la crise, celle-ci l'a accéléré. Ce rapprochement concernerait non seulement les clients des réseaux du Crédit agricole et de la Société Générale, mais aussi ceux de LCL (ex-Crédit Lyonnais) et du Crédit du Nord. Dans les prochains mois, les rapprochements entre banques seront plus fréquents que les prises de contrôle de banques entre elles, du fait des incertitudes qui subsistent en matière de bilans. En ce qui concerne les engagements pris au sujet de l'augmentation de l'encours de crédits, le Crédit agricole fera tout pour les satisfaire, même s'il ne s'agit pas de commettre les mêmes erreurs qu'aux Etats-Unis, en prêtant à des clients non solvables.

M. Jacques Lenormand, directeur général délégué de Crédit agricole SA, a indiqué que le Crédit Agricole prévoit de réduire globalement les bonus d'un montant compris entre 30 % et 50 %. En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, il a précisé qu'il n'est pas envisagé de supprimer totalement les bonus. Ceux-ci rémunèrent non seulement les traders, mais aussi, en particulier, les courtiers, qui ne spéculent pas. Le Crédit agricole prévoit de continuer de distribuer des bonus, mais aussi de les « lisser » sur une période de trois ans, la troisième année voyant le versement d'un solde déterminé en fonction de la pérennité des performances observées.

M. René Carron, président de Crédit agricole SA, a estimé que le Crédit agricole a été relativement protégé, par son statut mutualiste, des excès constatés dans le secteur financier en matière de rémunération. Depuis 2006 le Crédit agricole n'a pas eu de plan de stock-options. **M. René Carron** n'a jamais bénéficié de bonus, de stock-options ou d'intéressement aux bénéfices.

M. Philippe Adnot s'est interrogé sur la réalité de cette protection dans le cas de la banque Calyon.

En réponse, **M. René Carron** a une nouvelle fois déclaré que dès lors que l'on a décidé de faire de la banque d'investissement, il est nécessaire de rémunérer les traders conformément aux usages de la profession.

M. Joël Bourdin a demandé à **M. René Carron** s'il est, comme lui, favorable à la mise en place d'un « fichier positif » recensant l'ensemble des encours des crédits aux particuliers.

M. René Carron lui a indiqué que, jusqu'à présent, le monde associatif ne souhaite pas la mise en place d'un tel « fichier positif », et que, selon ses informations, les expériences étrangères ne sont pas concluantes.

M. Aymeri de Montesquiou s'est interrogé sur le paradoxe selon lequel les Français ont réduit leurs dépenses dans l'immobilier et l'automobile, alors que celles-ci sont restées soutenues pour les achats de Noël ou les sports d'hiver.

En réponse, **M. René Carron** a indiqué ne pas voir de contradiction entre ces différents phénomènes, le dynamisme de certains types de dépenses devant cependant rapidement s'essouffler. Le retournement observé dans l'immobilier est consécutif à la forte augmentation des prix suscitée par la croissance de l'endettement : désormais, les ménages attendent que les prix et les taux d'intérêt diminuent. Dans le cas de l'automobile, le problème est plus structurel, les personnes de moins de 35 ans considérant moins qu'auparavant la voiture comme un moyen de reconnaissance sociale.

M. Albéric de Montgolfier s'est demandé s'il faut davantage rémunérer les agents du « *back office* », afin de revaloriser leurs fonctions et d'améliorer le contrôle du « *front office* ». Par ailleurs, risque-t-on une deuxième crise financière, se diffusant à partir du crédit à la consommation aux Etats-Unis, et dans ce cas, les banques françaises sont-elles exposées ?

En réponse à la seconde question, **M. René Carron** a considéré qu'il s'agit effectivement d'un risque. Les banques françaises seraient peu concernées de manière directe. Cependant, l'impact serait important sur l'activité économique des Etats-Unis, et donc sur celle de la zone euro. Si le Crédit agricole n'avait pas été directement touché par la crise des subprimes, le cours de ses actions serait de 13 euros au lieu de 8,5 euros, ce qui représente un écart modeste, si l'on prend en compte le fait qu'avant la crise, ce cours était de l'ordre de 30 euros.

M. Jacques Lenormand a estimé que les limites du contrôle du « *front office* » proviennent non d'une rémunération trop faible des agents du « *back office* », mais de la séparation insuffisante entre « *back office* » et « *front office* ».

M. Jean Arthuis, président, a estimé que les banques qui ont réalisé des acquisitions par emprunt, ou LBO (« *leveraged buy-out* »), doivent désormais accepter d'alléger les contraintes financières imposées aux entreprises concernées. Il s'est interrogé sur ce qu'il est possible de faire contre les « Etats non coopératifs » en matière bancaire.

M. René Carron a indiqué que le Crédit agricole veille d'ores et déjà à ne pas imposer de contraintes financières excessives aux entreprises concernées par un LBO. **M. Jacques Lenormand** a précisé que les clients du

Crédit Agricole en Suisse et au Luxembourg sont majoritairement étrangers, et proviennent en particulier de l'Asie, du Golfe persique et des Etats-Unis.

En conclusion, **M. René Carron** a indiqué que la communauté financière française a très mal vécu les critiques faites aux banques. Le système bancaire français est l'un de ceux qui ont le mieux résisté. Il faut que chacun contribue à préserver la confiance.

M. Jean Arthuis, président, a estimé que « la confiance doit être au service de la relance ».

IV. AUDITIONS DU 3 MARS 2009

A. M. CHRISTIAN NOYER, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que cette audition s'inscrit dans le cadre du suivi effectué par la commission sur la crise financière et la mise en œuvre du dispositif de financement de l'économie française. Il a questionné **M. Christian Noyer** sur quatre sujets.

D'abord, quel devrait être, aujourd'hui, le rôle du Fonds monétaire international (FMI) ? Un élargissement des missions de cette institution est-il souhaitable, et ces missions doivent-elles se limiter au suivi et à la prévention des risques systémiques, ou intégrer une compétence de prescription ?

Ensuite, que penser des préconisations formulées, fin février 2009, par le groupe d'experts mandaté par la Commission européenne, et présidé par M. Jacques de Larosière, sur la supervision financière en Europe ? En particulier, la création de deux nouvelles instances a été envisagée : d'une part, pour la supervision « macroprudentielle », un conseil européen du risque systémique, qui serait placé sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE) ; d'autre part, au plan « microprudentiel », un système européen de supervision financière, qui résulterait de la transformation des actuels comités techniques dits « de niveau 3 » (pour les marchés, pour les banques, et pour les assureurs et institutions de prévoyance).

Par ailleurs, quelles suites donner aux propositions émises par M. Bruno Deletré dans son rapport sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France, remis en janvier 2009 à la ministre de l'économie, des finances et de l'emploi ? Ce rapport, notamment, tend à privilégier une fusion entre la commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), pour constituer un pôle prudentiel intégré de régulation au sein d'une autorité dotée d'un collège unique. L'Autorité des marchés financiers (AMF), quant à elle, serait consacrée comme pôle « déontologique », et verrait sa compétence élargie aux conditions de commercialisation de l'ensemble des produits financiers. Cette compétence devrait-elle comprendre la réglementation de la commercialisation du crédit à la consommation, voire du crédit en général ?

Enfin, alors que les banques centrales sont chargées de veiller à la stabilité des prix des biens et des services, serait-il opportun de leur confier une mission similaire visant le prix des actifs ?

M. Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France, a souligné que toutes ces questions sont précisément celles que les banques centrales et autres autorités de supervision se posent à l'heure actuelle.

En ce qui concerne le rôle du FMI, il a plaidé pour une répartition équilibrée des compétences avec le Forum de stabilité financière internationale (FSF), sous réserve que cette dernière instance parvienne à mieux représenter l'ensemble des économies, au-delà du seul G7 qu'elle reflète aujourd'hui. Le FSF permettrait d'apporter des solutions rapides et efficaces aux problèmes posés. En revanche, le FMI doit assumer, en propre, deux compétences : en premier lieu, la détection des risques systémiques existant dans les différentes économies du monde et, le cas échéant, la demande aux autorités compétentes d'y remédier par les mesures appropriées de régulation ; en second lieu, l'examen des politiques macro-économiques de chaque Etat, afin de repérer d'éventuels déséquilibres constitutifs de risques majeurs. Ce type d'examen, en l'état actuel des statuts du Fonds, n'est possible que sur la base du volontariat de chaque Etat. C'est ainsi, par exemple, que la France a fait procéder à l'examen de la stabilité de son système financier. **M. Christian Noyer** a préconisé de donner à cet examen un caractère systématique et obligatoire. Pour le reste, il a estimé qu'une recommandation « forte » du FMI s'apparente d'ores et déjà à une forme de prescription, eu égard à la pression politique qu'elle représente pour le pays destinataire.

S'agissant des propositions du groupe d'experts présidé par M. Jacques de Larosière, il s'est déclaré « très favorable » à la création des deux nouvelles entités envisagées. D'une part, un conseil européen du risque systémique pour la supervision « macroprudentielle » permettrait, selon lui, d'améliorer l'efficacité de la politique de stabilité financière au niveau européen et, concomitamment, de renforcer l'influence de l'Europe au plan international. Il a jugé pertinent un adossement de cette structure à la BCE. En effet, les banques centrales sont désormais couramment perçues comme devant jouer un rôle en matière de stabilité financière. Il a indiqué que le conseil des gouverneurs de la BCE a mené une réflexion sur ce thème ; il reste à la traduire au niveau institutionnel. Les statuts de la Banque de France pourraient d'ailleurs opportunément se trouver complétés, en ce sens, par le législateur.

D'autre part, sous l'aspect « microprudentiel », il a souscrit à la proposition d'un système européen de supervision financière. Cependant, il a estimé que la crise récente a mis en évidence des faiblesses dans la régulation, davantage que dans la supervision proprement dite.

M. Jean Arthuis, président, a fait observer que la notion de « fonds propres », au sein de l'Union européenne, est différemment entendue d'un Etat à l'autre. **M. Christian Noyer**, confirmant ce point, a indiqué que les critères mis en œuvre aux Etats-Unis d'Amérique, en ce domaine, correspondent à une

version « moyenne » des définitions retenues parmi les Etats européens. Il a précisé que la conception française était « plus rigoureuse » que cette moyenne. Mais seule une définition harmonisée des fonds propres autoriserait des comparaisons internationales véritablement pertinentes.

Puis il a relevé les quatre enjeux essentiels qui, d'après lui, s'attacheraient à la mise en place d'un système européen de supervision financière. Il s'agit de la médiation entre superviseurs, de la désignation d'un superviseur chef de file pour les groupes, de l'adoption de standards de supervision unifiés, et de la mise en œuvre de pouvoirs de gestion des crises. Il a noté que la supervision exercée par la Réserve fédérale américaine, avec son architecture décentralisée, s'avérait relativement proche du modèle proposé par le groupe d'experts présidé par M. Jacques de Larosière.

Abordant ensuite les recommandations du rapport de M. Bruno Deletré, il s'est déclaré, de manière générale, « très ouvert ». Néanmoins, il lui apparaît comme une condition « *sine qua non* » que les réformes qui pourraient être introduites sur cette base ne conduisent pas à éloigner l'autorité de supervision de la banque centrale. En effet, il a souligné qu'actuellement, les équipes chargées de la supervision financière se trouvent fortement intégrées au sein de la Banque de France. Cette situation, dans la pratique, permet l'échange rapide d'informations ; par exemple, à l'été 2007, elle a rendu possible une anticipation de l'éclatement de la crise financière. Il a donc souhaité qu'on ne la remette pas en cause.

Quant à l'évolution des compétences de l'AMF, il a reconnu l'opportunité de regrouper les fonctions de réglementation et de surveillance en matière de protection des épargnants et des investisseurs. En revanche, il a douté de l'opportunité d'attribuer à l'AMF la totalité des compétences assurant la défense des consommateurs dans le domaine du crédit. En effet, les procédures de lutte contre le surendettement, aujourd'hui en partie confiées à la Banque de France, requièrent une implantation territoriale dont l'AMF, en l'état de son organisation, ne dispose pas.

Enfin, sur la possibilité pour les banques centrales de veiller à la stabilité du prix des actifs, il a indiqué que la difficulté réside dans la détermination *ex ante* d'un prix d'équilibre pour les actifs, et dans sa pondération, en l'absence d'indice équivalent à ceux relatifs aux biens et services. Fixer un objectif de stabilité des prix, pour les actifs, s'avère donc sensiblement plus délicat qu'en matière de biens et de services. Toutefois, dans l'hypothèse de la formation d'une « bulle » en ce domaine, il a précisé qu'il appartient aux banques centrales de prendre en compte la situation (comme le fait l'Eurosystème à travers son « pilier monétaire ») et de faire prendre, à l'égard des établissements de crédit notamment, des mesures prudentielles adaptées.

M. Jean Arthuis, président, a fait observer que de telles mesures, pour être efficaces en France, devraient être appliquées parallèlement dans l'ensemble des pays européens. A défaut, la délocalisation des établissements

visés suffirait à les rendre vaines. Par ailleurs, il a suggéré que la Banque de France procède à la notation des établissements financiers, en fonction de la soutenabilité de leurs opérations.

Mme Nicole Bricq s'est interrogée sur le caractère réalisable de l'engagement souscrit par les établissements de crédit, dans le cadre du dispositif de financement de l'économie, d'augmenter leurs offres de crédit, en 2009, à hauteur de 4 % par rapport à 2008. Par ailleurs, elle a souhaité connaître les avantages et inconvénients que présenterait un partage des bilans bancaires entre « bonne banque » et « mauvaise banque » (« *bad bank* »), cette dernière catégorie concentrant les actifs réputés « toxiques ».

Sur le premier point, **M. Christian Noyer** a indiqué que si, entre janvier 2008 et janvier 2009, la progression du crédit a atteint un niveau satisfaisant (à hauteur de 7,9 % en moyenne pour l'ensemble du système bancaire), il en va différemment de l'évolution enregistrée entre décembre 2008 et janvier 2009, proche de zéro. A ce rythme, il existerait un risque que l'engagement d'une hausse de 4 % de l'offre de crédit ne soit pas tenu. Dans cette période caractérisée par l'incertitude, même si les établissements financiers ont adopté un comportement particulièrement prudent, la situation résulte cependant moins d'un déficit d'offre, de leur part, que d'une faiblesse de la demande des consommateurs. En outre, la prise en compte des risques par les établissements prêteurs, en les conduisant à augmenter le niveau de leurs provisions, a induit un renchérissement des crédits proposés, lequel peut contribuer à dissuader les emprunteurs potentiels. Néanmoins, la détente des conditions de crédit devrait améliorer la situation et permettre aux banques de tenir leur engagement.

Sur le second point, il a exposé que le partage des bilans bancaires devrait en théorie faciliter le refinancement de l'économie, en neutralisant les actifs dits « toxiques », qu'il a distingués des simples actifs manquant de liquidité. Toutefois, la mesure se heurte à la difficulté de valoriser ces actifs. En effet, la fixation d'un prix trop bas sanctionnerait les établissements financiers pour leurs erreurs de gestion mais, en devenant une référence comptable, risquerait d'entraîner un effet déstabilisant pour l'ensemble du système. A l'inverse, un prix trop élevé reviendrait indirectement à faire subventionner les établissements financiers par le contribuable. Au surplus, il a estimé que le recours au modèle de la « *bad bank* » n'apparaît pas nécessaire en France, y compris dans le cas du groupe Natixis.

M. Joël Bourdin a demandé s'il existe une définition précise du caractère « systémique » d'un risque économique ou financier. D'autre part, il a estimé que le FMI doit remplir son rôle de surveillance des économies avec une plus grande régularité, sans discrimination entre grands pays développés et pays émergents.

M. Christian Noyer a indiqué que la notion de risque « systémique » n'a guère d'autre définition que celle de risque « pour le système », apprécié selon l'ampleur du choc que causerait sa réalisation sur l'économie considérée

dans sa globalité. Ainsi la faillite de la banque américaine Lehman Brothers, en septembre 2008, a-t-elle déclenché une crise financière globale à la suite d'un « choc de défiance ».

M. Jean Arthuis, président, a fait remarquer que la croissance excessive d'un établissement bancaire peut être envisagée comme un risque systémique. **M. Christian Noyer** a reconnu que le développement de la taille des établissements financiers constitue un enjeu important en termes de régulation. Il a rappelé que le droit européen l'encadre en conséquence.

Concernant le FMI, il a considéré que le rôle fondamental de l'institution, consistant à surveiller l'équilibre des balances des paiements et à inciter les Etats à corriger leurs déséquilibres économiques majeurs, a été exercé avec constance. Cependant, il a admis qu'un rééquilibrage dans la représentation des Etats membres pourrait modifier sa pratique dans le sens d'une plus grande indépendance de vue.

M. Serge Dassault s'est interrogé sur l'éventualité que la France, en raison du niveau de son endettement public et des prévisions de baisse des recettes fiscales, fasse l'objet de recommandations du FMI. Il a souhaité connaître l'état des analyses au sujet des modalités de sortie de la crise actuelle.

M. Christian Noyer a indiqué que, la balance française des paiements n'étant que très légèrement déficitaire, des recommandations du FMI ne sont pas à redouter. L'institution, à ce jour, a seulement préconisé des réformes structurelles qui, globalement, ont été mises en œuvre. Quant aux anticipations de sortie de crise, il a indiqué que, compte tenu des mesures de l'ensemble des plans de relance nationaux, des politiques monétaires des derniers mois, et de la désinflation constatée, il est espéré une stabilisation au second semestre 2009, ou au plus tard dans le courant de l'année 2010, si les Etats-Unis, dans l'intervalle, sont parvenus à résorber leurs propres difficultés.

M. Jean-Pierre Fourcade a fait observer que le Royaume-Uni, n'appartenant pas à la zone euro, peut jouer des variations de la valeur de sa monnaie comme d'un instrument d'atténuation des effets de la crise. Par ailleurs, il s'est inquiété des écarts de taux constatés au sein de cette zone, entre les émissions de dette souveraine, d'un Etat à l'autre. Cette situation, à terme, ne comporte-t-elle pas des risques pour la stabilité de l'euro ? Enfin, remarquant que le déficit commercial de la France retient davantage l'attention des analystes que son déficit des paiements, il a souhaité savoir si la Banque de France, sur ce second aspect, disposait d'éléments de comparaison avec les autres pays européens.

M. Christian Noyer a tout d'abord précisé que le Royaume-Uni, à l'instar des Etats-Unis, se contente de laisser le marché fixer le taux de change de sa monnaie. S'agissant du déficit des paiements, il a indiqué que les enjeux de refinancement de l'économie se situent au niveau européen, et non national. Le cas français, en ce domaine, ne soulève pas de problème particulier. Enfin, il a estimé que l'hypothèse de l'effondrement d'une économie nationale au

sein de la zone euro n'est pas un scénario envisageable ; au besoin, il appartiendrait aux autorités européennes de prendre les mesures de soutien requises par la situation critique d'un pays.

B. M. ETIENNE PFIMLIN, PRÉSIDENT DU CRÉDIT MUTUEL

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que, pour faire face à la crise financière, la France a créé, au cours de l'automne 2008, la Société de financement de l'économie française (SFEF), dont le rôle est de consentir des financements à moyen terme aux établissements financiers qui le souhaitent, et la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), chargée de renforcer les fonds propres des principales banques françaises.

Dans ce contexte, **M. Jean Arthuis, président**, s'est interrogé sur la manière dont le groupe Crédit mutuel a utilisé ces instruments et sur son attitude future. Il a souhaité connaître le jugement porté par le Crédit mutuel sur l'objectif d'augmentation de 3 % à 4 % de l'encours de crédit des banques figurant dans les conventions qui conditionnent l'octroi des financements de la SFEF et de la SPPE, ainsi que sa vision du rôle du médiateur du crédit, opérationnel depuis le mois de novembre 2008. Il a estimé qu'un regard mériterait également d'être porté sur les exigences passées des fonds d'acquisition par effet de levier (« *leveraged buy-out* », ou LBO) et sur le risque que ces fonds peuvent représenter dans la crise actuelle. Enfin, il s'est demandé quelle était la politique du Crédit mutuel en matière de rémunération de ses dirigeants, de ses courtiers (traders) et de ses sociétaires.

M. Etienne Pflimlin, président du Crédit mutuel, a tout d'abord rappelé que son groupe compte 15 millions de clients, 36.000 employés et 24.000 élus. Son encours de crédit s'élevait à 260 milliards d'euros au 31 décembre 2008, en augmentation de 9,7 % sur douze mois. Cependant, une « rupture conjoncturelle » est intervenue depuis le mois d'octobre 2008, traduisant les difficultés non seulement du secteur financier mais de l'économie tout entière. S'agissant plus spécifiquement du crédit aux entreprises, l'encours du Crédit mutuel s'établit à 124 milliards d'euros, en progression de 9,4 % sur douze mois, la moitié de cette hausse ayant été permise par les aides de la SFEF (pour environ 5 milliards d'euros) et de la SPPE (pour environ 1,2 milliard d'euros).

Il a ensuite estimé que le dispositif de soutien de l'Etat au secteur financier apparaît pertinent, l'action de la SFEF ayant permis, en particulier, le redémarrage de l'activité bancaire à un moment où la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, avait bloqué le crédit interbancaire dans un climat de forte défiance entre les établissements.

Toutefois, la production de prêts a diminué de 16 % entre 2007 et 2008, avec une détérioration très sensible sur les derniers mois. Le Crédit mutuel finance lesdits prêts par l'augmentation de ses ressources comptables, dans une proportion d'un tiers et, pour les deux tiers restants, par le recours au

marché, à un taux moyen compris entre 5 % et 6 %. C'est pourquoi le « taux de sortie moyen » de ces fonds de son établissement est d'environ 5 %.

M. Etienne Pflimlin a déclaré que le ralentissement sensible du marché du crédit ne provient pas de l'attitude des banques mais d'une crise de la demande. Dès lors, le Crédit mutuel devrait « tout juste » atteindre l'objectif de 4 % d'augmentation de son encours figurant dans la convention qu'il a signée avec l'Etat, étant entendu que, aux termes de ladite convention, le non-respect de cet objectif pourrait ne pas être sanctionné en cas de dégradation trop marquée de la conjoncture économique.

Du côté de l'offre, les banques, dont le coût du financement a augmenté, ont renforcé leurs demandes de garantie, notamment pour octroyer des prêts immobiliers. S'agissant des LBO, le Crédit mutuel ne financerait sans doute aujourd'hui qu'environ un tiers des opérations qu'il a pu soutenir précédemment. De fortes menaces pèsent d'ailleurs sur l'ensemble des banques du fait de ces opérations.

M. Etienne Pflimlin a particulièrement insisté sur le fait que c'est l'atonie de la demande de crédit qui ralentit fortement le marché, relevant que la répétition des messages de défiance à l'égard des banques pourrait être l'un des facteurs pénalisant la reprise. D'autre part, l'absence de produits d'épargne longue dans le bilan des banques, pouvant constituer un « socle d'intermédiation », risque de poser des problèmes à terme.

En réponse à une interrogation de **M. Jean Arthuis, président**, il a indiqué ne pas avoir observé de mouvement de retrait des produits « actions » en faveur de placements plus sécurisés de la part des clients de son réseau, soulignant que le Crédit mutuel n'avait pas distribué de produits « toxiques » à sa clientèle.

Puis **M. Etienne Pflimlin** a déclaré que le groupe Crédit mutuel avait participé à la première opération de recapitalisation du secteur bancaire par la SPPE essentiellement par « solidarité de place ». Le groupe n'a pas encore arrêté de décision au sujet de la deuxième tranche de refinancement, le coût élevé de cette ressource pouvant l'inciter à ne pas se joindre à cette nouvelle opération. En toute hypothèse, une participation du Crédit mutuel ne s'effectuerait que sous la forme d'émission de titre super subordonnés (TSS) et non d'actions de préférence. Répondant à **Mme Nicole Bricq**, **M. Etienne Pflimlin** a précisé qu'une telle participation pourrait toutefois être rendue nécessaire par un durcissement des conditions de collecte de fonds sur le marché, exprimant, à cet égard, ses craintes au sujet des contraintes pouvant résulter du sommet du G 20 qui doit se tenir à Londres en avril 2009. En revanche, une définition commune des fonds propres bancaires apparaît souhaitable, d'autant que la France dispose déjà de critères pertinents en la matière.

M. Etienne Pflimlin a ensuite qualifié de « remarquable » la mise en place, dans un délai réduit, du dispositif de médiation du crédit. Cependant, sans mettre en cause son utilité, le nombre relativement réduit (environ 6.000)

de dossiers déposés auprès des services du médiateur conduit à relativiser l'ampleur des problèmes dus au durcissement de l'offre de crédit. S'agissant du groupe Crédit mutuel, moins de 1.200 dossiers ont été soumis à la médiation, parmi lesquels la moitié a été réglée sans l'intervention des services du médiateur et environ 400 ont été traités par lesdits services, dont seulement 4 au niveau national. Pour ce qui concerne l'avenir, l'orateur a estimé, à titre personnel, que les dispositifs d'exception ne devraient pas avoir vocation à être pérennisés.

Enfin, au sujet des engagements éthiques demandés aux banques, **M. Etienne Pflimlin** a fait valoir que leur mise en œuvre a été simple pour le groupe Crédit mutuel, qui n'est pas coté en bourse et ne distribue donc pas de stock options. De plus, le groupe a procédé à l'abandon des bonus des dirigeants dès décembre 2008. Il a également entrepris une réforme de la rémunération des traders qui se heurte, cependant, aux dispositions du code du travail empêchant une révision unilatérale des contrats de travail. Des actions contentieuses de la part des intéressés ne sont pas à exclure. Toutefois, il ne devrait pas revenir à la loi de régler de tels cas au risque de rendre le droit plus complexe. En outre, des dispositions trop rigoureuses pourraient poser un problème de compétitivité à la place financière française après la fin de la crise actuelle.

M. Jean-Pierre Fourcade s'est interrogé sur les nouveaux produits que pourraient créer les banques afin de drainer une épargne de long terme, se demandant, en particulier, si le secteur du développement durable ne pourrait pas fournir un support adéquat.

M. François Marc a souhaité obtenir des précisions sur les raisons pour lesquelles le groupe Crédit mutuel n'est pas coté en bourse. Les fortes évolutions du cours de bourse des banques cotées, parfois sur le fondement de rumeurs, n'auraient-elles pas contribué à brouiller l'image de ces établissements ? D'autre part, la faillite de Lehman Brothers peut-elle être considérée comme le véritable déclencheur de la crise actuelle alors même que l'ampleur des déséquilibres accumulés depuis des années dans l'économie mondiale paraît fournir une explication plus convaincante ? Enfin, le Crédit mutuel ne s'est-il pas éloigné de ses principes originels en accordant trop facilement des crédits immobiliers ou en finançant certaines opérations de LBO ?

M. Jean Arthuis, président, a souhaité savoir si le dispositif public d'octroi de prêts à taux zéro n'a pas fragilisé les bénéficiaires.

M. Albéric de Montgolfier s'est interrogé sur l'évolution de l'encours des livrets A en dépôt au sein du groupe Crédit mutuel et sur les moyens mis en œuvre par celui-ci pour faire respecter le principe de l'interdiction pour un particulier de détenir plusieurs livrets.

M. Adrien Gouteyron a demandé les raisons pour lesquelles seul un très petit nombre de dossiers du groupe Crédit mutuel a été traité au niveau

national par les services du médiateur du crédit. Par ailleurs, une augmentation de la taille des dossiers soumis à la médiation n'est-elle pas à craindre ?

En réponse à ces interventions, **M. Etienne Pflimlin** a déclaré :

- qu'une réforme de l'épargne logement, certes délicate à mener en une période de forte tension sur les finances publiques, pourrait répondre au besoin d'épargne longue des établissements bancaires, certains d'entre eux considérant toutefois que l'épargne boursière pourrait remplir cette fonction ;

- que l'introduction en bourse pose un problème en ce qui concerne la rémunération des dirigeants, l'attribution de stocks options conduisant certains d'entre eux à privilégier de manière excessive l'évolution du cours de bourse. C'est avant tout ce constat qui a conduit le groupe Crédit mutuel à ne pas souhaiter être coté ;

- que la crise actuelle résulte avant tout des déséquilibres nord-américains, l'endettement des ménages français demeurant plus raisonnable. A cet égard, le groupe Crédit mutuel se caractérise par un taux de surendettement de ses clients inférieur à la moyenne nationale ;

- que la très forte concurrence entre les banques au cours de la période précédente a conduit l'ensemble des acteurs à assouplir les conditions d'octroi de prêts, notamment immobiliers, aux ménages, ou les critères de participation à des opérations de LBO, lesquelles ont d'ailleurs contribué pendant de nombreuses années au dynamisme de l'économie ;

- que le prêt à taux zéro est un bon dispositif qui a solvabilisé les emprunteurs de manière « raisonnable ». A cet égard, le taux de sinistralité des clients ayant bénéficié d'un prêt à taux zéro est inférieur à la moyenne des prêts au logement ;

- que le réseau du Crédit mutuel n'a pas observé de mouvement massif sur le livret A, les ouvertures de comptes compensant presque exactement les fermetures. En revanche, sa filiale CIC, qui ne pouvait distribuer de livret A avant le 1^{er} janvier 2009, a collecté 1,9 milliard d'euros au cours du mois de janvier 2009 ;

- que le fonctionnement très décentralisé du réseau du Crédit mutuel peut probablement expliquer le petit nombre des dossiers remontés jusqu'au niveau national des services du médiateur du crédit. D'autre part, il est probable que la taille des dossiers appelés en médiation augmente à l'avenir. Néanmoins, une proportion significative desdits dossiers pourrait ne pas véritablement relever de la médiation et être transférée vers des dispositifs de soutien aux entreprises en difficulté.

C. M. FRÉDÉRIC OUDÉA, PRÉSIDENT-DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

Evoquant une récente enquête sur les très petites entreprises, **M. Jean Arthuis, président**, a relevé les apparentes contradictions dans la

communication des banques sur l'évolution des encours de crédits. Il s'est interrogé sur un éventuel resserrement de leurs conditions d'octroi, sur le bilan que fait la Société générale de ses relations avec le Médiateur du crédit, et sur la dégradation des conditions de financement des fonds de rachat avec effet de levier « *leveraged buy-out* » (LBO).

Il a également posé plusieurs questions concernant les émissions réalisées au profit de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE) et les résultats de la Société générale : les titres super-subordonnés ne sont-ils pas assimilés de façon trop « audacieuse » à des fonds propres ? Les modalités de rémunération de l'Etat et d'incitation à la sortie du dispositif sont-elles bien calibrées ? Comment la Société générale compte-t-elle utiliser le bénéfice net de 2 milliards d'euros qu'elle a réalisé en 2008 ?

M. Frédéric Oudea, directeur général de la Société générale, a formulé quelques remarques préliminaires sur la crise. Assimiler cette dernière à une simple crise bancaire est, selon lui, à la fois réducteur et rassurant pour les observateurs. Après une période de croissance « dopée » par une liquidité très bon marché, qui a alimenté un endettement généralisé des entreprises et des ménages, la crise actuelle vient « purger » un excès d'endettement, dont le système bancaire a été un vecteur mais non l'acteur exclusif. Il importe aujourd'hui d'imaginer le nouvel équilibre entre consommation et épargne et le rôle du système bancaire dans le monde économique de demain. Il faudra notamment tenir compte de ce que les bilans des banques sont aujourd'hui soumis à une forte contrainte de diminution de leur levier, qui contribue à réduire l'offre de crédit.

Il a estimé que la situation des banques est aujourd'hui très variable selon les pays et le niveau de surendettement des ménages. Ainsi, aux Etats-Unis d'Amérique, ce surendettement n'est pas uniquement lié à la bulle immobilière, mais aussi à l'inflation des encours de cartes de crédit. La situation française est meilleure car elle se caractérise par un plus faible niveau d'endettement des ménages et des modalités de prêts moins risquées. Il apparaît cependant que la faillite de Lehman Brothers a rompu la confiance au sein du système bancaire. La disponibilité de liquidités à long terme, indispensable pour pouvoir prêter également à long terme, est actuellement assurée par des garanties et dispositifs gouvernementaux qui ne sauraient être pérennisés. Le dispositif français est néanmoins adapté et a permis à la Société générale d'anticiper l'augmentation de ses encours de crédit. En effet, en l'absence d'émission de titres super subordonnés, la banque aurait certes été en mesure de préserver ses ratios de solvabilité, mais au prix d'une forte réduction de ses prêts.

Il a ajouté que l'année 2008 a été difficile pour la Société générale, compte tenu de la « dislocation » du marché. Les effets de la fraude de M. Jérôme Kerviel ont néanmoins été bien traités et la Société générale a plutôt mieux affronté la crise que ses pairs, avec un bénéfice de 2 milliards d'euros et des ratios de fonds propres début 2009 de 8,8 % pour le « Tier One » et 6,7 % pour le « Core Tier One ». Ces ratios seront confortés si

la Société générale, ainsi qu'elle l'envisage, réalise une deuxième émission au profit de la SPPE. En considérant les normes de fonds propres de manière dynamique, il a estimé que les perspectives de la Société générale sont plutôt bonnes, en dépit d'une visibilité faible qui contribue à renchérir le coût du risque.

Abordant la question du crédit aux agents économiques, **M. Frédéric Oudea** a relevé que la forte croissance des prêts, de 9,2 % fin 2008 (soit + 12,6 % pour les entreprises et + 5,8 % pour les ménages), s'est confirmée en janvier 2009. Elle est toutefois tributaire de la demande, qui diminue en matière immobilière alors même que les conditions de taux sont devenues plus favorables. Il a constaté un certain attentisme des consommateurs, et des reports – plutôt que des annulations – d'investissements du côté des entreprises.

S'agissant du coût du crédit, il a insisté sur le fait que la situation a notablement changé du fait de la forte augmentation du coût de la ressource, qui est passé de 5 à 10 points de base, il y a cinq ans, à 185 points de base en décembre 2008. Le coût de refinancement auprès de la Société de financement de l'économie française (SFEF) est quant à lui de 80 à 85 points de base, sur des maturités de 2 à 5 ans. Ce net renchérissement du coût de la liquidité est, selon lui, durable et appelé à être progressivement répercuté sur la clientèle, d'autant que les marges sur cette activité sont en France plus faibles que dans la plupart des pays voisins.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur les modalités de versement de la rémunération due à l'Etat au titre des prêts de la SFEF, dont M. Michel Camdessus avait affirmé, lors de son audition le 18 février 2008, qu'elle est perçue dès le versement du prêt, il a considéré que les intérêts sont vraisemblablement échus annuellement sur la durée des prêts, mais que ce point doit être confirmé.

Il a ensuite jugé que le dispositif du Médiateur du crédit fonctionne de manière satisfaisante, l'ensemble des parties prenantes ayant « joué le jeu ». Le traitement local des dossiers se révèle adapté, de même que le tri opéré en amont entre les litiges ponctuels sur les conditions de prêt et ceux qui révèlent des problèmes plus structurels de financement. Fin février 2009, environ 610 dossiers portant essentiellement sur de petits montants, concernaient la Société générale, et 365 le Crédit du nord, certaines difficultés pouvant s'expliquer par le manque d'expérience d'une partie des salariés du réseau, dont 30 % ont moins de 30 ans.

Concernant les opérations de rachat avec effet de levier (LBO), il a admis que ce secteur présente aujourd'hui des risques réels, mais qui ne se sont, pour l'instant, pas matérialisés de façon considérable pour la Société générale. Les difficultés que rencontrent ces fonds appellent un examen au cas par cas, mais sont logiques compte tenu de certains excès passés et de la brutalité du retournement des conditions de financement.

Il a précisé que le conseil d'administration de la Société générale se donne jusqu'à la fin du mois de mars pour décider d'une deuxième tranche d'émission – qui reste vraisemblable – au profit de la SPPE. Toutefois, une émission d'actions de préférence requerrait de présenter une résolution modifiant les statuts à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, ce qui ne pourrait se faire qu'au cours du mois de mai 2009, à l'occasion de l'approbation des comptes annuels. En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, il a ajouté que la Société générale n'exercera sans doute pas l'option de conversion des titres super-subordonnés en actions de préférence. S'il existe effectivement un débat sur le caractère de fonds propres réglementaires que revêtent ces titres super-subordonnés, ils n'en demeurent pas moins un instrument « classique », dont les modalités de souscription par la SPPE, lors de la première tranche, étaient bien adaptées à la situation des banques françaises.

M. Jean Arthuis, président, a suggéré que les intérêts perçus par l'Etat au titre de la souscription aux titres super-subordonnés de la première tranche soient affectés à un système de caution mutuelle, éventuellement via Oséo, plutôt qu'aux recettes fiscales. **M. Frédéric Oudea** a considéré qu'il n'est pas en position de juger de l'opportunité d'une telle utilisation, mais a convenu que l'apport d'Oséo est précieux. Il a néanmoins estimé que toute aide aux entreprises doit respecter un principe de crédit responsable et éviter de trop grandes distorsions de concurrence, afin de ne pas pénaliser les entreprises compétitives.

Il a indiqué que la Société générale privilégie la politique de dividende, qui a notamment vocation à récompenser les actionnaires demeurés fidèles en dépit de la chute des cours boursiers, plutôt que les rachats d'actions, qui ont été limités au financement de plans d'attribution de stock-options et n'ont pas été engagés en 2008. Le taux de distribution du dividende au titre de l'exercice 2008 devrait être de 36 % du résultat net, et une option de paiement en actions – assorti d'une décote – sera proposée aux actionnaires, permettant, le cas échéant, de renforcer les fonds propres de la banque.

Concernant la rémunération variable des opérateurs de marché, il a tenu à prévenir tout « amalgame » entre les excès manifestes constatés dans certains pays et les pratiques courantes du marché français. Il a déclaré que les mécanismes en vigueur à la Société générale ont été revus, approuvés par le conseil d'administration et soumis au régulateur bancaire, de sorte qu'ils sont, pour l'essentiel, déjà conformes aux récentes recommandations formulées par le groupe de travail de place. Les bonus ont ainsi fortement baissé en 2008, en moyenne de près de 70 % par rapport à 2006 et de 40 % par rapport à 2007. La structure de la rémunération variable a également été révisée : elle peut désormais être différée, payée en actions et adossée à la performance future de la banque de financement et d'investissement.

En réponse à une question de **Mme Nicole Bricq**, il a précisé que la période durant laquelle la rémunération variable peut être retenue et différée

est de trois ans, selon un mécanisme dit de « *claw back* ». De même, des travaux sont en cours pour mettre en place un système plus responsabilisant, qui repose sur la performance individuelle plutôt que collective. Il a néanmoins rappelé, en se fondant sur l'exemple de Lehman Brothers, que la rémunération n'est qu'un des éléments à prendre en compte dans l'analyse de la performance ou de la défaillance d'une banque d'investissement.

Puis, en réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, **M. Frédéric Oudea** a jugé essentiel que la réforme de la régulation financière ait une portée internationale et non pas seulement française, et contribue en particulier à harmoniser la définition des fonds propres des banques. A ce titre, il a exposé certaines qualités du système français de supervision, qui, selon lui, devraient constituer une source d'inspiration : le rôle déterminant de la banque centrale qui induit une proximité des banques, et une réglementation homogène, sans les failles que la régulation américaine présente, par exemple, à l'égard des courtiers. La supervision des activités bancaires doit néanmoins se renforcer dans le domaine du risque de liquidité et s'adapter aux nouvelles contraintes de financement des bilans. Enfin, il a fait part de son intérêt pour les travaux visant à atténuer la procyclicité des normes prudentielles et comptables, tout en appelant à une certaine progressivité dans leur application, afin d'éviter que les banques ne soient soudainement conduites à constituer des provisions supplémentaires.

En réponse à une interrogation de **M. Jean-Pierre Fourcade** sur les flux de livrets A domiciliés à la Société générale, il a indiqué que, jusqu'à présent, un million de livrets ont été ouverts, représentant environ 2,5 milliards d'euros. Il a ajouté, en réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, que le contrôle de la multidétention repose sur une déclaration sur l'honneur signée par le client.

En réponse à une question de **Mme Nicole Bricq**, il a estimé que la Société générale ne sera sans doute pas en mesure de rembourser par anticipation, dans l'année, les prêts contractés auprès de la SFEF. La Société générale saisira néanmoins toute opportunité de refinancement direct en cas de détente du marché.

Il a enfin exprimé sa solidarité à l'égard des salariés de la Société générale, soumis de manière injuste au flux des critiques et aux incivilités, alors qu'ils ne sont pas responsables de la situation créée. Il est, selon lui, nécessaire d'éviter que ces comportements hostiles ne portent un préjudice durable à des réseaux qui fonctionnent plutôt mieux que dans d'autres pays.

V. AUDITION DU 4 MARS 2009 : M. PIERRE MARIANI, PRÉSIDENT DU COMITÉ DE DIRECTION DE DEXIA SA

M. Jean Arthuis, président, a invité **M. Pierre Mariani** à rappeler les éléments de contexte ayant présidé à sa nomination et à dresser un premier

bilan de la situation de Dexia. Il a également souhaité que la commission soit éclairée sur les conditions de cession des activités d'assurance de Financial Security Assurance (FSA) et de liquidation de ses activités de gestion d'actifs, sur le niveau des pertes envisagées et sur l'éventualité de la mise en jeu de la garantie de l'Etat.

Dexia s'étant livrée, selon les termes de **M. Pierre Mariani**, à des « développements hasardeux, mal financés et tentés loin des bases et des métiers qui ont fait la force historique de la société », **M. Jean Arthuis, président**, a voulu connaître les conditions de recentrage des activités du groupe et les conséquences que les difficultés financières traversées par Dexia pourraient avoir sur le niveau et les modalités des crédits consentis aux collectivités territoriales.

M. Pierre Mariani, président du comité de direction de Dexia, a détaillé les trois origines principales des difficultés du groupe. Le développement très rapide des activités internationales de Dexia, notamment hors d'Europe, s'est tout d'abord opéré sans sources de financement appropriées et sans que Dexia dispose d'une véritable clientèle dans les pays en question.

Le groupe a ensuite recouru à des financements à court terme pour constituer un portefeuille de placements de l'ordre de 160 milliards d'euros, notamment sous forme de portefeuilles d'investissement. Il a par ailleurs « échangé » son excellente notation sur les marchés financiers contre du risque de crédit, sous forme de prêts à des institutions bancaires ou à des pays émergents potentiellement rentables à long terme, mais ayant rapidement révélé des faiblesses.

En dernier lieu, Dexia s'est fortement exposée aux risques liés à l'évolution de la conjoncture américaine, au travers de sa filiale FSA. Celle-ci a développé des activités de garantie des émissions obligataires des collectivités locales aux Etats-Unis d'Amérique, pour 400 milliards de dollars, mais également des activités de rehaussement de crédit de structures de titrisation, pour 115 milliards de dollars. C'est de ce « cœur de portefeuille » qu'ont résulté les principales difficultés du groupe en 2007. FSA s'est enfin livrée à une activité de collecte de dépôts garantis, dont le montant de 17 milliards de dollars a été principalement réinvesti dans des actifs à sous-jacents immobiliers, connaissant aujourd'hui une chute considérable de leur valorisation.

Selon **M. Pierre Mariani**, ces trois sources de difficultés ont abouti, en septembre 2008, à une crise de liquidité et, dans une moindre mesure, de solvabilité, nécessitant le renforcement des fonds propres de Dexia. La faillite de Lehman Brothers a asséché le marché interbancaire et fait disparaître les instruments de financement à court terme auxquels l'entreprise avait recours. En conséquence, la direction de Dexia a sollicité des autorités belges, françaises et luxembourgeoises une recapitalisation rapide. Cette recapitalisation, dont **M. Pierre Mariani** a jugé qu'elle n'était pas la réponse

la plus appropriée à une crise de liquidité, s'est traduite par des prises de participation des Etats français et belge, pour 5,7 % du capital chacun, par l'accroissement de la participation de la Caisse des dépôts et consignations et de la Caisse nationale de prévoyance, des régions belges et des actionnaires historiques du groupe.

Les autorités françaises ont subordonné leur prise de participation à des changements dans l'équipe dirigeante du groupe, ce qui a abouti à sa propre nomination et à celle de M. Jean-Luc Dehaene, en qualité de président du conseil d'administration. Face à un risque imminent de cessation de paiements, la nouvelle équipe dirigeante a sollicité la garantie des Etats, qui a été accordée le 9 octobre 2008.

M. Pierre Mariani a précisé que la clôture des comptes 2008 s'est soldée par une perte de 3,3 milliards d'euros pour Dexia, dont 3,1 milliards liés aux pertes et à la cession de FSA. Par ailleurs, le groupe a enregistré des pertes conséquentes liées à la dévalorisation de son portefeuille bancaire, passé des provisions au titre de l'affaire « Madoff » et constaté des pertes sur des opérations de change en Europe de l'Est. En revanche, il a cédé dans de bonnes conditions une participation dans une filiale du groupe des banques populaires autrichiennes.

S'agissant des modalités de cession de FSA à Assured Guaranty LLC, **M. Pierre Mariani** a affirmé avoir obtenu la quasi-totalité des autorisations réglementaires aux Etats-Unis, indiqué que l'autorisation de la Commission européenne est attendue pour le 18 mars 2009 et fait valoir que les négociations avec les Etats français et belge, concernant les conventions de garantie sur l'activité de produits financiers, sont en cours de finalisation.

Cette cession s'accompagne d'actions destinées à réduire le profil de risque du groupe, en cessant les activités de portefeuille et de négociation pour compte propre, en centralisant à Paris et Bruxelles les activités de marché et en réduisant les limites de risque antérieurement applicables dans l'entreprise. En outre, le périmètre des activités de Dexia a été redéfini et concentré sur les seuls pays où l'entreprise dispose de vrais clients, d'un « *funding* » approprié et se livre à des activités profitables.

M. Pierre Mariani a indiqué que l'assainissement de la situation du groupe se traduira par des mesures de réduction des coûts, visant à diminuer ceux-ci de 15 % en trois ans. Ces mesures auront un impact sur l'emploi, raison pour laquelle une concertation est en cours avec les instances représentatives du personnel.

Il est enfin revenu sur la situation de la liquidité du groupe, affirmant que la garantie des Etats a permis à Dexia de retrouver des conditions acceptables de financement à court terme. Les conditions de financement à moyen terme sont en revanche plus délicates, les émissions réalisées par l'entreprise étant renchériées par le coût de la garantie des Etats. **M. Pierre Mariani** a toutefois précisé que la difficulté de financement à moyen terme affecte l'ensemble des banques et que la crise de liquidité est

moins liée à une méfiance des établissements bancaires les uns à l'égard des autres qu'à leur inquiétude au sujet de leur situation propre.

A la demande de **M. Jean Arthuis, président**, **M. Pierre Mariani** a précisé que la rémunération des garanties des Etats est commune à la France, à la Belgique et au Luxembourg et varie en fonction des échéances, avant de détailler les taux applicables à chacune d'entre elles et les modalités de versement des rémunérations aux Etats. Il a également précisé que l'intégralité de la hausse des coûts de financement n'est pas répercutée sur les clients de Dexia. Si ces clients sont, en France, essentiellement des collectivités locales, la situation est plus diversifiée en Belgique, où l'entreprise ne tire que 40 % de ses revenus de l'activité de prêteur et se livre également à des activités de banque de dépôt et de gestion de trésorerie pour les collectivités.

Mme Nicole Bricq a successivement interrogé **M. Pierre Mariani** sur l'appréciation générale qu'il porte sur la liquidité des marchés, sur l'impact de la situation de Dexia sur les collectivités territoriales, ainsi que sur l'évolution des emplois et des rémunérations des dirigeants au sein de l'entreprise.

M. Serge Dassault est revenu sur la situation de certaines collectivités territoriales ayant contracté des emprunts à taux variable.

M. Joël Bourdin a commenté la difficulté qu'éprouve Dexia à se financer à moyen et long termes et a souhaité obtenir des précisions sur la situation du groupe à l'égard des pays d'Europe centrale et orientale.

M. Jean-Pierre Fourcade a souhaité savoir si Dexia a enregistré des pertes au titre de son activité de crédit aux collectivités locales américaines et si la cession de FSA est susceptible d'améliorer le bilan de l'entreprise et son cours en bourse. Il s'est également interrogé sur l'évolution des prêts indexés de Dexia compte tenu de la baisse attendue de l'inflation.

M. Jean Arthuis, président, est revenu sur les provisions constituées par le groupe et a suggéré que la cherté de la garantie de l'Etat pour Dexia plaide pour qu'elle puisse recourir à la Société de financement de l'économie française (SFEF).

M. Pierre Mariani, président du comité de direction de Dexia, a admis comme paradoxal qu'un problème de liquidité demeure pour Dexia, compte tenu des interventions massives consenties par les banques centrales. Il a relevé une contradiction dans le fait que les agents économiques réclament des prêts pour poursuivre leur activité et souhaitent simultanément que leurs disponibilités fassent l'objet de placements sans risque. A ce stade, le secteur bancaire n'a ni la taille, ni les fonds propres, ni la base de dépôts nécessaires pour se substituer aux opérateurs financiers tels que les SICAV monétaires ou obligataires qui assuraient traditionnellement l'essentiel du financement de l'économie. Si une diminution des taux courts pourra inciter les investisseurs à placer à nouveau leur trésorerie, l'inquiétude domine toujours au sein des

établissements bancaires et les conduits souvent à refuser de prêter leurs disponibilités au-delà d'un mois.

M. Pierre Mariani a confirmé que Dexia envisage la suppression de 900 emplois, dont 250 en France, et a précisé les modalités de réduction des rémunérations variables des dirigeants du groupe. Par ailleurs, les administrateurs du groupe ont vu la partie fixe de leurs jetons de présence divisée par deux. A **M. Jean Arthuis, président**, qui s'interrogeait sur la portée des interventions de l'Etat actionnaire dans ces arbitrages et sur la relative passivité de ce dernier, M. Pierre Mariani a répondu que l'Agence des participations de l'Etat est représentée par un administrateur au sein de Dexia.

S'agissant des crédits structurés, le taux moyen de la dette structurée des collectivités territoriales s'établit à 4,22 %, soit en-deçà du taux moyen de 4,90 % constaté pour l'ensemble des prêts consentis par Dexia aux mêmes collectivités. La structuration de la dette permet donc toujours un financement à moindre coût. Par ailleurs, si la crise a profondément modifié le niveau de certains indices entrant dans la composition de ces crédits, la façon dont Dexia a structuré ses propres produits a limité l'impact du retournement conjoncturel sur ses clients. Enfin, Dexia a pris conscience très précocement des risques liés aux dettes structurées et a proposé à certaines collectivités les aménagements susceptibles de les neutraliser. Sur 22.800 clients et 115 milliards d'euros d'encours de prêts en France, seuls 46 collectivités, 14 hôpitaux et 5 bailleurs sociaux supportent aujourd'hui des taux particulièrement élevés en raison du caractère structuré de leur dette.

A **M. Philippe Dallier**, qui s'est interrogé sur l'existence de cas flagrants de défaut de conseil à certaines collectivités aujourd'hui en difficulté, **M. Pierre Mariani** a rappelé que Dexia n'a pas commercialisé les produits les plus complexes et avait formulé des offres de déstructuration sur certains contrats, en dépit de leur caractère coûteux.

En réponse aux différents intervenants, **M. Pierre Mariani** a enfin apporté les précisions suivantes :

- l'exposition de Dexia aux pays d'Europe centrale et orientale est estimée à 13 milliards d'euros, correspondant essentiellement à des émissions souveraines ; certains prêts seront convertis en monnaie locale ;

- le comté de Jefferson (Alabama) est, pour l'heure, la seule collectivité à avoir fait défaut aux Etats-Unis ;

- le produit de la cession de FSA, pour une valeur de 1,4 à 1,5 milliard de dollars, se compose de liquidités (pour environ 360 millions de dollars) et d'actions d'Assured Guaranty, dont la valeur a fortement chuté au cours de la période récente ; la contribution de cette cession au redressement du bilan de Dexia en sera limitée d'autant, mais il convient de se féliciter de ce que les 700 millions de dollars de dette de l'entreprise soient repris par l'acquéreur ;

- la baisse de l'inflation devrait donner une inflexion favorable aux emprunteurs ayant eu recours à des prêts indexés ;

- sur les 3,1 milliards d'euros de pertes enregistrées en 2008, 1,7 milliard résultent de la cession de FSA, soit la valeur de cette société dans les comptes. En application des nouvelles normes comptables, le risque propre de crédit et des crédits d'impôts différés comptabilisés comme profits ont été annulés pour FSA. Le portefeuille de produits financiers présente un niveau de pertes effectif de 12 millions de dollars et les provisions passées dans les comptes s'élèvent à 1,95 milliard de dollars. Les pertes économiques, telles qu'elles résultent des modèles internes du groupe, sont de l'ordre de 800 millions de dollars, à mettre en regard d'un seuil de « *first loss* » de 4,5 milliards de dollars dans le cadre de la garantie des Etats ;

- enfin, compte tenu de la garantie spécifique dont elle bénéficie, Dexia n'a pas accès à la SFEF, mais le taux que cette dernière consentirait à l'entreprise serait vraisemblablement plus avantageux que celui qui est associé à la garantie des Etats.

VI. AUDITION DU 17 MARS 2009 : M. JACQUES DE LAROSIÈRE, GOUVERNEUR HONORAIRE DE LA BANQUE DE FRANCE

M. Jean Arthuis, président, a souhaité que l'intervenant présente le rapport rédigé par le groupe d'experts qu'il a présidé sur la régulation et la supervision financières en Europe, commandé par la Commission européenne et rendu public le 25 février 2009.

M. Jacques de Larosière a déclaré que, dans un contexte de crise de l'ensemble du système financier, il convient de distinguer deux aspects de la prévention des risques : la régulation et la supervision.

La régulation a pour objet de définir des règles en vue d'assurer la stabilité financière et de protéger les investisseurs et les épargnants. Le Comité de Bâle joue un rôle primordial dans la détermination de normes prudentielles et d'exigences en matière de fonds propres. L'accord « Bâle I » fixait ainsi une limite de 8 % de capitaux propres par rapport à l'encours de prêts accordés par une banque. Depuis 2004, l'accord « Bâle II » a affiné ce ratio prudentiel en pondérant les risques et les catégories d'actifs. Deux failles demeurent cependant dans ce dispositif : sa dépendance à l'égard des modèles internes des banques et ses effets procycliques.

En matière de supervision, c'est-à-dire de contrôle de la mise en œuvre effective des règles par les acteurs du système financier, il a évoqué les difficultés de l'accès des superviseurs aux informations dès lors que celles-ci concernent plusieurs pays. Outre les différences de définition des normes entre les Etats membres de l'Union européenne, le déficit de coopération rend la supervision lacunaire, en dépit des mécanismes d'échanges supranationaux mis en place dans le cadre du processus « Lamfalussy » à travers les comités

de niveau trois. Ces comités, qui regroupent les superviseurs nationaux dans trois domaines sectoriels, sont le comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS), le comité des assurances (CEIOPS) et le comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR).

M. Jacques de Larosière a ensuite exposé les mesures préconisées par le rapport. Sans prôner la création d'une autorité de supervision unique, il demande que les comités de niveau trois deviennent des autorités et qu'il leur soit confié des pouvoirs dans leur secteur de compétence respectif. Ces pouvoirs limités consisteraient principalement à trancher des conflits d'interprétation entre superviseurs, voire à octroyer des licences pour certains acteurs, tels que les agences de notation.

Il propose également la création d'un Conseil européen des risques systémiques, placé sous l'égide de la Banque centrale européenne (BCE) et composé des vingt-sept gouverneurs des banques centrales nationales, des présidents des comités de niveau trois et d'un représentant de la Commission européenne. Cet organe serait chargé de superviser la stabilité des marchés financiers en centralisant l'information.

La fin du rapport est consacrée au dispositif de prévention des crises financières à l'échelle mondiale.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur les propos tenus par M. Lorenzo Bini Smaghi, membre du directoire de la BCE, selon lequel le rapport reste trop prudent sur les pouvoirs accordés au Conseil européen du risque systémique.

M. Jacques de Larosière a d'abord rappelé que les propositions du rapport sont souvent proches de celles de la BCE. La structure dont il propose la création serait ainsi abritée par la BCE et présidée par son Président.

Il a également appelé à la mise en place d'un mécanisme d'alerte précoce géré par le Conseil européen du risque systémique. Ne disposant pas de pouvoirs coercitifs, cet organe pourrait cependant, en cas d'absence de suite donnée à ses avertissements, procéder à un « porter à connaissance » à destination de la Commission européenne et du Conseil de l'Union européenne. Il reviendrait ensuite à ces institutions de décider des mesures à prendre.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur la possibilité d'accroître les pouvoirs de la BCE en matière de supervision macroprudentielle, **M. Jacques de Larosière** a précisé qu'il est moins facile d'étendre les fonctions de superviseur que de renforcer les instruments de régulation.

M. Yann Gaillard s'est étonné de la place accordée au cadre européen dans le rapport alors que la crise financière n'est pas née en Europe et que les mécanismes d'alerte devraient principalement concerner des risques extérieurs au continent.

M. Jacques de Larosière a souligné la pertinence de la remarque tout en indiquant que le mandat donné par la Commission européenne concernait la régulation et la supervision financières dans l'Union européenne. Il a précisé que le rapport préconise de confier la supervision macroprudentielle internationale au Fonds monétaire international (FMI) et la convergence des régulations au Forum de stabilité financière.

M. Joël Bourdin s'est interrogé sur les propositions permettant de réduire les effets procycliques des normes de l'accord de Bâle II, par exemple en changeant les règles d'évaluation des actifs, ainsi que sur le rôle donné par le rapport au FMI, seule institution à même de pouvoir offrir aujourd'hui des solutions en matière de régulation financière à l'échelle internationale.

M. Jacques de Larosière a fait valoir que les banques doivent constituer des réserves et des provisions dans les périodes de prospérité afin de pouvoir les utiliser en cas de récession, à l'image du système des « provisions dynamiques » mis en place en Espagne. Sur cette question de la réduction des fonds propres disponibles permettant de ralentir la démultiplication des prêts en période de prospérité, son rapport rejoint les récentes propositions du « groupe des Trente », comité consultatif pour les affaires économiques et monétaires internationales, dont M. Paul Volcker est le président.

Il a également indiqué que le Bureau des standards comptables internationaux (*International Accounting Standards Board*, IASB), fait l'objet de critiques, compte tenu de sa réticence à encourager le reclassement de certains actifs devenus illiquides du livre commercial des banques (« *trading book* ») vers leur livre bancaire (« *banking book* »). Il a rappelé les débats autour des normes comptables et financières internationales (*International Financial Reporting Standards*, IFRS), ainsi que les réflexions en cours sur les modèles d'appréciation des actifs, notamment le modèle contesté de la « *fair value* », selon lequel la valeur reflète les flux futurs espérés, actualisés au taux de rentabilité exigé par les investisseurs. Il a ensuite distingué la règle de valorisation « *mark to market* », qui consiste à évaluer une position sur la base de sa valeur observée sur le marché, de la règle « *mark to model* » qui se fonde sur les hypothèses d'un modèle pour définir la valeur d'une position. Ce dernier mode d'évaluation est utilisé le plus souvent pour des positions complexes pour lesquelles il n'y a pas de marché liquide ce qui empêche d'avoir recours au « *mark to market* ».

S'agissant du rôle accordé au FMI, **M. Jacques de Larosière** a déclaré que la dernière partie du rapport plaide pour un renforcement de la surveillance multilatérale et qu'elle préconise un suivi par le Fonds de l'application des règles du comité de Bâle au niveau de chaque Etat, en complément de son suivi des aspects macroéconomiques.

M. Jean-Jacques Jégou s'est interrogé sur l'application en Europe des normes IFRS, issues du système financier anglo-saxon, ainsi que sur la capacité à contrôler et à encadrer les agences de notation.

M. Jacques de Larosière a précisé que ces normes sont effectivement nées aux Etats-Unis d'Amérique en 1993 mais que leur impact en France a été réduit par la résistance des banques françaises à leur rencontre.

Au sujet des agences de notation, il a relevé les risques de conflits d'intérêts inhérents à leur « business model », qui repose sur une rémunération par les émetteurs des instruments financiers. Outre la nécessité de les soumettre à des conditions d'exercice très strictes, ces agences devraient être rémunérées par les investisseurs. A titre personnel, **M. Jacques de Larosière** a préconisé de soustraire les produits financiers structurés du champ d'analyse des agences de notation.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur l'ampleur des missions dévolues aux agences de notation, en particulier pour l'évaluation de produits complexes.

M. Jacques de Larosière a déclaré que ces agences ont effectué un travail convenable en termes d'évaluation de la qualité des émetteurs de dettes, tout en regrettant que, dans une période récente, elles se soient vu confier un rôle trop important en termes d'évaluation des produits complexes. L'accord Bâle II a ainsi laissé aux superviseurs la possibilité de se reposer sur leurs notations, ce qui peut créer des problèmes de compétences et de conflits d'intérêts.

M. Jean-Pierre Fourcade a souhaité savoir si la coexistence, au sein de l'Union européenne, de la zone euro et de pays n'ayant pas adopté cette monnaie avait constitué une difficulté pour le groupe d'experts présidé par l'intervenant. Il s'est ensuite interrogé sur la pertinence du niveau du ratio prudentiel de 8 % en matière d'encours de prêts ramenés aux fonds propres des établissements de crédit.

M. Jacques de Larosière a indiqué que, les travaux du groupe n'ayant porté que sur la régulation et la supervision, la coexistence de plusieurs zones monétaires au sein de l'Union européenne n'a pas eu d'incidence.

S'agissant du niveau du ratio prudentiel, il a précisé que le chiffre de 8 % correspond à un ratio « normal », mais que le niveau minimal défini par Bâle II est de 4 %. Il a jugé ce niveau insuffisant tout en soulignant qu'il ne convient pas d'imposer de nouvelles contraintes de ce type aux banques en période de crise.

M. Jean Arthuis, président, a envisagé une séparation plus nette entre les banques de dépôts et les banques d'investissement. Il s'est ensuite interrogé sur le risque que font courir au système financier global des groupes bancaires de trop grande taille et s'est, dès lors, demandé si les pouvoirs publics ne devraient pas empêcher les rapprochements aboutissant à la constitution de tels groupes.

M. Jacques de Larosière a d'abord rappelé l'abandon aux Etats-Unis, en 1999, des règles issues du « *Glass Steagall Act* » adopté après la crise

de 1929, qui visaient une séparation stricte entre les activités de banque de dépôts et les activités de banque d'investissement. Il a estimé que les banques de dépôt devaient pouvoir exercer des activités de marché afin de fournir certains services à leurs clients, tels que la couverture des risques de taux ou des risques de change. En revanche, les établissements spéculant pour leur propre compte ne devraient pas être renfloués par les pouvoirs publics et devraient être soumis à de fortes contraintes en termes de niveau de fonds propres.

Puis il a indiqué que les risques créés par l'existence de banque de très grande taille sont réels mais que cette question est difficile à traiter, relevant que le rapport du groupe présidé par M. Paul Volcker aborde ce sujet sans apporter de réponse. Il a déclaré que les autorités de régulation de la concurrence peuvent jouer un rôle afin de limiter la concentration du secteur financier.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur le déficit de coopération de la part de certains Etats en matière de supervision financière, en particulier ceux qui défendent une conception extensive du secret bancaire.

M. Jacques de Larosière a proposé, dans les cas où les centres « off shore » refusent de lever le secret bancaire, d'interdire toute relation avec les établissements ne faisant l'objet d'aucune régulation.

VII. AUDITION DU 8 AVRIL 2009 : TABLE RONDE SUR LES AGENCES DE NOTATION

M. Jean Arthuis, président, a tout d'abord souhaité recueillir l'appréciation des participants sur la crise actuelle et, plus particulièrement, sur le cycle de la crise, la portée des réponses nationales et internationales, l'identification des secteurs économiques les plus fragiles, et le risque souverain.

M. Bernard de Lattre, président de Fitch France, a rappelé que le catalyseur de la crise financière actuelle avait été la crise du marché américain des crédits hypothécaires « *subprimes* », conjuguée à l'accroissement rapide de l'endettement du système financier et à l'effondrement de la liquidité. Dans un contexte de chute de la valeur des actifs et d'un processus de désendettement des banques, les inquiétudes sur la solvabilité des banques, notamment après la faillite de Lehman Brothers, ont amplifié la crise et nécessité une intervention massive, rapide et synchronisée des banques centrales et des Etats. Ces derniers ont également dû soutenir, par des efforts budgétaires importants, leur économie, ce qui pose aujourd'hui la question de la durée et de l'ampleur de la récession.

Le processus de désendettement s'étend désormais au-delà du secteur financier. Ainsi, la croissance ces douze derniers mois du taux d'épargne des ménages américains, qui représentent 20 % du produit national brut (PNB)

mondial, est la plus forte jamais enregistrée depuis la Seconde Guerre mondiale. Selon l'agence, la baisse moyenne de produit intérieur brut (PIB) en 2009 dans les principaux pays développés serait de l'ordre de 4 %. Toutefois, l'année 2010 devrait être marquée par une légère reprise grâce aux mesures d'assouplissement budgétaires et financières.

Il a ajouté que les mesures de soutien au secteur bancaire ont varié selon les pays mais présentent des caractéristiques communes : apports de liquidités, recapitalisations, relèvement du plafond de garantie des dépôts, assurance des actifs dits « toxiques » dans les bilans des banques, garantie des Etats sur la dette bancaire, nationalisations dans certains cas. S'agissant de la France, il convient de noter que le secteur bancaire était moins exposé que d'autres aux actifs « toxiques » et que les mesures de soutien ont été innovantes avec notamment la création de la Société de financement de l'économie française (SFEF). Face à une récession mondiale, des réponses macro-économiques ont été mises en place par les Etats et, à ce titre, le plan de relance français, qui représente 1,3 % du PIB, est comparable aux autres plans européens. Toutefois, la France devrait être touchée par la récession en 2009 avec une baisse de son PIB de l'ordre de 2,7 %.

Mme Carol Sirou, présidente de Standard & Poor's pour la France, a souligné le caractère mondial de la crise actuelle et a estimé que le taux de défaut des entreprises notées par son agence pourrait augmenter en 2009 et 2010. En effet, si, à la fin de l'année 2008, le taux de défaut cumulé du secteur du service bancaire pour entreprises (« *corporate* ») était compris entre 8 % et 10 %, ce taux pourrait être compris entre 12 % et 14 % cette année et l'année prochaine. Malgré une tendance baissière des notations sur de nombreux secteurs économiques, un retournement de tendance pourrait être envisagé fin 2009 ou début 2010. Les notes de l'agence reflètent la qualité du crédit et la capacité de l'émetteur à rembourser sa dette conformément à l'échéancier prévu. Ainsi, s'agissant des Etats, certaines notes ont été abaissées cette année, notamment celles de l'Espagne et de l'Irlande, l'agence ayant estimé que la crise affecterait structurellement leurs capacités de remboursement. Les conditions de refinancement des Etats restent satisfaisantes, mais il convient de prévenir un effet d'éviction des acteurs privés qui pourrait alimenter les inquiétudes et, par conséquent, la crise.

Après avoir rappelé que le taux de défaut des entreprises avait atteint un nouveau record au mois de mars 2009, **M. Frédéric Drevon, responsable pour l'Europe de Moody's**, a estimé que la crise doit être en premier lieu jugulée aux États-Unis d'Amérique par une stabilisation du marché immobilier de ce pays. Il a jugé que, si le système bancaire est sur le point d'être sauvé grâce à des initiatives communes, le système financier est en cours de transformation. Selon son agence, « la France n'était pas le pays le mieux placé au début de la crise mais elle ne sera pas le pays le moins bien placé à la fin de la crise », ce qui témoigne d'une bonne résistance du modèle économique français. Par comparaison, le Royaume-Uni, du fait de

l'exposition de son économie au secteur financier et de l'endettement de ses ménages, est davantage touché par la crise.

Les pays peuvent ainsi être classés en trois catégories : les pays « résistants », tels que la France, l'Allemagne, le Canada et certains pays nordiques ; les pays « résilients » tels que les États-Unis ou le Royaume-Uni qui conservent une capacité de « rebond », et les pays « vulnérables », comme l'Espagne ou l'Irlande, dont la crise a remis en cause et affaibli le modèle économique. Concernant la forte baisse d'activité des entreprises, il convient de noter que la majorité des entreprises ont des plans de financement jusqu'à la fin de 2009, mais que, au-delà, la question du financement, en particulier des petites et moyennes entreprises (PME) – qui ne peuvent notamment pas accéder au marché de la titrisation – sera particulièrement problématique et le risque de défaillance accru.

M. Jérôme Cazes, directeur général de la Coface, a souligné que la crise actuelle résulte de la succession de deux crises : la première, qui a duré neuf mois et qui fait suite à l'explosion de la bulle immobilière sur le marché américain ; la seconde, qui s'est déclenchée lors de la faillite de Lehman Brothers et la montée des inquiétudes sur la solvabilité des banques qui a conduit les entreprises, mêmes les entités « saines », à réduire leur activité selon un schéma d'anticipations auto-réalisatrices. La crise s'étend à l'ensemble des secteurs économiques. Actuellement le « choc de croissance » par rapport à 2007 est de 5,7 points, soit un niveau qui n'a jamais été atteint depuis la Seconde Guerre mondiale. Deux scénarii peuvent donc être envisagés :

- le premier repose sur l'hypothèse d'un arrêt de la chute de la croissance mondiale dans les prochaines semaines, et par conséquent une diminution des défaillances et un rétablissement du marché du crédit d'ici à la fin de l'année ;

- le second repose sur l'hypothèse de la survenance éventuelle de mauvaises nouvelles qui pourraient prolonger la crise et dégrader encore davantage la situation.

S'agissant du risque souverain, la notation des agences n'apparaît pas satisfaisante dans la mesure où elle envoie un faux message. En effet, les États ne feront pas défaut ; en revanche certains auront plus de difficultés que d'autres à s'ajuster à la crise. Il n'est ainsi pas opportun, selon lui, d'accréditer l'idée que les États sont fragiles alors mêmes qu'ils forment « les îlots de résistance à la crise ».

M. Jean Arthuis, président, a relevé que la sophistication de certains produits financiers a conduit de nombreux investisseurs à s'en remettre au seul jugement des agences de notation. Dès lors, quel est le sentiment de ces agences face au « procès » qui leur est fait dans le cadre de la crise actuelle, en particulier face aux accusations de conflits d'intérêt ? Par ailleurs, quel est leur jugement sur les déclarations du G 20 relatives aux

procédures d'enregistrement des agences de notation aux Etats-Unis et en Europe ?

M. Frédéric Drevon a reconnu que la rémunération des agences de notation par l'émetteur de la dette engendre une situation de conflit d'intérêt potentiel. Cependant, les modèles alternatifs n'apparaissent pas préférables de ce point de vue. En effet :

- un paiement par l'investisseur pourrait également créer un biais. De plus, dans une telle perspective, la notation ne serait plus un bien public mais un bien privé, ce qui entraînerait des distorsions dans l'accès à l'information ;

- une agence publique pourrait aussi se trouver en situation de conflit d'intérêts, notamment parce que les agences établissent des notes souveraines ainsi que des notes sur des entreprises publiques ou soutenues par des Etats.

Le véritable problème à résoudre est donc la gestion des conflits d'intérêts. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a établi un code de bonne conduite qui doit être appliqué. Mais une réglementation adéquate assortie d'une surveillance par les pouvoirs publics est de nature à renforcer la crédibilité des agences de notation de ce point de vue.

S'agissant des crédits hypothécaires à risques (« *subprimes* ») américains, **M. Frédéric Drevon** a estimé que l'erreur de jugement des agences n'a pas été causée par la complexité des produits titrisés mais par l'ampleur des changements macroéconomiques aux Etats-Unis, que les agences de notation n'ont pas complètement mesurée. Quant au comportement des investisseurs s'en remettant au jugement de ces agences, il s'explique avant tout par un défaut de disponibilité de l'information sur le marché.

En réponse à M. Jean Arthuis, président, **M. Frédéric Drevon** a déclaré que l'analyse du risque de crédit sur une seule entité est complexe, la titrisation simplifiant théoriquement l'analyse. Le véritable problème à résoudre pour envisager un redémarrage des produits titrisés est celui de l'amélioration de l'accès de tous les acteurs financiers à l'information.

M. Bernard de Lattre a indiqué que les agences notent les *subprimes* de longue date et disposent de bases de données et d'historiques qui ont longtemps permis d'analyser correctement les produits financiers dérivés de ces crédits. En revanche, les agences n'ont pas perçu la forte dégradation des sous-jacents à partir de 2005. Les produits ne sont donc pas devenus plus complexes ces dernières années, mais c'est la nature du risque qui a changé.

Mme Carol Sirou a souligné que les dispensateurs de crédit ont relâché leurs procédures à partir de 2005, ce qui a rendu inadéquates les grilles d'analyse des agences de notation, fondées sur des modèles historiques périmés.

Pour l'avenir, les investisseurs doivent prendre conscience que la note d'un produit ne reflète qu'un jugement sur un risque de crédit et ne constitue

pas une recommandation d'achat. Par ailleurs, les agences devront progresser en termes de transparence sur le processus les ayant conduites à accorder leur note et à accompagner ladite note de scénarii évolutifs fondés sur diverses hypothèses.

Au sujet des conflits d'intérêt, **Mme Carol Sirou** a précisé que la rémunération des analystes n'est en aucun cas liée à la facture payée par l'émetteur et que, conformément aux recommandations de l'OICV et à la réglementation européenne, Standard & Poor's a dressé des « murailles de Chine » entre ses différents départements.

M. Jean-Pierre Fourcade a souhaité savoir pourquoi les agences de notation n'ont pas vu venir la faillite de la banque américaine Lehman Brothers.

M. Frédéric Drevon a expliqué que le jugement des agences sur les banques se fonde, d'une part, sur l'analyse de sa solidité financière intrinsèque et, d'autre part, sur la probabilité d'un soutien étatique à l'établissement s'il devait se trouver en difficulté. Dans le cas de Lehman Brothers, Moody's avait perçu et mesuré la dégradation financière de la banque mais estimé, à tort, que le gouvernement fédéral américain interviendrait pour empêcher sa faillite. Il a ajouté que Lehman Brothers était très exposée aux risques liés aux *subprimes* et supportait, de plus, les conséquences d'engagements aux termes desquels toute dégradation de sa notation se traduisait par de forts surcoûts financiers. Enfin, la perte de confiance des marchés à l'égard de cette banque a entraîné une brutale coupure de ses lignes de crédit.

Puis, répondant à M. Jean Arthuis, président, **Mme Carol Sirou** a confirmé que les agences de notation avaient considéré que la banque Lehman Brothers était « trop grosse pour sombrer » et serait, en conséquence soutenue en dernier ressort par le gouvernement des Etats-Unis, comme Bear Sterns l'avait été en mars 2008. A l'avenir, les agences devront encore mieux distinguer les banques « trop importantes » et les autres.

M. Bernard de Lattre a ajouté que la présence de nombreux déposants est également essentielle dans l'analyse de la probabilité d'un soutien étatique en dernier ressort à l'égard d'une banque. Les banques d'investissement « pures » se sont ainsi montrées plus fragiles que les établissements ayant une activité de dépôt.

M. Jérôme Cazes a regretté le manque de responsabilité des émetteurs d'emprunts *subprimes* qui, à partir de 2004 ou 2005, ont agi comme si la titrisation desdits emprunts faisait disparaître le risque qui leur est lié. En outre, les investisseurs se sont montrés « naïfs » en s'exposant à ce type de produits, parfois au mépris de leurs besoins réels, sur le seul fondement de leur notation.

Cependant, la notation reste vitale pour les entreprises souhaitant émettre des emprunts. Les pouvoirs publics ont d'ailleurs contribué à introduire la notation au sein de la définition de nombreux mécanismes et

procédures, en particulier dans la réglementation prudentielle dite de « Bâle II ». Dès lors, les agences de notation sont presque délégataires d'un service public de fait et leur activité devrait être encadrée comme telle. Les propositions du Parlement européen en matière de supervision vont dans le bon sens. De plus, l'introduction d'une plus grande concurrence dans ce secteur serait bénéfique.

M. Jean Arthuis, président, s'est demandé si une plus grande concurrence ne ferait pas courir le risque d'une baisse des tarifs négociée en fonction de la qualité de la notation attribuée.

M. Jérôme Cazes a souligné que la Coface, du fait de son activité d'assurance-crédit, est indirectement conduite à indemniser ses clients lorsqu'elle surestime la qualité du crédit d'un émetteur. Ce modèle économique, distinct de celui des autres agences de notation qui ne sont pas positionnées sur l'assurance-crédit, est facteur d'alignement des intérêts des émetteurs et de leurs contreparties.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur le mode de facturation des agences, **Mme Carol Sirou** a indiqué qu'elles se rémunèrent par quelques points de base sur le taux de l'émission obligataire de l'entité notée, et éventuellement par un forfait annuel, fonction de la taille de l'émetteur mais qui ne dépasse pas quelques centaines de milliers d'euros.

Faisant le constat que les agences de notation ne sont pas réellement en mesure d'évaluer, avec un recul suffisant et au-delà des seuls produits, le comportement des acteurs financiers, et peuvent être sujettes à des interférences politiques et des conflits d'intérêt, **M. François Marc** s'est interrogé sur le statut des agences de notation. Il a estimé qu'il pourrait être pertinent que la notation de crédit soit assurée de manière indépendante par une ou plusieurs entités publiques supra-nationales.

M. Bernard de Lattre a considéré que sa société s'attache à améliorer sa vision macro-économique des risques, et a observé que cette préoccupation est, de fait, au cœur du rapport du groupe de travail présidé par M. de Larosière, qui a recommandé la mise en place d'un Conseil européen du risque systémique.

M. Jérôme Cazes a ajouté que le conflit d'intérêt potentiel des agences de notation est sans commune mesure avec celui de la sphère bancaire, ainsi que l'ont illustré les pratiques abusives de titrisation, qui se traduisaient par un gain immédiat pour la banque cédante du risque de crédit mais un risque durable pour l'acquéreur. En l'absence de réelle contrepartie, les fonds structurés n'offrent pas la même faculté d'alignement des intérêts que la notation d'entreprises.

Faisant référence à un récent ouvrage de M. Michel Aglietta sur la crise financière, **M. Jean-Pierre Fourcade** a jugé que la notation d'un produit présente une différence de nature avec celle d'une entreprise ou entité, et comporte davantage de risques.

Mme Carol Sirou a reconnu que l'étendue des garanties apportées par les collatéraux dans les opérations de titrisation a souvent été surestimée par les agences, et a été absorbée par les pertes des fonds structurés plus rapidement que prévu. Ces défaillances, liées à un contexte particulier aux Etats-Unis, ne doivent pas pour autant entacher la titrisation et les financements structurés dans leur ensemble. A l'instar des obligations foncières, qui sont peu invoquées par les médias mais n'en constituent pas moins des produits structurés, la titrisation demeure une importante source de financement des entreprises et répond à leurs besoins. A ce titre, la méthodologie des agences de notation doit être améliorée pour permettre la poursuite d'une titrisation viable et bien calibrée.

Rappelant que les investisseurs s'en étaient remis à la notation de produits structurés trop complexes et dont ils ne maîtrisaient pas le contenu, **M. Jean Arthuis, président**, s'est étonné que les agences aient elles-mêmes attribué des notes en se fondant sur des probabilités et séries statistiques, mais sans analyser de manière suffisamment approfondie les actifs portés par ces produits.

M. Bernard de Lattre a rappelé que les emprunteurs insolubles ne représentaient qu'une petite partie des prêts titrisés, et que les banques ne peuvent aujourd'hui octroyer un volume de crédits qui soit conforme aux besoins sans recourir à la titrisation. Il doit être possible, en temps normal, de titriser la grande majorité des créances avec un risque modéré, mais il est également nécessaire d'aboutir à une plus grande simplification des produits.

M. Jean Arthuis, président, a reconnu que la crise actuelle ne doit pas conduire à « faire le procès » de la titrisation. Il a néanmoins rappelé que l'audit annuel des comptes a été introduit à la faveur de la crise des années 1930 et que la responsabilité civile des auditeurs peut être soulevée s'ils n'accomplissent pas les diligences requises. Il s'est dès lors interrogé sur la possibilité de mettre en jeu, de manière analogue, la responsabilité des agences de notation.

M. Bernard de Lattre a admis qu'une agence de notation peut effectivement se tromper, mais qu'une condamnation en justice dès la première erreur la placerait dans une insécurité permanente. **Mme Carol Sirou** a ajouté que les agences, lorsqu'elles notent des produits structurés, se fondent également sur les comptes certifiés des banques qui les conçoivent. La méthodologie de Standard & Poor's, comme ses séries statistiques sur les taux de défaut, sont ainsi publiques, et la sanction encourue par les agences est avant tout morale et commerciale.

M. Jérôme Cazes a néanmoins considéré que l'absence de données auditées sur les produits structurés est un facteur important de différenciation de ce type de notation de celle des sociétés, et que les autorités de régulation, en particulier aux Etats-Unis, ont une grande part de responsabilité dans la crise, en ce qu'elles ont longtemps porté une appréciation favorable sur la titrisation à grande échelle, en tant que fondement d'un nouveau modèle

économique des banques. Dès lors, ces autorités auraient dû, selon lui, exiger des banques qu'elles conservent dans leur bilan une part substantielle des actifs titrisés, par exemple 25 %.

M. Jean Arthuis, président, s'est demandé si avec un ratio de 5 %, les préconisations formulées par le G20 lors de sa réunion du 2 avril sont bien à la hauteur des enjeux. Il a également rappelé que le groupe de travail commun de l'Assemblée nationale et du Sénat sur la crise financière a, dans son dernier document remis au Président de la République, formulé une recommandation situant à 10 % ce ratio de conservation au bilan.

M. Bernard de Lattre a estimé que, malgré tout, le G 20 a, abordé nombre de sujets importants et opportunément insisté sur la transparence des produits ou sur la réglementation des fonds alternatifs (« *hedge funds* ») et agences de notation. Puis, en réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur la notation des fonds de rachat d'entreprise par effet de levier (« *leveraged buy-out* » - LBO), il a indiqué que les agences sont susceptibles de classer en titres risqués et à haut rendement (« *high yield* »), les émissions liées à ces opérations de LBO et d'assortir cette notation d'une mention sur la probabilité élevée de défaut.

Pour conclure, **M. Jean Arthuis, président**, s'est demandé si la notation d'un produit structuré ne pourrait pas être fonction de la quotité conservée par la banque émettrice dans son bilan. **M. Jérôme Cazes** a jugé qu'une telle appréciation est de la responsabilité des régulateurs bancaires, et non de celle des agences. **M. Bernard de Lattre** a ajouté que les banques peuvent contourner une telle obligation en recourant aux dérivés de crédit et à la titrisation synthétique.

VIII. AUDITION DU 29 AVRIL 2009 : M. FRANÇOIS PÉROL, PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE DE LA CNCE ET DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA BFBP

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que la nomination de M. François Pérol en qualité de directeur général a été approuvée par le conseil d'administration des Banques populaires le 25 février dernier, et que sa nomination en qualité de président du directoire a été approuvée par le conseil d'administration de la Fédération des Caisses d'épargne le 26 février. Il a présenté une série de questions portant sur les trois thèmes suivants :

- le rapprochement entre les deux groupes bancaires : quelles sont la valeur ajoutée et les synergies attendues du rapprochement des deux réseaux ? Quel est le périmètre des actifs et filiales qui relèveront du futur organe central commun, dont la création est prévue par le projet de loi récemment déposé sur le bureau de l'Assemblée nationale ? Quelle appréciation peut-on porter sur ce nouvel ensemble au regard du risque systémique ?

- la situation financière des deux groupes et le soutien financier de l'Etat, considérant les résultats nets négatifs enregistrés en 2008 par les entités du groupe, soit 2 milliards d'euros pour les Caisses d'épargne, 468 millions d'euros pour les Banques populaires, et 2,8 milliards d'euros pour leur filiale commune Natixis : quel est l'impact de l'« affaire Madoff » sur les comptes de Natixis ? Le « ménage » a-t-il été fait au sein du portefeuille de cette filiale, en particulier si l'on se réfère aux récentes estimations du FMI sur les dépréciations futures des établissements bancaires américains et européens liées aux « actifs toxiques » ? Sous quelle forme se réalise l'apport en fonds propres de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), à hauteur de 5 milliards d'euros ? L'Etat sera-t-il appelé à devenir actionnaire du futur organe central ?

- enfin, quel est le bilan de l'ouverture de la distribution et des transferts de livrets A, au regard des soupçons d'entraves à la concurrence exercées par certaines caisses régionales d'épargne, suite à des plaintes déposées par plusieurs entités du Crédit Agricole ?

M. François Pérol a indiqué que la logique du rapprochement, à l'œuvre depuis le 2 mars 2009, doit permettre d'exploiter au mieux le potentiel économique de deux groupes coopératifs et décentralisés, qui détiennent des positions fortes mais complémentaires dans la banque de détail. Avec 22 % des dépôts en France, 527 milliards d'euros d'encours d'épargne et un produit net bancaire qui dépassera 19 milliards d'euros en 2009, les deux structures représentent le deuxième groupe bancaire domestique et se situent au premier rang sur certains segments de clientèle, tels que les entrepreneurs, les jeunes, les enseignants, les associations et l'économie sociale. A ces parts de marché dans la banque commerciale s'ajoutent des positions de chef de file dans des métiers complémentaires exercés par Natixis et d'autres filiales, tels que les systèmes de paiement, la gestion d'actifs, l'épargne salariale ou l'immobilier.

Le deuxième atout du nouveau groupe réside dans un modèle partagé par les Caisses d'épargne et les Banques populaires, celui d'« entrepreneurs régionaux » de la banque. Le groupe repose avant tout sur trente sept banques régionales de proximité, dont les clients sont souvent les sociétaires, et dont l'autonomie trouve sa contrepartie dans une solidarité financière et un organe central disposant de prérogatives de puissance publique, qui seront détaillées par la future loi. Ces prérogatives relèvent essentiellement du contrôle permanent et périodique, de la sécurité financière (gestion de la liquidité et de la solvabilité de l'ensemble) et du pilotage stratégique et commercial. Les trente sept établissements affiliés détiendront cependant le contrôle actionnarial de cet organe central.

Troisième atout, le groupe dispose d'une identité forte et de marques puissantes au travers de deux réseaux de distribution représentant plus de 8.000 agences. Ces marques ont des positionnements complémentaires dans une large gamme de clientèle et disposent d'atouts distincts : les collectivités territoriales et l'économie sociale pour les caisses d'épargne, les PME et la création d'entreprises pour les banques populaires. Pour autant, ces réseaux

demeureront concurrents et conserveront une réelle autonomie dans leur développement commercial, sans une spécialisation par type de clientèle qui risquerait de créer, selon lui, une perte de valeur. Certaines fonctions seront néanmoins autant que possible mutualisées, telles que la distribution commune de certains produits sous la même marque, l'achat d'espaces, la gestion des guichets automatiques et des transports de fonds, ou la réflexion stratégique sur la distribution bancaire.

M. François Pérol a ajouté que le quatrième atout du nouvel ensemble réside dans des valeurs partagées par deux groupes coopératifs construits sur le même modèle décentralisé, dans lequel chaque caisse régionale tient à son autonomie, même si la culture des Banques populaires est sans doute un peu plus décentralisée. Avec le rapprochement de deux grands réseaux de détail, la banque commerciale représentera environ 70 % du produit net bancaire du groupe et s'appuiera sur deux marques concurrentes mais dont l'action commerciale sera coordonnée.

La fusion des deux organes centraux permettra également de réaliser des synergies de coûts, estimées d'ici à 2012 à 25 % de la base globale de coûts du futur organe central, et de mettre en commun des outils industriels pour un meilleur service à la clientèle des deux réseaux, tels que les systèmes de paiement, les achats d'espaces et de matériels informatiques, les télécommunications et les outils d'exploitation. Enfin, le nouvel ensemble sera financièrement plus solide, avec environ 38 milliards d'euros de fonds propres, et pourra mettre en œuvre une politique claire à l'égard de Natixis, qui n'aura plus deux actionnaires distincts.

Evoquant une rencontre, la semaine précédente, de plusieurs sénateurs de la commission avec le président de Natixis pour les Etats-Unis d'Amérique et le Royaume Uni, **M. Philippe Marini, rapporteur général**, a indiqué que le rapprochement des deux groupes coopératifs a été bien perçu par les marchés, avec des conséquences positives pour leur refinancement. Mais, compte tenu de la nature de « patchwork » de Natixis, il s'est interrogé sur la capacité du nouvel ensemble à donner une cohérence et une vraie stratégie à cette filiale, et sur la localisation du véritable « cœur » du groupe dans un schéma actionnarial complexe et présentant des caractéristiques d'autocontrôle.

M. François Pérol a précisé que Natixis, dans le schéma actuel évoqué par M. Philippe Marini, est détenue à parité (à hauteur de 36 % de part et d'autre) par la Caisse nationale des caisses d'épargne et la Banque fédérale des banques populaires. Elle détient, via des certificats coopératifs d'investissement, 20 % des résultats des caisses régionales d'épargne et des banques populaires régionales. Dans le futur schéma, en revanche, Natixis sera détenue à 72 % par le nouvel organe central, actionnaire unique. Il devrait en résulter une simplification de la gouvernance de Natixis, qui évoluera en société à conseil d'administration – et non plus à structure dualiste – avec une dissociation des fonctions de président et de directeur général. A ce titre, il a indiqué que, à l'occasion du conseil d'administration du 30 avril, il ne

proposerait pas M. Dominique Ferrero, actuel président du directoire de Natixis, pour le poste de directeur général, mais pour des fonctions de conseiller du président. M. Laurent Mignon, qui dispose d'une longue expérience des métiers exercés par Natixis, notamment à la direction générale des Assurances générales de France (AGF), sera proposé pour cette direction générale.

En réponse à **M. Jean-Jacques Jégou**, qui a considéré que M. Dominique Ferrero est aussi responsable de la situation actuelle de Natixis, il a souligné les mérites, la loyauté et le courage de celui-ci dans des circonstances particulièrement difficiles, tout en estimant que le renouvellement de la direction de Natixis participe de cette nouvelle phase de son développement. Il a également jugé nécessaire d'assurer une certaine continuité pour des activités aussi complexes que celles exercées par Natixis.

M. Jean Arthuis, président, a souligné que la crise a mis en évidence les dangers que peut présenter le développement d'une activité de banque d'investissement par une banque de dépôt, et il s'est interrogé sur l'opportunité de revenir à la séparation qui avait été introduite aux Etats-Unis en 1933 par le Glass-Steagall Act.

Revenant à Natixis, **M. François Pérol** a indiqué que le directeur général de Natixis sera membre du comité de direction générale du futur organe central, afin d'assurer la meilleure intégration possible entre les deux entités. Sur le plan stratégique, Natixis, comme toutes les banques de financement et d'investissement, porte actuellement des actifs risqués devenus illiquides, tels que des actifs titrisés et des expositions aux réhausseurs de crédit et aux véhicules structurés. Ces actifs ont été regroupés dans un canton et placés en gestion extinctive. Il est cependant difficile d'établir un état précis des risques portés par ce canton, les conditions actuelles de marché étant susceptibles de conduire à de nouvelles dépréciations.

Il a infirmé l'appréciation de **M. Jean Arthuis, président**, sur le caractère incertain du « nettoyage » du bilan de Natixis. En effet, l'application des normes comptables fait dépendre la valorisation des actifs des conditions de marché, de sorte que les variations trimestrielles de leur valeur peuvent être fortes, et qu'il devient nécessaire de passer de nouvelles provisions pour dépréciation en cas de détérioration des marchés. Il a précisé, en réponse à **M. Jean-Jacques Jégou**, que la valeur nominale des actifs cantonnés est légèrement supérieure à 50 milliards d'euros.

Il a appelé l'attention de la commission sur la nécessaire adaptation des règles comptables, qui tendent à nier la valeur temps inhérente à la nature des activités bancaires et financières. L'application de ces règles conduit, par exemple, des investisseurs disposant d'engagements à très long terme, tels que les compagnies d'assurance, à éviter les placements en actions en cas de baisse des marchés pour éviter de passer de nouvelles provisions. Les nouvelles normes comptables contribuent à entretenir, chez les investisseurs et analystes financiers, la confusion entre des provisions immédiates et des pertes qui ne

sont pas encore définitives et, partant, à saper la confiance des marchés et à encourager l'investissement financier à court terme.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a corroboré cette appréciation sur l'enjeu majeur des effets pervers des normes comptables, que M. Francis Mayer, ancien directeur général de la Caisse des dépôts, avait déjà portée dès 2005 lors d'une audition par la commission, bien avant la crise financière. Faisant référence à la récente adoption de la directive « Solvabilité II » par le Parlement européen, qui applique le même principe de valeur de marché, il a regretté que la présidence française de l'Union européenne n'ait pas davantage abordé cette question, malgré les résultats obtenus sur d'autres sujets. Il a considéré que le mouvement anglo-saxon qui inspire ces normes paraît irrépessible, bien qu'elles soient appliquées de manière très variable par les régulateurs nationaux pour de mêmes catégories d'actifs.

Puis, en réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, sur l'exposition de Natixis à l'« affaire » Madoff, **M. François Pérol** a précisé que cette exposition est indirecte, au travers de fonds investis dans des fonds gérés par M. Madoff. Elle est évaluée à 585 millions d'euros, dont 120 millions d'euros ont été assurés, et le solde est provisionné dans les comptes de Natixis.

Il a ajouté que le principe de valeur de marché rend la lecture des comptes de résultat des banques très difficile, notamment par l'application de la règle du « *spread* émetteur ». Ces normes comptables se combinent de surcroît avec des règles prudentielles de nature procyclique, alors que la logique économique supposerait, selon lui, de constituer des provisions supplémentaires en période de croissance pour ensuite les reprendre en période de crise. De même, le fait que le système prudentiel soit largement fondé sur les notes attribuées par les agences de notation de crédit conduit à une augmentation des exigences de fonds propres pour faire face à la dégradation des conditions économiques, malgré l'absence de toute nouvelle prise de risques, par les banques françaises en particulier.

En réponse à une observation de **M. Jean-Pierre Fourcade**, qui a considéré que la profession bancaire n'avait pas demandé une modification des règles comptables, il a expliqué que, en réalité, seules les banques françaises se sont, au niveau européen, clairement opposées à l'application de la valeur de marché aux établissements financiers. En revanche, les banques d'investissement américaines ont exercé une session efficace en faveur de cette norme, qui était dans leur intérêt dès lors qu'elle permettait de constater immédiatement des profits croissants sur leurs activités de marché.

M. Jean Arthuis, président, a jugé que la France s'est longtemps tenue à l'écart des instances internationales de normalisation comptable et a tardivement pris conscience du problème.

M. François Pérol a cependant observé que la prise de conscience est désormais réelle et que les récents aménagements, en particulier la possibilité

de reclasser des actifs du « portefeuille de négociation » vers le « portefeuille bancaire », évalué au coût historique, ont été apportés sous l'impulsion de l'actuel Président de la République.

Puis, revenant à la question de la séparation entre banque de dépôt et banque d'investissement, il a considéré que le modèle de la banque universelle, tel qu'il est appliqué par les banques françaises, n'a pas à être remis en cause. Il a observé que les autorités américaines ont d'ailleurs autorisé les banques d'investissement Goldman Sachs et Morgan Stanley à exercer des activités de banque commerciale. De même, le profil de risque du groupe des Banques populaires et des Caisses d'épargne est amoindri par ce rapprochement entre les deux activités. Selon lui, la stricte séparation entre banque d'investissement et banque de dépôt n'est sans doute pas une solution en soi, mais les normes comptables et prudentielles doivent prendre en compte le facteur temps, fondamental dans l'activité bancaire.

En réponse à une question de **M. Philippe Marini, rapporteur général**, il a confirmé que l'application des principes comptables s'est faite de manière homogène dans les deux entités et ne sera pas remise en cause par la fusion.

Concernant l'apport de l'Etat au nouveau groupe, qui s'élève au total à 5 milliards d'euros, il a précisé que la SPPE a souscrit à des titres super-subordonnés à durée indéterminée (TSSDI) pour 2 milliards d'euros, et à des actions de préférence pour 3 milliards d'euros, ces montants ayant été calibrés pour un ratio de solvabilité de 9 % à l'issue des opérations de rapprochement. Les actions de préférence seront convertibles en actions ordinaires après une période de cinq ans, conférant à l'Etat 20 % du capital du futur organe central.

En réponse à **M. Jean Arthuis, président**, il a indiqué que la rémunération des actions de préférence est d'environ 10 %, et que celle des TSSDI se situe entre 8 et 8,5 %. La souscription porte sur le capital de l'organe central, mais la rémunération des titres est garantie par l'ensemble du groupe. L'application du principe légal de solidarité financière peut donc, le cas échéant, conduire l'organe central à faire appel aux fonds de ses établissements affiliés et actionnaires. En outre, les actions de préférence détenues par l'Etat confèrent à ce dernier un droit immédiat de représentation dans le futur conseil de surveillance de l'organe central. Il disposera ainsi de deux représentants sur dix huit et proposera la nomination de deux administrateurs indépendants. Certaines décisions, tendant à protéger les intérêts de l'Etat en tant qu'actionnaire minoritaire important, seront prises à la majorité qualifiée de quinze membres sur dix huit.

Concernant les livrets A, 150.000 demandes de transfert ont été traitées par la structure unique mise en place pour centraliser et simplifier les procédures, et seuls 5 % des dossiers affichent un retard de plus de cinq jours. Dès lors, il a considéré les critiques et actions en justice du Crédit Agricole comme infondées. Il a également observé que plusieurs millions de livrets auraient été ouverts dans les réseaux « non historiques » (dont 90.000 dans la

région Alsace, pour seulement 90 demandes de transfert), ce qui témoigne d'un non-respect des procédures visant à éviter la multidétention.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a rappelé que le Sénat, lors de l'examen du projet de loi de modernisation de l'économie, avait pris l'initiative d'ouvrir le débat sur cette question de la multidétention. Par ailleurs, il a entendu écarter toute question sur la législation relative à la déontologie des hauts fonctionnaires, considérant qu'elle ne relève pas de la présente audition mais n'en appelle pas moins une réflexion de la commission. Il a estimé que le projet de loi relatif à l'organe central des caisses d'épargne et des banques populaires est certes utile et nécessaire, mais n'est qu'une étape dans l'évolution à venir du groupe. Evoquant la « subtile » harmonie entre complémentarité et concurrence et la clarification de la gouvernance et du contrôle de Natixis que ce projet de loi est censé promouvoir, il a demandé à M. François Pérol de préciser sa conception du « moteur » du groupe et de la stratégie de Natixis, dont les activités hétéroclites constituent un héritage de la Caisse des dépôts et consignations.

M. François Pérol a exposé que le « poumon économique » du futur groupe est la banque commerciale de proximité, Natixis et ses filiales exerçant des métiers complémentaires (gestion d'actifs, affacturage, assurance, gestion des titres...) devant être davantage placées au service des clients des réseaux. Natixis a cependant aussi une activité de financement des grandes entreprises françaises – avec une part de marché de 10 % – et du commerce extérieur, importante pour la diversification de la clientèle du groupe. Cette activité n'est cependant pas suffisamment autonome et demeure liée à d'autres services relevant de la banque de financement et d'investissement (BFI), tels que le financement de projets, les financements structurés et en titres, ou les couvertures de change.

Ce recentrage de la BFI implique que Natixis ne soit plus positionnée sur la négociation pour compte propre, qui mobilise trop de capitaux pour une rentabilité aléatoire. Une fois la rentabilité financière de Natixis restaurée, de nouvelles opportunités pourront le cas échéant être saisies.

Mme Nicole Bricq a fait allusion à l'appréciation du risque qui a conduit à la lourde perte enregistrée par Natixis, et à la réorientation de ses activités de financement, avant de se demander si M. François Pérol dispose de la légitimité pour affronter les nouveaux défis du futur groupe et fixer sa stratégie.

M. François Marc a constaté que les banques mutualistes, comme les autres établissements, se sont fourvoyées dans les dérives et pratiques abusives liées à la crise, et s'est demandé dans quelle mesure la gouvernance du nouvel ensemble permettra de mieux respecter le principe de prudence.

M. Jean-Pierre Fourcade a reconnu la difficulté de la mission de M. François Pérol et s'est interrogé sur la place du Crédit Foncier de France dans la nouvelle organisation, ainsi que sur la pérennité du financement des

collectivités territoriales par le réseau des caisses d'épargne, qui dispose d'une offre compétitive en ce domaine.

M. Gérard Longuet a souhaité obtenir des précisions sur le futur positionnement des banques populaires à l'égard des PME, et sur une possible comparaison entre les engagements et pertes enregistrés dans les fonds propres de ces entreprises d'une part, et sur les marchés de capitaux d'autre part.

M. François Pérol a considéré que sa légitimité est celle que lui ont conférée les conseils d'administration des deux entreprises et celle qu'il pourra acquérir en atteignant des résultats conformes aux objectifs qui lui ont été fixés. Il a déclaré vouloir s'entourer d'une équipe forte de talents internes et externes, les deux groupes disposant d'une véritable capacité d'attraction. La gouvernance du futur groupe reposera sur un conseil de surveillance et un directoire, et il appartiendra aux banques et caisses régionales d'exercer leurs prérogatives de contrôle actionnarial sur l'organe central.

Le Crédit foncier de France (CFF) sera quant à lui temporairement détenu par une holding contrôlée par les caisses régionales d'épargne, avant qu'une revue stratégique des actifs portés par cette holding ne soit effectuée avant la fin de l'année pour établir un éventuel projet industriel, en partie en synergie avec les activités bancaires. Le groupe sera en tout état de cause l'établissement bancaire le plus investi dans l'immobilier, à travers Foncia, le CFF, Nexity et des investissements des caisses d'épargne dans le logement social.

Il a ajouté que les caisses d'épargne développeront leur activité de financement des collectivités territoriales, où leur part de marché est croissante, mais en conservant une marge positive. Le groupe des banques populaires restera également très engagé auprès des PME et des entrepreneurs, considérant que le coût du risque associé à cette activité demeure très inférieur à celui constaté dans la banque d'investissement, même s'il croîtra probablement en 2009.

En réponse à une question de **M. Jean Arthuis, président**, et sous réserve de confirmation, **M. François Pérol** a indiqué que M. Jean-Pascal Beaufret est demeuré membre du directoire de Natixis pendant neuf mois. Il a ajouté qu'il communiquerait ultérieurement des éléments précis sur les conditions et le montant de l'indemnité de bienvenue qui lui a été accordée et que M. Jean Arthuis, président, a estimée supérieure à un million d'euros. Cette décision d'octroi a en tout cas bien été mise en œuvre, et le futur directeur général de Natixis ne se verra proposer, lui, aucune prime d'arrivée, ni plan d'option d'achat d'actions, ni indemnité de départ autre que celle prévue par le code AFEP-MEDEF.

IX. AUDITION DU 27 MAI 2009 : M. CHRISTIAN NOYER, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DE FRANCE

M. Jean Arthuis, président, a indiqué que cette audition du Gouverneur de la Banque de France s'inscrit dans le cadre du groupe de travail sur la crise et la régulation financières mis en place par la commission des finances. Après les prévisions alarmistes du FMI et les tests de résistance (« *stress tests* ») controversés réalisés par la Réserve fédérale américaine (Fed), la situation des bilans bancaires, toujours exposés aux « actifs toxiques », et l'évolution du crédit aux agents économiques demeurent au centre des préoccupations bien que les facultés de refinancement et d'appel au marché des banques se soient manifestement améliorées. L'hypothèse de la création de mauvaises banques (« *bad banks* ») bénéficiant d'une garantie de l'Etat est cependant souvent avancée, en particulier en Allemagne.

On peut également s'interroger sur la croissance rapide du bilan des banques centrales et sur leur changement de nature. En élargissant la gamme des collatéraux admis en garantie et en recourant à des mesures dites « non conventionnelles » de rachats de titres et de créances, la Fed et la Banque centrale européenne (BCE) tendent en effet, dans une certaine mesure, à se substituer aux banques d'investissement défailtantes. Ces bilans ne pourraient être « purgés » que par la création monétaire.

Enfin, les travaux du groupe de travail présidé par M. Jacques de Larosière et le G 20 du 2 avril 2009 ont mis en exergue les très nombreux axes de réforme susceptibles de concerner les banques : révision des normes de solvabilité et aménagements des normes comptables applicables aux instruments financiers, lutte contre les paradis fiscaux et juridiques dont les banques sont des acteurs privilégiés, problématique du risque systémique et de l'éventuel paiement d'une prime au profit de l'Etat en tant qu'assureur systémique. De même, l'encadrement des fonds spéculatifs, dont l'effet de levier est financé par les banques, et la standardisation des produits dérivés donnent actuellement lieu à de nombreux travaux.

M. Jean Arthuis, président, a également souhaité obtenir l'avis du Gouverneur de la Banque de France sur les dispositions de la proposition de loi tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises (PME). Celle-ci prévoit, en effet, la publication trimestrielle, par la Banque de France, de statistiques relatives aux encours et aux flux de crédits bancaires consentis aux entreprises créées depuis moins de trois ans et aux PME.

A titre liminaire, il a souhaité connaître les conditions des dernières émissions réalisées par la Société de financement de l'économie française (SFEF), l'état du marché interbancaire et celui des émissions bancaires à moyen terme non garanties par l'Etat et savoir si les banques disposent d'un portefeuille de collatéraux suffisant pour emprunter auprès de la SFEF.

M. Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France, a rappelé l'importance qu'il attache à l'information du Parlement. S'agissant de

la situation générale des banques françaises, il a estimé que l'essentiel des provisions à passer sur des actifs complexes a été réalisé. Les banques ont mené les opérations requises, même si une adaptation du montant des provisions ne peut être exclue en fonction de l'évolution de la crise économique, comme en témoigne l'appréciation du risque associé aux assureurs « *monoline* ». Les banques françaises ont désormais constitué les provisions adéquates pour ce risque particulier et les conséquences de la crise économique, notamment la montée du coût du risque, paraissent constituer l'enjeu essentiel pour elles. Elles apparaissent aujourd'hui robustes et bien capitalisées et devraient donc être en mesure de passer les provisions nécessaires.

M. Christian Noyer a ensuite fait le point sur les conditions de financement des banques. Il a rappelé que les investisseurs institutionnels ont, à l'automne dernier, réduit leurs dépôts, les banques se trouvant alors confrontées à un risque de liquidité. La situation s'est aujourd'hui normalisée, les établissements étant en mesure d'émettre des titres pour une durée plus longue, notamment des certificats de dépôts à trois mois. La SFEF a joué un rôle important dans ce retour à la normale et constitue une mécanique jugée particulièrement réussie par les partenaires européens. Elle s'est en effet révélée capable d'attirer les investisseurs, tandis que l'Etat dispose d'une sécurité adaptée grâce aux collatéraux. Les banques sont cependant toujours confrontées à un important besoin de financement à moyen terme, ce qui va conduire l'Eurosystème à procéder à des achats de titres sécurisés, c'est-à-dire des titres émis par les banques et « collatéralisés » par des actifs de bonne facture. Au total, les conditions de financement des banques se sont donc améliorées, mais il apparaît utile que la SFEF poursuive son action encore quelque temps.

M. Christian Noyer a ensuite relevé un ralentissement du rythme d'évolution des crédits aux ménages, notamment en raison d'une baisse de la demande, particulièrement sensible dans le domaine des crédits à l'habitat. Les conditions d'octroi des prêts aux ménages se sont durcies pendant la crise mais sont aujourd'hui revenues à des conditions analogues à celles en vigueur en 2005 et restent plus favorables que celles connues en 2000-2001. L'instauration d'un médiateur du crédit a également joué un rôle très positif à l'égard des crédits aux entreprises.

M. Jean Arthuis, président, a noté que les banques ont donc les moyens de répondre à la demande des entreprises comme des ménages. Il a souhaité que le Gouverneur de la Banque de France présente l'évolution des encours de crédits consentis aux ménages et aux entreprises et qu'il précise la capacité de cette institution à produire des statistiques trimestrielles sur les flux de nouveaux crédits, comme le prévoit la proposition de loi tendant à favoriser l'accès au crédit des PME.

M. Christian Noyer a observé que les statistiques relatives au stock de crédits, qui font partie des statistiques monétaires réalisées dans le cadre de l'Eurosystème, sont assez exhaustives et que la Banque de France est en

mesure de les croiser avec d'autres données relatives aux entreprises – capacité qu'elle aurait perdue si les recommandations formulées par la Cour des comptes avaient été suivies. La Banque de France devrait ainsi être en mesure, si le Parlement confirme sa volonté, de fournir des statistiques sur les stocks de crédits en faisant apparaître la situation des PME et celle des entreprises de moins de trois ans. En revanche, elle est incapable de produire des statistiques trimestrielles sur les flux de crédits. Mettre en place un tel système, comme le prévoit l'article 5 de la proposition de loi tendant à favoriser l'accès au crédit des PME, impliquerait la mise en place d'un nouveau mode de déclaration des données des banques propre à la France, ce qui serait extrêmement coûteux et long à mettre en place et ne serait donc pas réaliste. **M. Christian Noyer** a estimé que l'amendement à cette proposition de loi présenté par M. Jean-Jacques Jégou permettrait d'aboutir à une solution satisfaisante.

La production nette de crédits aux entreprises reste positive, à l'exception du mois de février, mais a tendance à décliner. Sur les douze derniers mois, la croissance des crédits est évaluée à + 6,4 %, et à + 4,1 % pour les PME. Le même phénomène de ralentissement est constaté pour les crédits aux particuliers, la croissance des crédits à l'habitat étant quasi nulle, ce qui s'explique par la baisse de la demande.

M. Joël Bourdin a souhaité obtenir des précisions sur l'évolution de la masse monétaire.

M. Jean-Pierre Fourcade a jugé optimiste le constat dressé par le Gouverneur de la Banque de France concernant les provisions passées par les banques. Il a estimé que de mauvaises surprises ne pouvaient être exclues à l'avenir et a souhaité que le Gouverneur justifie davantage son affirmation.

M. Yvon Collin a demandé des précisions sur l'évolution du résultat de la Banque de France et, tout particulièrement, sur la provision de 1,2 milliard d'euros passée pour couvrir le risque résultant d'opérations de politique monétaire engagées par des banques de l'Eurosystème avec des contreparties ayant fait défaut.

M. Christian Noyer a indiqué que des données précises relatives à l'évolution de la masse monétaire seraient transmises dans la journée à la commission des finances. Il a fait part d'une baisse de l'agrégat M1 et d'une diminution de la croissance de la masse monétaire, la France évoluant de manière parallèle à la zone euro.

En réponse à **M. Jean-Pierre Fourcade**, il a approuvé la nécessité de faire preuve de prudence mais a constaté que les actifs toxiques détenus par les banques ont été bien identifiés. Même si certains aspects de la crise se sont révélés au fur et à mesure, comme le cas des assureurs « monoline », les banques françaises apparaissent moins exposées que d'autres, tout particulièrement aux véhicules structurés d'investissement (SIV), et appliquent des taux de décote importants aux actifs toxiques (en moyenne 63 % sur les risques « *monoline* » par exemple, la tendance évoluant vers 70 %). Les

grandes banques anglaises et allemandes appliquent des taux de décote bien moindres, compris entre 15 % et 25 %. La position des banques françaises apparaît donc plus solide, même si l'on observe aujourd'hui une remontée des risques sur les marchés spécialisés dans les financements aux entreprises. Des difficultés ne sont pas non plus à exclure dans le domaine des financements à effet de levier (« *leveraged buy-out* » – LBO). Pour autant, les enjeux essentiels pour les banques apparaissent aujourd'hui liés à l'évolution de la situation économique et au risque traditionnel de crédit.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité savoir si le portrait favorable des banques françaises dressé par le Gouverneur vaut aussi pour Natixis, qui détient 33,7 milliards d'euros d'actifs « toxiques ».

M. Christian Noyer a précisé que l'exposition des banques françaises aux actifs toxiques est de 21,7 milliards d'euros. L'opération de cantonnement interne, décidée par Natixis et approuvée par la Commission bancaire, vise à mettre progressivement fin à des opérations qui ne sont pas dans son cœur de métier et se révèlent trop sophistiquées.

En réponse à **M. Yvon Collin**, il a indiqué que l'Eurosystème est fondé sur un partage des profits et des pertes entre les banques centrales. Le revenu monétaire de la Banque de France équivaut ainsi à 20 % du revenu réalisé par l'ensemble des banques centrales de la zone euro. Il en va de même pour les pertes. A cet égard, l'année 2008 a notamment été marquée par les défaillances de la filiale allemande de Lehman Brothers – assortie d'un collatéral d'insuffisante qualité – et de filiales luxembourgeoises de banques islandaises. L'augmentation de la liste des collatéraux entraînant une croissance du risque, la Banque de France, qui agit de manière conservatrice, est amenée à accroître ses provisions.

M. Jean-Jacques Jégou a souhaité connaître l'analyse de la Banque de France sur le contenu des actifs « toxiques » détenus par Natixis et sur la possibilité d'un risque systémique.

M. Christian Noyer a observé que Natixis a provisionné les risques sous le contrôle de la Banque de France et a retenu un taux de provisionnement adéquat. Il a précisé que le taux retenu par cet établissement pour le provisionnement du risque « *monoline* » s'est également rapproché du taux de provisionnement standard des autres grandes banques françaises, ce qui apparaît sain. De grandes banques britanniques ou allemandes, qui ont moins provisionné ce risque, devraient donc être touchées avant Natixis en cas de problème.

M. François Rebsamen a souhaité connaître ce taux de provisionnement.

M. Christian Noyer a indiqué qu'il s'établit aux alentours de 60 % et converge vers le taux retenu par les autres banques françaises.

M. Jean Arthuis, président, a observé que la Fed a publié une analyse de la résistance des dix-neuf principales banques des Etats-Unis

d'Amérique détenant plus de 100 milliards de dollars d'actifs, par le biais de tests de résistance (« *stress tests* »). Selon elle, 74,6 milliards de dollars sont nécessaires pour recapitaliser dix des dix-neuf banques testées, ce chiffre ayant fait depuis sa publication l'objet de nombreuses polémiques. De son côté, le Fonds monétaire international (FMI) a souhaité que le dispositif des tests de résistance soit mis en place dans chaque pays européen pour contraindre les banques à reconnaître leurs pertes et, le cas échéant, à se recapitaliser. M. Jean Arthuis, président, a souhaité obtenir des précisions sur la méthodologie envisagée pour réaliser de tels tests et sur leurs objectifs. Il s'est interrogé sur le rôle exact du Comité européen des superviseurs bancaires (CESB) dans ce processus de tests de résistance et sur la pertinence de l'orientation retenue par les pays européens qui, contrairement aux Etats-Unis, semblent préférer la confidentialité à la transparence des résultats de ces tests.

M. Christian Noyer a indiqué que les « stress tests », ou tests de résistance, sont fréquemment employés pour contrôler les établissements bancaires et doivent être utilisés lorsque l'on suit la méthodologie de Bâle II. Les résultats du test dépendent du scénario macroéconomique retenu. La France a été le premier pays européen à mener de tels tests en 2004, selon une méthodologie agréée avec le FMI, dans le cadre d'une étude sur la solidité des systèmes financiers. Des indications agrégées sur l'ensemble du système bancaire avaient alors été données, sans publier de résultats banque par banque. Des discussions sont en cours pour examiner ce qui pourrait être conduit en Europe, de manière globale. Dès lors que les tests de résistance sont utilisés régulièrement, suivant des scénarios variables et en fonction des paramètres que l'on souhaite tester, publier leurs résultats n'apparaît pas très pertinent.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a estimé que la publication de la méthodologie retenue pour la réalisation de ces tests présenterait un intérêt.

M. Christian Noyer a noté que les hypothèses retenues varient d'un test à l'autre, ce qui rend l'opération difficile. Il a précisé que les tests réalisés en France sont plus sévères que ceux menés aux Etats-Unis. Les banques françaises ressortiraient ainsi des tests américains avec des niveaux de fonds propres supérieurs à ceux des banques américaines.

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que la Fed évalue à 74,6 milliards de dollars le montant nécessaire pour recapitaliser les banques testées et a souhaité connaître l'analyse de la Banque de France concernant la situation française.

M. Christian Noyer a indiqué que les niveaux de fonds propres sont acceptables et a estimé que la méthodologie retenue pour les tests de résistance devrait être élaborée au niveau européen.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a jugé que cette harmonisation européenne ne doit pas constituer une échappatoire.

Mme Nicole Bricq a estimé que la notion de « tests de résistance » ne traduit qu'imparfaitement l'expression « *stress tests* ». Elle a noté que, selon le FMI, les pertes des banques de la zone euro au cours de la période 2007-2010 pourraient atteindre 1.200 milliards de dollars, contre 1.050 milliards de dollars pour les banques américaines. Or, les banques européennes n'ont jusqu'à présent reconnu que 260 milliards de dollars de pertes. Elle a observé que chaque pays européen fait valoir une situation meilleure que chez ses voisins et s'est interrogée sur le calendrier envisagé pour des « stress tests » au niveau européen, les marchés ne croyant plus aux annonces relatives à la situation des banques.

M. Christian Noyer a contesté les chiffrages du FMI et fortement remis en cause la méthodologie suivie par cette institution.

Mme Nicole Bricq a jugé qu'il ne suffit pas de contester la démarche du FMI mais qu'il faut, dans ce cas, fournir les données exactes.

M. Christian Noyer a déclaré qu'il ne lui est pas possible de fournir de données consolidées au niveau européen sur ce thème et que la Banque centrale européenne ne dispose pas non plus du pouvoir de coordination de la supervision bancaire qui le lui permettrait. Les « bons chiffres » français correspondent aux provisions passées par les établissements bancaires sous le contrôle de la Banque de France.

M. Jean Arthuis, président, a estimé que cette situation traduit une faiblesse de l'Europe.

M. Christian Noyer a indiqué que la méthode retenue par le FMI part du postulat que l'économie mondiale présente des caractéristiques similaires à l'économie américaine, ce qui n'est pas le cas et invalide donc sa démarche. Cela ne signifie toutefois pas que le message du FMI ne soit pas bon.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité connaître les évolutions intervenues depuis la dernière réunion du G 20.

M. Christian Noyer a observé que les Européens sont désormais convaincus de la nécessité de mener ces tests de résistance, certains d'entre eux considérant que leurs résultats doivent rester connus des seuls superviseurs. Pour sa part, dès lors que des exercices de tests doivent être menés régulièrement, il s'est montré réservé à l'égard de la démarche de transparence des résultats banque par banque retenue aux Etats-Unis. En revanche, il s'est montré favorable à une communication des résultats globaux des tests sur les systèmes bancaires, suivant la méthodologie retenue par le FMI en 2004.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a noté que trois catégories d'acteurs interviennent en la matière : les banques centrales, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque des règlements internationaux (BRI), lieu où les questions de méthodologie peuvent être abordées. Il a souhaité connaître l'analyse du Gouverneur sur l'harmonisation des méthodologies

retenues pour les tests de résistance et s'est interrogé sur l'appréciation du partage des risques entre les banques centrales et les établissements bancaires. Il a souhaité obtenir des éléments de comparaison sur ce dernier point.

M. Christian Noyer a jugé souhaitable de progresser vers des méthodologies aussi convergentes que possible et a mis en évidence les travaux réalisés par le Comité de Bâle. Cela ne conduirait toutefois pas à retenir un scénario identique pour chaque zone économique. Au niveau européen, un scénario macroéconomique pourrait ainsi être proposé par la Banque centrale européenne.

M. Jean Arthuis, président, s'est demandé si la BCE pourrait jouer le rôle de Conseil européen du risque systémique dont la création est préconisée par M. Jacques de Larosière. Il a ensuite abordé la réforme des normes prudentielles de Bâle II et a observé que l'Etat est devenu un assureur systémique. Il a souhaité connaître la position du Gouverneur de la Banque de France sur la mise en place d'une prime d'assurance perçue par l'Etat et acquittée par les établissements présentant un profil systémique.

M. Christian Noyer a indiqué qu'il n'y a pas actuellement de réflexion organisée sur ce thème. Il a rappelé que, traditionnellement, les Etats ont tenu à garder une ambiguïté constructive sur leur intervention en cas de défaillance des établissements bancaires, afin d'éviter l'aléa moral.

M. Jean Arthuis, président, a observé que plus la banque est importante, plus elle a de chances d'être secourue, selon le principe « trop important pour sombrer » (« *too big to fail* »).

M. Christian Noyer a jugé essentiel que l'intervention des Etats s'accompagne de sanctions à l'encontre des acteurs – actionnaires, dirigeants... – afin d'éviter qu'une telle situation ne se reproduise. En revanche, il a estimé que l'instauration d'une prime d'assurance systémique, ex ante, reviendrait à légaliser le hasard moral. Faire payer le secours apporté à un prix élevé, et croissant en fonction de l'implication des Etats, serait plus pertinent.

M. Jean Arthuis, président, a fait valoir qu'une réflexion pourrait être menée afin de substituer une prime d'assurance systémique à l'actuelle taxe sur les salaires, dont les banques réclament depuis longtemps la suppression ou l'allègement.

Il a ensuite observé que, selon une analyse que la Banque de France lui a transmise, les banques françaises compteraient 160 filiales et 84 succursales dans les pays de la « liste grise » de l'OCDE. Il a souhaité connaître les évolutions intervenues en la matière et a rappelé qu'un amendement adopté par l'Assemblée nationale au projet de loi relatif à l'organe central des caisses d'épargne et des banques populaires généralise l'obligation d'information des banques sur leurs implantations et activités dans les juridictions non coopératives.

M. Christian Noyer a noté qu'il s'agit d'une question complexe et a rappelé que la Banque de France n'est pas compétente en matière de suivi des paradis fiscaux. En revanche, elle suit les questions relatives aux échanges non coopératifs entre superviseurs bancaires et à la lutte contre le blanchiment. Ces trois notions ne se recoupent pas nécessairement : la Suisse et le Luxembourg possèdent ainsi des superviseurs très coopératifs et luttent contre le blanchiment.

Il a estimé que la situation des établissements bancaires évolue dans le bon sens et a noté que l'implantation des banques françaises dans certains territoires peut s'expliquer par des motifs historiques.

En réponse à **M. Jean Arthuis**, président, il a indiqué que Singapour possède un superviseur bancaire coopératif et que les filiales de groupes français ne s'y installent pas pour externaliser une partie de leur activité. Les grandes banques européennes sont en général dotées de filiales implantées aux Etats-Unis, à Singapour et à Tokyo, pour des raisons d'optimisation calendaire de leurs interventions sur les marchés.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité qu'une liste des Etats non coopératifs en matière de supervision bancaire soit élaborée.

M. François Marc a indiqué que le groupe de travail Assemblée nationale-Sénat sur la crise financière internationale a prôné une meilleure traçabilité des mouvements de capitaux, impliquant une levée du secret bancaire, et une meilleure identification des bénéficiaires des revenus d'épargne. Il a souhaité savoir si des avancées ont été enregistrées depuis lors.

M. Christian Noyer a observé que les questions fiscales n'entrent pas dans le champ de compétences de la Banque de France. Il a fait valoir que la question du secret bancaire est complexe et qu'il convient de prendre en compte la situation de résidents de pays ne respectant pas les droits de l'Homme, qui explique les réticences de certains Etats à une levée générale du secret bancaire. La signature de conventions fiscales devrait permettre de régler les enjeux relatifs aux paradis fiscaux.

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que le groupe de travail Assemblée nationale-Sénat sur la crise financière internationale a proposé la mise en place, par les banques, d'un taux de rétention dans leur bilan d'une fraction des actifs qu'elles titrisent. Il a souhaité connaître l'état des négociations sur ce point.

M. Christian Noyer a noté que les normes internationales IFRS sont actuellement plus contraignantes s'agissant de la comptabilisation des actifs titrisés que les normes FASB en vigueur aux Etats-Unis et a estimé que l'enjeu essentiel consiste à convaincre ces derniers de s'aligner sur les normes internationales. La mesure tendant à mettre en place un taux de rétention des actifs titrisés a fait l'objet de critiques, fondées sur la capacité des banques à la contourner par la mise en place de nouveaux systèmes de couverture.

Toutefois, les discussions sont bien avancées au niveau européen pour mettre en place un tel mécanisme.

M. Joël Bourdin a souhaité obtenir des précisions sur une éventuelle typologie des pays de la « liste grise » de l'OCDE.

M. Christian Noyer a indiqué que cette typologie n'existe pas pour le moment mais qu'il devrait être possible de l'établir.

X. AUDITION DU 17 JUIN 2009 : MM. JEAN-PIERRE JOUYET, PRÉSIDENT, ET THIERRY FRANCO, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

M. Jean Arthuis, président, a rappelé que cette audition intervient alors que le rapport annuel de l'AMF pour 2008 doit être prochainement présenté au Président de la République et publié. Il a indiqué que **M. Jean-Pierre Jouyet**, en tant que président de l'AMF depuis le 14 novembre 2008, et fort de sa connaissance des enjeux européens, a porté, dans une tribune libre publiée dans Le Monde du 26 mai dernier, une appréciation très critique sur l'Europe des marchés financiers. Il a ainsi estimé que celle-ci « *est en passe de devenir une jungle de la finance* », qu' « *il y a un véritable hiatus entre l'intégration monétaire et la balkanisation financière* » et qu'il faut se demander si « *l'Europe peut se payer le luxe d'une telle pusillanimité dans la régulation financière* ».

Ce véritable « signal d'alarme » contribue à mieux faire prendre conscience de l'ampleur des enjeux et des difficultés qui restent à résoudre, après que le G 20 de Londres a fixé les principes d'action. Les recommandations du rapport du groupe de travail présidé par M. Jacques de Larosière, reprises par la Commission européenne, marquent certes un progrès réel. Il a néanmoins considéré que, comme cela est souvent le cas, « le diable se niche dans les détails », de sorte que le processus de renforcement de la supervision et de la régulation financière pourrait être menacé par les divergences intergouvernementales. Il a ainsi rappelé que les discussions sur le renforcement du statut et des pouvoirs des comités sectoriels du processus Lamfalussy avaient échoué sous la présidence française. La période actuelle est donc critique, et il appartient à l'Union européenne comme aux Etats-Unis d'Amérique de prendre leurs responsabilités pour éviter, en quelque sorte, que « tout redevienne comme avant ». L'Europe doit également se donner pour ambition d'appliquer sur son territoire les orientations du G 20.

Dès lors, il a estimé que cette audition prend un relief particulier et contribue à enrichir les réflexions du groupe de travail de la commission des finances sur la crise financière.

Après avoir rappelé que le rapport annuel de l'AMF pour 2008 concerne l'exercice qui a précédé son arrivée à la tête de l'AMF, **M. Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF**, a souhaité axer son propos sur

les risques actuels et les orientations qu'il conviendrait de privilégier en 2009, dans le cadre du renouvellement du Parlement européen et de la Commission européenne, et à la veille d'un Conseil européen qui devrait aborder les enjeux de régulation financière. Il a également considéré que la première préoccupation de l'AMF, en tant que régulateur, est de faire en sorte que l'épargne revienne vers des placements de long terme, seuls à même de financer l'économie et les retraites. Il a cependant constaté que la confiance des épargnants n'est pas encore revenue, et que les risques sont toujours là, même s'ils empruntent de nouvelles formes.

Le premier de ces risques, selon lui, est celui d'une dégradation généralisée de la qualité du crédit, la crise économique rétroagissant sur la crise financière par un « effet de second tour ». Le renforcement du suivi macro-économique des risques financiers suppose une collaboration renforcée entre les banques centrales, les autorités de régulation et les acteurs de l'industrie. Il a jugé que les travaux du nouveau Conseil de la stabilité financière, qui doit se réunir pour la première fois à Bâle à la fin de ce mois, seront à cet égard importants. Le projet de création d'un Conseil européen du risque systémique, éventuellement présidé par la Banque centrale européenne, s'inscrit dans la même démarche nécessaire de connaissance des risques et incite à trouver une solution pragmatique avec la Banque d'Angleterre.

M. Jean-Pierre Jouyet a estimé que le deuxième risque est celui d'une mauvaise valorisation des actifs et de manipulations de marché liées à une forte incertitude sur les bilans et à la volatilité des marchés. Lutter contre ce risque implique, en premier lieu, que les sociétés fournissent une information aussi complète et transparente que possible, notamment sur les rémunérations. A cet égard, il a indiqué que l'AMF publierait courant juillet son appréciation sur les recommandations émises par l'Association française des entreprises privées (AFEP) et le Mouvement des entreprises de France (MEDEF). En second lieu, la gouvernance des entreprises doit garantir une prise de décision conforme aux intérêts des investisseurs, ce qui suppose d'être particulièrement vigilant sur la transposition de la directive européenne relative aux droits des actionnaires. Dans ce cadre, le collège de l'AMF entend mieux prévenir les prises de contrôle rampantes et a soumis à consultation publique une proposition d'abaissement du seuil d'offre publique obligatoire de 33,33 % à 30 % du capital et des droits de vote, qui est aujourd'hui celui retenu dans vingt-cinq des vingt-sept Etats membres.

Le troisième risque a trait à la liquidité et tient à la fragmentation croissante des flux de transactions sur des plates-formes de négociations concurrentes des marchés réglementés, qui sont soumises à de moindres exigences d'information sur la formation des prix. Ce mouvement de déstructuration des marchés, engagé par la directive sur les marchés d'instruments financiers, procède certes d'une intention louable de concurrence entre marchés, vecteur de baisse des frais de transaction, mais crée désormais une opacité disproportionnée par rapport aux avantages de la concurrence.

Le quatrième risque est celui de la défaillance sur les marchés de gré à gré, qui représentent près de la moitié des transactions sur les marchés financiers mais n'offrent pas d'organisation fiable de la contrepartie, ce qui suscite également des inquiétudes chez les émetteurs eux-mêmes. **M. Jean-Pierre Jouyet** considère donc qu'il faut poursuivre l'extension du champ de la régulation aux produits et marchés aujourd'hui non régulés, conformément aux conclusions du sommet du G 20 à Londres. Des propositions ont ainsi été formulées par un groupe de travail constitué au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) et coprésidé par l'AMF. Il a également jugé nécessaire, dans ce domaine, que l'Europe n'accumule pas de retards par rapport aux Etats-Unis, alors que ce pays dispose déjà d'une avance technologique en matière d'organisation des plates-formes et témoigne d'une volonté plus affirmée de meilleure régulation des marchés de gré à gré.

Il a ensuite évoqué la régulation des agences de notation et des fonds alternatifs. Des progrès importants ont été accomplis puisqu'un règlement européen prévoit une procédure d'enregistrement des agences de notation, qui devront publier leurs méthodes et appliquer des règles de prévention des conflits d'intérêt. La mise en place d'une méthodologie commune de contrôle de ces agences impliquera un accord au sein du comité des régulateurs européens, mais il sera également nécessaire de renforcer le contrôle interne des risques dans les entreprises pour réduire leur dépendance à l'égard des agences de notation.

Les fonds d'investissement alternatifs, y compris les fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») dont la crise a révélé les risques micro et macro-prudentiels, constituent en revanche un « point dur ». La Commission européenne a proposé une directive encadrant les gestionnaires de cette catégorie de fonds. Il a estimé nécessaire d'améliorer ce projet sur trois points :

- l'information sur le fonctionnement de ces fonds devrait aller au-delà du seul compte-rendu (« *reporting* ») réalisé par le gestionnaire ;

- la faculté pour les fonds domiciliés hors des frontières (« *offshore* ») de bénéficier, à l'issue d'une période de trois ans, du « passeport » européen et d'être ainsi librement commercialisés apparaît contradictoire avec les engagements pris lors du sommet du G 20 à Londres, car elle n'incite pas ces fonds à se localiser en Europe pour y être soumis à la procédure d'enregistrement ;

- il n'est guère cohérent de prévoir un traitement analogue pour les fonds spéculatifs et les fonds de capital-investissement, compte tenu de leurs caractéristiques différentes.

Le dernier risque dans la situation actuelle, selon **M. Jean-Pierre Jouyet**, est celui du comportement court-termiste des acteurs. Il se traduit notamment dans la concurrence réglementaire, le Royaume-Uni semblant enclin à privilégier le statu quo et une posture de moins-disant réglementaire pour préserver les avantages comparatifs de sa place financière, ainsi que dans

le mode de fixation des rémunérations des opérateurs de marché, qui doivent être davantage indexés sur les moyen et long termes.

Il a donc jugé essentiel de réorienter le modèle de régulation et de faire revenir les investisseurs. Aujourd'hui, ceux-ci privilégient légitimement la sécurité et la liquidité de court terme, les dépôts bancaires ayant drainé 49,3 % des flux financiers en 2008. La restauration de la confiance des épargnants doit cependant conduire, selon lui, à s'interroger au niveau européen sur le contrôle de la commercialisation des produits financiers, le système actuel étant organisé par catégorie de distributeurs. Les régulateurs doivent donc se coordonner pour garantir que le produit vendu est bien conforme à l'agrément délivré en amont. A cet égard, il a approuvé les recommandations formulées dans le rapport de M. Bruno Delétré, inspecteur des finances, sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France, et a appelé à une harmonisation et à une simplification européennes de la présentation commerciale des produits d'épargne comparables.

De même, il s'est félicité de l'intention récente de la Commission européenne tendant à préciser la responsabilité des dépositaires, à la suite de « l'affaire Madoff », et a rappelé le caractère plus protecteur de la réglementation française, qui prévoit que le dépositaire est responsable de la restitution des fonds en cas de faute du gestionnaire.

M. Jean-Pierre Jouyet a enfin déclaré souscrire sans réserve aux conclusions du rapport du groupe de travail présidé par M. Jacques de Larosière. Il a souligné que ce rapport doit être appliqué en Europe dans son intégralité, dans la mesure où il constitue déjà un compromis entre les thèses britanniques et celles de l'Europe continentale. La mise en place d'un comité de régulateurs européens, dont la Commission européenne assurerait le secrétariat et qui contribuerait à arbitrer les différends entre régulateurs nationaux, permettrait de réduire le « hiatus » entre une intégration économique et monétaire approfondie, les principes de libre-circulation des produits et prestataires (cette dernière étant renforcée par la quatrième directive sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières, dite « OPCVM IV ») et la surveillance consolidée des risques micro et macro-prudentiels.

Après avoir souligné l'utilité des compétences acquises par **M. Jean-Pierre Jouyet** dans ses fonctions antérieures, **M. Jean Arthuis, président**, s'est interrogé sur les perspectives relatives à trois domaines :

- l'harmonisation et la pérennisation, aux niveaux européen et international, de la réglementation sur les ventes à découvert, qui ont récemment fait l'objet de mesures de suspension temporaires et d'un rapport d'un groupe de travail de l'AMF, publié le 23 février 2009 ;

- la standardisation et la compensation centralisée des produits dérivés de gré à gré, notamment des dérivés de crédit qui se sont révélés complexes et opaques ;

- une refonte éventuelle du régime européen des dépositaires de fonds, abordé dans la première directive « OPCVM » de 1985 mais dont l'urgence de la modernisation a été accrue par les récentes difficultés rencontrées par les banques HSBC et UBS sur deux fonds, Thema et Luxalpha, domiciliés respectivement en Irlande et au Luxembourg.

Concernant les ventes à découvert, **M. Jean-Pierre Jouyet** a précisé que le collège de l'AMF souhaite mettre en œuvre un régime permanent applicable aux valeurs tant financières que non financières et portant sur le délai de livraison des titres en J+3, la transparence des opérations et les moyens d'éviter une procyclicité en période de baisse. Les réflexions actuellement menées au sein du Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) et de l'OICV tendent à se limiter aux enjeux de transparence, mais les Etats-Unis se montrent désireux d'aller plus loin. En tout état de cause, l'AMF, à l'instar du régulateur allemand, va maintenir son régime d'interdiction des ventes à découvert sur les valeurs financières.

Il a ensuite déclaré que l'AMF partage pleinement l'objectif de standardisation et de compensation des produits complexes échangés de gré à gré, qui sont à l'origine de la volatilité et des phénomènes systémiques. Les progrès sont néanmoins lents car les grandes banques d'investissement réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires et de leurs marges sur ce type d'instruments. Il a fait valoir, en revanche, que la standardisation, si elle tend à réduire les marges des opérateurs, pourrait accroître la sécurité et la profondeur des marchés et donc soutenir les volumes de transactions.

La question du lieu de la compensation des produits dérivés est également importante : selon lui, une compensation au sein de la zone euro – qui n'a pas l'assentiment du Royaume-Uni – présenterait les meilleures garanties de compétitivité pour la place de Paris et de sécurité des transactions en euros, la Banque centrale européenne pouvant alors agir en tant que prêteur en dernier ressort en cas d'incident sur un marché.

Concernant l'affaire Madoff, il a indiqué qu'un groupe de travail a été constitué au sein du CEVM et que la Commission européenne travaille sur une meilleure harmonisation de la responsabilité des dépositaires. En revanche, l'AMF nourrit toujours des inquiétudes sur la situation au Luxembourg. Le fonds Luxalpha a en effet été liquidé ; les autorités luxembourgeoises s'en remettent aux procédures contentieuses en cours, ce qui allonge les délais, et la banque UBS fait preuve d'une mauvaise volonté manifeste. L'AMF souhaite donc que les établissements dépositaires concernés en France informent correctement leurs clients. Elle a lancé des contrôles de certains établissements et des sociétés de gestion qui ont commercialisé le fonds Luxalpha, et soutient les procédures judiciaires en cours.

Revenant sur les ventes à découvert, **M. Thierry Francq, secrétaire général de l'AMF**, a considéré que les régulateurs européens trouveront vraisemblablement un accord sur la publicité des positions excédant un certain seuil, mais que l'harmonisation du respect des délais de livraison constitue un

sujet plus complexe, compte tenu des pratiques en vigueur sur certaines places financières. Il a rappelé que le non-respect de ce délai est passible de sanctions en France, la commission des sanctions ayant récemment eu à se prononcer. En tout état de cause, un suivi spécifique de tous les ordres de vente à découvert ne se conçoit qu'au niveau européen.

S'agissant des marchés de gré à gré, il a déclaré que la compensation permettrait de réduire le risque systémique et d'améliorer la transparence, mais que les régulateurs devront également disposer d'un compte-rendu (« *reporting* ») détaillé des opérations de gré à gré, ce qui requerra des investissements importants. Une telle vision, à la fois globale et détaillée, des marchés de gré à gré, est nécessaire pour mieux détecter les abus de marché qui semblent y avoir lieu. A ce titre, la Commission européenne a récemment annoncé une révision de la directive communautaire relative à l'abus de marché, qui tend à confirmer l'interprétation extensive de l'AMF, selon laquelle cette directive a vocation à s'appliquer aux transactions de gré à gré.

Il a ajouté que l'AMF a récemment rappelé aux établissements français dépositaires de la société d'investissement à capital variable (SICAV) Luxalpha leurs devoirs fiduciaires à l'égard des porteurs de parts. En réponse à une question de **M. Philippe Marini, rapporteur général**, il a précisé que les sanctions encourues en cas de non-respect de ces obligations relèvent du droit commun des sanctions disciplinaires et pécuniaires de l'AMF, ces dernières étant plafonnées à 10 millions d'euros. Le régime luxembourgeois présente, quant à lui, la particularité qu'il est difficile de faire reconnaître par la justice le simple fait d'être actionnaire de cette SICAV. Ces porteurs ont donc besoin du concours des dépositaires pour faire valoir leurs droits.

Puis, en réponse à **M. Jean Arthuis, président**, qui s'est demandé si cette difficulté est caractéristique d'un Etat non-coopératif, il a estimé qu'elle vaut a priori pour tous les investisseurs au Luxembourg, mais qu'il est délicat d'interpréter le droit luxembourgeois en l'absence de jurisprudence sur cette question. Cette difficulté devrait toutefois être rapidement résolue, et l'enjeu prioritaire est, actuellement, pour les liquidateurs de la SICAV, de récupérer les sommes dues par le dépositaire UBS.

M. Jean-Pierre Jouyet a confirmé que le problème principal se situe davantage au niveau des liquidateurs et des tribunaux luxembourgeois qu'à celui de l'Etat. Il a cependant jugé que les autorités luxembourgeoises se sont « habilement défaussées » sur ces acteurs pour ne pas être accusées de non-coopération.

M. Jean-Pierre Fourcade s'est interrogé sur la portée des discussions entre les banques centrales pour améliorer le contrôle des agences de notation, qui sont au cœur des prescriptions du sommet du G 20 et ont repris leur activité de notation de produits structurés aux Etats-Unis. Il s'est également demandé si les investisseurs chinois et japonais disposent de leur propre référentiel de notation ou se réfèrent aux grandes agences américaines.

M. Jean-Pierre Jouyet a précisé que le système européen d'enregistrement qui doit être finalisé avant le début 2010 devrait se traduire par une sorte de délégation aux régulateurs nationaux les plus concernés. Cet enregistrement ne saurait mobiliser les vingt-sept Etats membres, mais il s'agit d'éviter que la *Financial Services Authority* britannique ait une compétence exclusive sur ces agences, du fait de la domiciliation de leur siège social au Royaume-Uni, et de trouver un accord permettant de prendre en compte les intérêts des régulateurs des pays dans lesquelles ces agences sont également implantées. Par ailleurs, les grands pays asiatiques souhaitent effectivement favoriser le développement de leurs propres agences de notation et bénéficier d'une égalité de traitement par rapport aux grandes agences américaines. Il a ajouté que si la notation demeure utile, considérant notamment l'ampleur des déficits publics, il est nécessaire d'ouvrir le marché et de permettre aux opérateurs de disposer d'un système d'évaluation interne des risques performant et reconnu.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a souhaité obtenir davantage de précisions sur le régime de responsabilité des dépositaires. Il a rappelé que cette fonction a été traitée par la première directive sur les OPCVM en 1985, mais non par la directive « OPCVM IV », ce qui appelle une prise de position claire de la France, voire des améliorations législatives, sur cet enjeu conceptuel et de compétitivité pour la place financière de Paris, plutôt que des réflexions techniques au sein de divers groupes de travail européens. Il s'est interrogé sur la portée réelle du droit français et du règlement général de l'AMF en la matière, dans la mesure où aucune disposition législative ou réglementaire ne prévoit explicitement une obligation de restitution des actifs à la demande du client.

Il a également souhaité connaître l'appréciation de l'AMF sur deux thèmes relatifs aux droits des actionnaires minoritaires :

- dans le cadre de l'examen de la nouvelle procédure de transfert de titres du marché réglementé Euronext vers le marché organisé Alternext, prévue par une proposition de loi sur l'accès des PME au crédit, le Sénat a adopté un amendement tendant à prévoir que l'assemblée générale des actionnaires se prononce sur ce transfert. Il a cependant observé que, dans une apparente contradiction, une consultation de place est en cours et propose notamment d'introduire un régime d'offre publique sur Alternext, analogue à celui en vigueur sur Euronext ;

- s'agissant des fusions transfrontalières de sociétés, il a évoqué le cas d'une société française cotée qui a récemment fait l'objet d'une fusion-absorption par son actionnaire de contrôle sans que les voix de ce dernier aient été neutralisées lors des assemblées générales des deux sociétés. Il s'est dès lors demandé si, bien que la directive sur les fusions transfrontalières ait été transposée, il ne serait pas nécessaire de prévoir des adaptations du droit français tendant à renforcer les droits des actionnaires minoritaires.

Après avoir affirmé ses convictions européennes, **M. Jean-Pierre Jouyet** a réitéré avec fermeté son vœu d'une législation européenne sur le régime des dépositaires. L'obligation de restitution des actifs en droit français résulte quant à elle de la combinaison des textes législatifs et réglementaires, et a été récemment confirmée par un arrêt de la cour d'appel de Paris, qui a fait droit à la position de l'AMF. L'Autorité ne pourrait que conforter l'éventuelle volonté du législateur d'apporter des précisions dans la loi.

S'agissant des fusions transfrontalières et du cas évoqué par **M. Philippe Marini, rapporteur général**, il a admis que, en l'absence de progrès européens, il pourrait être opportun de prévoir une obligation législative de déposer une offre publique d'acquisition.

M. Thierry Francq a précisé que, du fait de la faillite de Lehman Brothers, l'AMF a enjoint trois établissements dépositaires de restituer des actifs à des OPCVM français. Cette injonction, contestée par les établissements concernés, a été confirmée en appel et a été suivie d'une seconde injonction avec astreinte à l'encontre d'un établissement « récalcitrant ». Il a relevé que cet outil de l'injonction fait manifestement défaut chez d'autres régulateurs européens.

Concernant la procédure de transfert d'Euronext vers Alternext, il a expliqué que les PME éprouvent avant tout des difficultés à remplir leurs obligations relatives à l'information financière et comptable et aux déclarations des transactions effectuées par les dirigeants ; en revanche le droit des offres ne constitue pas un obstacle dirimant. Selon lui, le Gouvernement comme le collège de l'AMF envisagent de manière tout à fait ouverte l'hypothèse de l'introduction d'une procédure d'offre publique sur Alternext, qui relève d'un point d'équilibre à trouver entre les intérêts des investisseurs et des émetteurs. Il s'est également félicité que la loi prévoie désormais le principe de l'approbation de l'assemblée générale, qui vient confirmer l'interprétation des textes.

Faisant référence à une table ronde organisée le 11 mars 2009 par la commission des lois, **Mme Nicole Bricq** a relevé que l'AMF, et auparavant la Commission des opérations de bourse (COB), effectue depuis 2002 un suivi précis des questions de gouvernance et de rémunération des dirigeants, conforté par une loi de 2008. Elle a rappelé que le groupe de travail conjoint de l'Assemblée nationale et du Sénat a établi un lien entre la crise et les modes de rémunération des dirigeants et des opérateurs de marché. Elle s'est demandée si les prochaines conclusions de l'AMF tiendront compte de l'évolution constatée depuis 2002 et des conclusions d'une étude sur les dernières assemblées générales des sociétés cotées, selon lesquelles les thèmes de la gouvernance et des rémunérations revêtent désormais une plus grande importance, aux yeux des actionnaires, que les résultats financiers.

Elle s'est également interrogée sur la nature des changements qu'a récemment connus Bluenext, marché des quotas de CO₂ exploité par Euronext.

M. Jean-Pierre Jouyet a confirmé que la COB puis l'AMF suit depuis 2002 les enjeux de gouvernance et de rémunération, mais ce travail était jusqu'à présent plutôt « notarial ». Il souhaite que l'AMF dispose désormais d'une approche non seulement quantitative, mais surtout qualitative sur l'application et la portée des recommandations de l'AFEP et du MEDEF, formule le cas échéant des propositions d'améliorations juridiques, et établisse un relevé des bonnes et mauvaises pratiques sur des points tels que le cumul du mandat et du contrat de travail, la précision des critères d'évaluation de la performance, ou la rémunération des fonctions exécutives ou non exécutives. Il a également indiqué que le législateur aura à se prononcer sur l'étendue des pouvoirs des actionnaires en matière de contrôle des rémunérations, dans le cadre de la transposition de la directive sur les droits des actionnaires.

Il a souligné l'importance du marché naissant des quotas de CO₂, qui justifie, compte tenu des mouvements des investisseurs entre marchés, de le placer dès maintenant dans un cadre régulé au niveau européen. En réponse à une observation de **M. Jean Arthuis, président**, il a indiqué que l'AMF est prête à assumer une telle mission de régulation de ce marché.

M. Thierry Francq a ensuite précisé que, à sa connaissance, Bluenext n'est pas coté mais a vu son actionnariat évoluer récemment. En tant que plate-forme alternative de négociation, son fonctionnement est contrôlé mais le marché des quotas de CO₂ n'est pas en lui-même régulé ni soumis aux dispositions sur l'abus de marché car il s'agit d'un marché de contrats « spot », qui à la différence des actions ou des produits dérivés ne sont juridiquement pas considérés comme des instruments financiers. En réponse à Mme Nicole Bricq, il a estimé préférable qu'une future législation en la matière soit établie au niveau européen plutôt que dans le seul cadre national.

M. Jean-Pierre Jouyet a ajouté que le débat européen sur ces marchés ne devrait guère avancer avant le début 2010, compte tenu du règlement européen en cours de préparation. Il importe donc que les contributions françaises mettent en exergue une qualification juridique des échanges de quotas qui permette aux régulateurs financiers d'agir et de rechercher les abus de marché. Après que **Mme Nicole Bricq** eut plaidé en faveur d'un régulateur et d'un marché européens, il a estimé que, si cette dimension européenne est effectivement nécessaire et justifiée, les régulateurs n'en doivent pas moins disposer de la base juridique pour intervenir.

Abordant les suites du G 20 et du rapport de M. Jacques de Larosière, **M. François Marc** a relevé une appréciation de M. Jacques Attali, selon lequel la question des fonds domiciliés dans des places hors des frontières (« *offshore* ») n'aurait pratiquement enregistré aucune avancée. Dès lors, il s'est interrogé sur les propositions que la France pourrait formuler, sous la présidence suédoise de l'Union européenne, pour accélérer l'encadrement de ces fonds.

M. Jean-Pierre Jouyet a rappelé que, avant même la présidence suédoise, le Conseil européen doit se réunir à la fin de cette semaine pour

prendre position sur la mise en œuvre du rapport de M. Jacques de Larosière. Des progrès substantiels ont également été accomplis sous la pression des pairs européens, en particulier sur le plan fiscal, en matière de relations avec les juridictions non coopératives, et l'actuelle administration américaine se montre plus volontariste que la précédente. En outre, il a estimé que les Suédois sont traditionnellement vigilants sur cette question ; ils devraient donc vraisemblablement amplifier ce mouvement et exercer une pression politique sur la mise en œuvre détaillée du nouveau dispositif de supervision. De même, la réforme de la supervision financière aux Etats-Unis, les échanges entre superviseurs et la première réunion du Conseil de la stabilité financière pourraient conforter la tendance. Il a enfin appelé à ce que la vigilance s'exerce plus particulièrement sur les propositions législatives que la Commission européenne devrait formuler à l'automne 2009.

M. Jean Arthuis, président, a sollicité l'appréciation de M. Jean-Pierre Jouyet :

- d'une part, sur le rapport de M. Bruno Delétré, qui recommande de fusionner la Commission bancaire, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), et de consolider le rôle de l'AMF en matière de surveillance de la commercialisation des produits financiers, parmi lesquels les contrats d'assurance-vie ;

- d'autre part, sur le rapport de M. Jean-Marie Coulon, dont la proposition de transférer au parquet une partie des compétences de l'AMF en matière de répression des abus de marché avait suscité une forte désapprobation de M. Michel Prada, prédécesseur de M. Jean-Pierre Jouyet.

S'exprimant à titre personnel, **M. Jean-Pierre Jouyet** a considéré que l'AMF serait aujourd'hui prête à exercer de nouvelles responsabilités en matière de commercialisation de produits d'épargne présentés sur des supports différents mais de nature similaire, tout en relevant que certaines compagnies d'assurance conçoivent un lien indissoluble entre la surveillance prudentielle et la surveillance commerciale des contrats d'assurance-vie. Il est en tout cas nécessaire de sortir de la situation actuelle, le cas échéant en améliorant la coopération entre l'AMF, l'ACAM et la Banque de France. Sur le plan budgétaire, la rationalisation de l'architecture de régulation permet également de renforcer l'efficacité du dispositif à moyens constants. Il a ajouté qu'il serait paradoxal que la France reste immobile, alors que les Etats-Unis s'appêtent à mettre en place une autorité de surveillance de la commercialisation des produits financiers.

S'agissant des propositions du rapport de M. Jean-Marie Coulon, il a déclaré partager l'appréciation de son prédécesseur et souligné le flux croissant de demandes d'enquêtes de dimension internationale auxquelles prend part l'AMF. Ces enquêtes relèvent de l'entraide administrative, comparable à celle qui prévaut dans le domaine douanier, de sorte que priver l'AMF de ses moyens de sanctionner les manquements boursiers pourrait nuire

à sa crédibilité internationale. Il a également relativisé le constat de la double sanction administrative et pénale et souligné que le risque de double enquête, préoccupation légitime, peut être levé par une meilleure coopération en amont avec les autorités judiciaires, que l'AMF souhaite.

XI. AUDITIONS DU 16 SEPTEMBRE 2009

A. M. BEAUDOIN PROT, PRÉSIDENT, ET MME ARIANE OBOLENSKY, DIRECTRICE GÉNÉRALE DE LA FÉDÉRATION BANCAIRE FRANÇAISE

Après avoir rappelé que cette audition était ouverte aux membres de la commission des lois, et remercié son président, **M. Jean-Jacques Hyest**, pour sa présence, **M. Jean Arthuis, président**, a relaté les différentes étapes clefs de l'évolution du système bancaire français depuis un an. Il a ainsi évoqué le rôle directement assumé par l'Etat pour favoriser le retour de la confiance, au travers des structures de refinancement et de souscription au capital des banques que sont la Société de financement de l'économie française (SFEF) et la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), les principes édictés en février 2009 par la Fédération bancaire française (FBF) sur les rémunérations variables des opérateurs de marché, et la récente nomination de M. Michel Camdessus comme contrôleur de ces rémunérations.

Il a également exposé l'implication de la FBF dans des thèmes importants tels que les travaux du Comité de Bâle sur les nouvelles normes de capitalisation des banques, la collecte et l'éventualité d'une publication, par le Comité européen des superviseurs bancaires, les « tests de résistance » pratiqués sur les grandes banques européennes, la révision des normes comptables internationales International Financial Reporting Standards (IFRS) sur la juste valeur et le provisionnement des crédits, ou la lutte contre les paradis fiscaux et les Etats non coopératifs. Il a invité M. Beaudouin Prot à préciser les positions de la FBF sur ces différents sujets et à faire le point sur les modalités de rémunération dans le secteur bancaire français.

M. Beaudouin Prot, président de la Fédération bancaire française, a souhaité aborder les principaux enseignements de la crise et le comportement des banques françaises, un an après la faillite de Lehman Brothers, ainsi que les grands enjeux du prochain sommet du G 20 à Pittsburgh. Il a insisté sur la forte mobilisation des banques françaises dans une crise qui affecte la vie quotidienne des agents économiques.

Se référant au récent discours de M. Barack Obama, dont il a salué la « grande lucidité » et dont la FBF partage l'analyse, il a rappelé que la crise trouve essentiellement son origine aux Etats-Unis d'Amérique et dans les failles de leur régulation financière, concernant en particulier les courtiers hypothécaires et la protection du consommateur. Les comportements non professionnels d'agents non régulés ont ainsi conduit à produire un encours de 1.200 milliards de dollars de crédits hypothécaires à risque (« *subprimes* ») de

mauvaise qualité. Fin 2008, l'augmentation des risques de défaut sur ces prêts s'est traduite par la défaillance ou le « sauvetage » de nombreuses grandes institutions financières américaines, telles que Lehman Brothers, Merrill Lynch, Wachovia, Washington Mutual, AIG ou Fannie Mae et Freddy Mac.

Le mouvement consécutif de défiance a causé de graves dommages à la liquidité du système bancaire. Il a néanmoins considéré que les banques françaises n'ont pas été associées, de près ou de loin, aux pratiques d'octroi de ces crédits hypothécaires, notamment la filiale américaine de BNP Paribas. Il a également rappelé que la France dispose d'une législation protectrice du consommateur, que l'on pourrait même considérer comme surabondante, et qu'aucun acteur non régulé ne peut octroyer de crédits.

Si les banques françaises sont parmi celles qui ont le mieux résisté dans le monde, l'intervention des pouvoirs publics n'en a pas moins été opportune et bien dimensionnée, et a permis de maintenir l'activité bancaire. Il a néanmoins indiqué que, du fait d'un retour à la normale des conditions de refinancement, les grandes banques de réseau pourront, à compter d'octobre 2009, à nouveau se financer sous leur propre signature.

M. Beaudouin Prot a jugé que cette intervention n'est en aucun cas un plan de subvention publique, puisque la commission de 0,60 % prélevée sur les 75 milliards d'euros d'émissions de la SFEF souscrites par les principales banques françaises devrait rapporter 1,3 milliard d'euros à l'Etat. De même, les fonds propres émis par les banques et souscrits par la SPPE sont rémunérés à hauteur d'environ 8 %, ce qui représente 700 à 800 millions d'euros de recettes pour l'Etat, soit un total d'environ 2 milliards d'euros.

Il s'est félicité que l'état du système bancaire français ait permis d'éviter de procéder à un sauvetage massif d'une grande banque de réseau. Cette situation constitue un atout pour la France et contribue à sa meilleure résistance économique, avec une croissance négative de - 2,1 % contre environ - 4 % en moyenne dans l'Union européenne. Il a ainsi estimé, à l'instar de M. René Ricol, médiateur du crédit, que le système bancaire français continue de fonctionner et d'exercer son cœur de métier, qui est de répondre aux besoins de financement de ses clients. En outre, les banques françaises devraient réaliser 30.000 recrutements en 2009, essentiellement dans des fonctions commerciales.

Il a indiqué que la FBF demeure cependant attentive aux difficultés de financement rencontrées par certains acteurs économiques et que son comité exécutif organisera, avant la fin de l'année, une douzaine de réunions dans les grandes villes de province avec environ 1.000 représentants de PME pour évoquer leurs problèmes de financement, portant par exemple sur le crédit, les exportations ou la gestion du bilan. Cette démarche, selon lui, illustre la forte mobilisation des réseaux au seuil de la reprise et leur contact permanent avec la clientèle.

A ce titre, **M. Beaudouin Prot** a précisé que l'encours de crédit s'élevait, fin juin 2009, à environ 1 600 milliards d'euros, dont 900 milliards d'euros aux ménages. Ce montant représente une progression de 2,6 % sur un an, contre 0,5 % dans l'ensemble de la zone euro, et témoigne du succès de plan de soutien à l'économie française. De même, les taux ont fortement reflué puisque le taux moyen du crédit à l'habitation est passé de 5,2 % en novembre 2008 à 3,9 % fin juin 2009. Cette tendance, jointe à la baisse des prix immobiliers, a facilité un redémarrage de la production de crédits immobiliers à compter d'avril 2009. Dès lors, il a tenu à infirmer les « rumeurs » sur le fait que les banques françaises ne subviendraient plus au financement de l'économie.

S'agissant des enseignements à tirer de la crise, il a considéré que les banques françaises, bien qu'elles n'aient pas joué un rôle déterminant dans la crise, se sont pour autant attachées à rénover en profondeur certaines règles. Il a ainsi estimé que les nouvelles mesures applicables aux rémunérations variables, en particulier le « bonus-malus », contribuent à « changer la donne », mais il est essentiel qu'elles puissent être adoptées au niveau international par le G 20. A cet égard, il a relevé que, dans un communiqué du 14 septembre, le nouveau Conseil de stabilité financière, organe qui a succédé au Forum de la stabilité financière, formule des propositions selon trois axes – gouvernance, transparence et structure des rémunérations – qui se révèlent tout à fait conformes aux engagements pris le 25 août 2009 par la communauté bancaire française. Compte tenu de la position commune élaborée par la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, il a dit espérer que les futures orientations du G 20 soient en ligne avec le nouveau cadre français.

Relevant que ces nouvelles mesures prévoient en particulier un étalement du versement des bonus sur le moyen terme, **M. Jean Arthuis, président**, s'est interrogé sur les modalités de retenue en cas d'inversion de la tendance et de résultats négatifs, et en particulier sur le point de savoir si cette retenue s'impute sur les bonus déjà versés ou si ces derniers sont « sanctuarisés ».

M. Beaudouin Prot a exposé les nouveaux principes cohérents qui gouvernent les rémunérations variables des opérateurs de marché :

- la gouvernance, avec un examen annuel de la politique de rémunération par le conseil d'administration et le comité de rémunération de la banque, ce qui n'était jusqu'à présent pas toujours le cas ;

- la transparence à l'égard des actionnaires, avec la publication d'une annexe aux comptes annuels comprenant le montant total des rémunérations de la banque de financement et d'investissement, dont la part différée ;

- l'interdiction des bonus garantis au-delà d'un an ;

- et l'étalement sur trois ans du versement d'une fraction des rémunérations variables, soit en moyenne la moitié pour la majorité des rémunérations et les deux tiers pour les plus élevées. Le versement des

rémunérations différées s'effectue ainsi par tiers et selon des conditions établies par la banque sous le contrôle du conseil d'administration et du régulateur, de sorte que ces rémunérations annuelles différées peuvent ne pas être dues, à la différence de la situation actuelle. En réponse à une demande de précision de **M. Jean Arthuis, président**, il a indiqué que ce système ne permet pas de reprendre les « bonus » déjà versés, notamment en raison de la complexité née du versement des charges sociales.

M. Jean-Jacques Hyest, président de la commission des lois, a estimé que le malus ainsi créé ne joue pas complètement.

M. Beaudouin Prot a considéré que toute éventuelle avancée au sommet de Pittsburgh dans ce domaine serait liée à cette initiative nationale, qui représente déjà une prise de risque significative pour les banques françaises. Il a ajouté que, s'il est possible d'établir les résultats d'un métier sur le plan comptable, les banques n'ont pas aujourd'hui les moyens de suivre sur trois ans les opérations individuelles de chaque opérateur de marché (trader). La limitation de la prise excessive de risque, par le système du paiement différé, et l'alignement des intérêts des opérateurs de marché et de l'entreprise constituent en revanche un changement fondamental.

M. Jean Arthuis, président, s'est interrogé sur les modalités de calcul des bonus en fonction de la performance individuelle des opérateurs de marché (traders) et sur la faculté d'étalement de leurs rémunérations variables sans suivi des contrats.

M. Beaudouin Prot a indiqué que le périmètre des bonus distribuables est précisément identifié et est constitué des résultats nets de la banque de financement et d'investissement, donc déduction faite des coûts du risque, de la liquidité et du capital, le coût du capital de cette activité étant vraisemblablement appelé à croître dans les prochaines années. La rémunération variable de chaque opérateur n'est pas établie selon une formule mathématique, mais en fonction de sa contribution individuelle à la performance globale, qui inclut les résultats de l'activité, la prise de risque et l'efficacité du contrôle.

Il a ensuite abordé, parmi les autres enjeux du G 20, les nouvelles exigences en fonds propres qui seraient imposées aux banques. Il a estimé qu'une forte augmentation du coût du capital, en poussant trop loin le principe de précaution, exercerait un impact direct sur le renchérissement du coût du crédit, et contribuerait in fine à diminuer le taux de croissance soutenable des économies concernées. Dès lors, de telles exigences structurelles pourraient certes causer une satisfaction ponctuelle mais leurs effets s'exerceraient sur le long terme.

Il a également exprimé ses doutes sur le bien-fondé du concept de ratio d'effet de levier, né aux Etats-Unis, qui rapporte de façon « primitive » le total de bilan aux fonds propres. Pour se conformer à ce ratio, les établissements américains ont massivement recouru aux « conduits » et véhicule de titrisation hors bilan, que les régulateurs demandent aujourd'hui

d'intégrer au dénominateur. Il a également insisté sur les fortes divergences entre les normes comptables internationales IFRS et les normes américaines, les premières prévoyant l'inscription à l'actif et au passif des positions brutes sur les produits dérivés, donc sans compensation, à la différence des secondes qui permettent d'enregistrer les positions nettes hors bilan. Il en résulte que, pour un même ratio de levier, une banque dispose, selon les normes internationales, d'un bilan sensiblement supérieur à ce qui résulte des normes américaines. Dès lors, le Comité de Bâle a prévu que le ratio de levier soit ajusté en fonction des normes comptables.

Après que **M. Jean Arthuis, président**, eut affirmé qu'il est nécessaire de tenir compte des engagements hors bilan pour porter une appréciation sur le levier, **M. Beudouin Prot** a fait part de sa vive préoccupation sur le fait qu'imposer un tel ratio, « simpliste » dans sa définition mais très difficile à mettre en œuvre eu égard aux disparités comptables actuelles, aboutisse de façon paradoxale à pénaliser les banques européennes par rapport à leurs concurrentes américaines, qui ont une responsabilité réelle dans la crise financière.

Evoquant les divergences persistantes entre normes américaines et européennes et l'affirmation « rituelle » du principe de leur convergence, **M. Philippe Marini, rapporteur général**, s'est interrogé sur les objectifs « raisonnables » que la France et l'Union européenne peuvent s'assigner et sur les conséquences éventuelles à tirer d'un constat d'impossibilité de rapprocher les pratiques comptables. Il a néanmoins considéré que la mesure du levier, nonobstant sa limitation au seul bilan, peut apparaître à certains égards plus robuste et simple qu'une appréciation complexe des risques selon l'approche prudentielle actuelle. Il a enfin souhaité connaître la position de la FBF sur les initiatives en matière de standardisation et de compensation centralisée des contrats d'échange de protection sur le risque de crédit (« *credit default swaps* » – CDS), et s'est demandé s'il est possible de mettre en place une structure européenne de compensation de ces produits, ou si l'on ne peut que s'en remettre aux pratiques des banques d'investissement anglo-saxonnes, qui s'attacheront vraisemblablement à cartelliser cette source de profits.

M. Jean Arthuis, président, a souligné l'importance de cette audition, peu avant que le groupe de travail sur la crise financière, commun à l'Assemblée nationale et au Sénat et composé de douze députés et douze sénateurs, ne se réunisse pour formuler ses recommandations au Président de la République, dans la perspective du G 20.

Après avoir déclaré partager l'appréciation de **M. Beudouin Prot** sur les risques inhérents à une trop forte augmentation des exigences en fonds propres, **M. Jean Pierre Fourcade** a évoqué les souscriptions de la SPPE aux fonds propres des principales banques françaises, une première tranche de 10,5 milliards d'euros ayant été souscrite à la fin de l'année 2008. Il s'est interrogé sur les résultats de la seconde tranche de souscription, d'un montant de 13,5 milliards d'euros et dont l'échéance était fixée au 31 août 2009, dans un contexte de retour progressif à des conditions normales de financement.

Evoquant le plaidoyer « vibrant » de **M. Beaudouin Prot** sur les capacités de financement de l'économie par les banques, **M. Aymeri de Montesquiou** s'est interrogé sur l'utilité de la création d'un médiateur du crédit et sur la réhabilitation du principe de séparation des activités de dépôt et de banque d'investissement, que prévoyait le Glass-Steagall Act.

Mme Fabienne Keller a considéré que l'obligation de soumettre les bonus au comité de rémunération existait déjà avant février 2009 et s'est, dès lors, demandé dans quelle mesure elle n'a pas été respectée. Elle a estimé que seuls les opérateurs de marché eux-mêmes sont en mesure de calculer la valeur des actifs complexes qui contribuent au résultat des banques. Elle s'est félicitée de la normalisation de la situation des banques françaises, tout en se demandant où sont aujourd'hui concentrés les importants volumes d'actifs risqués dans le monde, considérant notamment le délai nécessaire au dénouement de certains CDS. Enfin, elle a sollicité l'analyse de la FBF sur le décalage élevé entre l'aggravation constatée du chômage et l'amélioration des conditions de financement des PME.

Mme Nicole Bricq a souhaité connaître la position de la FBF sur les modalités et le niveau de détail de la publication des tests de résistance auxquels ont été soumises les principales banques européennes, publication dont le principe a été approuvé par M. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, et par Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi. Elle a constaté les efforts accomplis par la Banque centrale européenne (BCE) pour fournir des liquidités aux banques de la zone euro et la souscription pour un montant de 442 milliards d'euros, le 24 juin 2009, à la nouvelle procédure d'appel d'offres illimité, au taux fixe de 1 % et sur une échéance de douze mois. Considérant l'impact attendu de cette mesure sur l'économie réelle et la perspective d'une deuxième adjudication dans les prochaines semaines, elle a souhaité connaître le montant souscrit par les banques françaises et la manière dont elles comptent utiliser ces abondantes liquidités pour financer l'économie, nonobstant le débat sur l'insuffisance de la demande ou l'inadéquation de l'offre de crédit et sur la reconstitution par les banques de leurs marges.

M. Joël Bourdin s'est interrogé sur la transparence et l'évaluation du fonctionnement ainsi que sur la consanguinité des comités de rémunérations, dont les dysfonctionnements avaient déjà été relevés aux Etats-Unis par John Kenneth Galbraith. Il s'est également interrogé sur les modalités d'intégration comptable, au prix de marché, des plus ou moins-values latentes au sein des capitaux propres, qui ont alimenté le débat sur la procyclicité des normes comptables.

M. Claude Belot a exprimé sa surprise face à l'argumentation strictement technique développée pour résoudre le problème grave des défaillances bancaires, et déploré que l'activité redémarre à présent selon les règles antérieures. Il a jugé que, en dépit de légitimes aspirations au gain, l'intérêt propre des opérateurs de marché (traders), dans un monde globalisé, peut se révéler contraire à l'intérêt général lorsqu'il provoque des variations

erratiques et qui ne correspondent pas à l'évolution réelle de l'offre et de la demande, non seulement sur les marchés d'actions, mais surtout sur ceux des marchandises et du pétrole. Il a estimé qu'une telle situation ne permet pas de bâtir une politique de l'énergie sur le long terme. Tout en reconnaissant qu'il est difficile de concilier la morale et le droit, il a appelé à « tirer la morale de l'histoire » et constaté qu'une approche trop technique est désormais inadaptée pour dissuader des opérateurs de recourir à certaines pratiques au mépris de l'intérêt général.

Evoquant les propos de **M. Beaudouin Prot** sur le financement apporté par les banques, **Mme Nicole Bonnefoy** a exposé les difficultés caractéristiques rencontrées dans sa circonscription par une entreprise d'une centaine de salariés, qui a sollicité en urgence une ligne de trésorerie de 500.000 euros auprès de sa banque, le Crédit industriel de l'ouest (CIO), sans obtenir de réponse de sa part, en dépit d'un carnet de commandes abondant et d'importantes garanties apportées par certaines collectivités territoriales et Oséo.

M. Richard Yung s'est déclaré en accord avec les interventions de M. Claude Belot et de Mme Nicole Bonnefoy, et a fait part de ses inquiétudes sur la reprise d'anciennes habitudes un an après le déclenchement de la crise, les engagements pris lors du sommet du G 20 à Londres semblant aujourd'hui plus « évanescents ». Il a demandé confirmation de l'information selon laquelle les banques françaises ont effectivement nettoyé leurs bilans des créances douteuses, et si ce travail a également été réalisé en Allemagne, où deux structures de défaisance ont été créées, comme au Royaume-Uni.

Faisant état de l'efficacité incertaine, en l'absence de décret d'application, de l'article L. 96 A du livre des procédures fiscales, qui prévoit un droit de communication de l'administration fiscale de la part des banques, **M. Jean Arthuis, président**, s'est félicité de ce que ce décret soit prochainement pris. Il s'est demandé si les banques françaises sont prêtes à engager le combat « de manière décisive » contre les juridictions non coopératives, et s'il ne sera pas nécessaire d'attendre la ratification parlementaire des nouvelles conventions bilatérales conclues par certains de ces pays avant de permettre leur sortie de la « liste grise » de l'OCDE.

Répondant en premier lieu à **M. Philippe Marini, rapporteur général**, **M. Beaudouin Prot** a reconnu que la convergence des normes comptables progresse très peu dans la pratique. Il a cependant souligné l'existence d'un débat commun, en Europe et aux Etats-Unis, sur le caractère procyclique du recours à la valeur de marché et l'opportunité d'y mettre fin. A cet égard, il a relevé que l'association des banques américaines a adressé, le 10 septembre 2009, une lettre à MM. Tim Geithner, secrétaire d'Etat au Trésor, et Ben Bernanke, président de la Fed, qui affirme l'inadéquation de la valeur de marché, demande que les questions comptables soient soulevées lors du prochain sommet du G 20 et prie « instamment » les régulateurs comptables américain et international, soit le FASB et l'IASB, de travailler

conjointement avec les régulateurs bancaires pour limiter la procyclicité et harmoniser les normes comptables et prudentielles.

En réponse à **M. Philippe Marini, rapporteur général**, il a précisé qu'une copie de cette lettre pourra être communiquée à la commission des finances. Il a déploré que le FASB et l'IASB prennent une direction opposée aux engagements du G 20 portant sur la limitation du risque systémique, ce qui pourrait avoir deux types de conséquences : d'une part, la publication de deux types de comptes, comptables et prudentiels, ce qui nuira à la lisibilité de l'information pour les investisseurs, et, d'autre part, le risque d'un système encore plus volatil et procyclique après la crise. Il a souligné la véhémence de la réaction des banques américaines et l'urgence d'une implication des responsables politiques et des régulateurs, tout en mentionnant les critiques sur la gouvernance de l'IASB figurant dans une lettre que Mme Christine Lagarde, ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, a récemment adressée à la Commission européenne.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'est demandé si l'on peut substituer à ces organes supranationaux auto-gouvernés un régulateur plus attentif à la voix des Etats, qui ne disposent actuellement que de l'arme de la persuasion pour exprimer leurs préoccupations à défaut de mécanismes contraignants.

M. Beaudouin Prot a déclaré qu'il n'y a guère de motifs pour que les autorités politiques ne parviennent pas à faire entendre raison à des organismes qui fonctionnent par délégation et occupent un vide.

M. Jean Arthuis, président, a considéré que les règles comptables sont certes édictées par des instances auto-proclamées, mais que les Etats n'ont eux-mêmes pas toujours fait preuve d'exemplarité ni de sincérité dans la présentation des comptes publics. De même, la France a toujours été réticente à participer au financement de l'IASB et les Etats doivent donc s'impliquer davantage. Par ailleurs, il s'est demandé si le mécanisme des options d'achat d'actions (stock-options) dans les sociétés cotées, justifié pour les jeunes entreprises innovantes (start-ups), n'a pas contribué à cautionner la valeur de marché et à encourager la réalisation de plus-values à court terme.

M. Beaudouin Prot a estimé que, au-delà de quelques excès condamnables, les options d'achat d'actions demeurent, dans les sociétés cotées, un puissant instrument d'association des salariés et des actionnaires sur les moyen et long termes, en particulier du fait de la période d'indisponibilité de quatre ans.

M. Jean Arthuis, président, a ajouté que, du fait de ce mécanisme et de la valeur de marché, il peut être tentant pour une société de présenter des comptes flatteurs, a fortiori en période d'inflation des actifs.

M. Beaudouin Prot a souligné la qualité des comptes certifiés des grandes entreprises françaises cotées, qui ne sont en aucune façon présentés pour favoriser les titulaires d'options d'achat d'actions. Il a développé

l'exemple de BNP Paribas, dont 4.000 salariés bénéficient de ces titres, et a précisé que les programmes d'émission de ces dernières années ont à présent une valeur nulle. Concernant la standardisation et la compensation des CDS, il a reconnu qu'il est souhaitable de disposer d'une chambre de compensation européenne, bien qu'une telle initiative n'ait pas encore abouti. En réponse à **M. Jean Arthuis, président**, il a indiqué que cette structure pourrait être située dans la zone euro.

Répondant aux questions de **M. Jean-Pierre Fourcade**, il a exposé que la seconde tranche d'émissions de la SPPE a été souscrite auprès de trois banques depuis le début de l'année : BNP Paribas pour 2,5 milliards d'euros, la Société générale pour 1,7 milliard d'euros, et BPCE pour 5 à 6 milliards d'euros.

Il a estimé que, dans un contexte de crise aiguë, l'action du médiateur du crédit s'est révélée utile, rapide et efficace dans le cadre d'une administration de mission. Il a jugé son bilan très positif, avec près de 12.000 dossiers examinés, dont 80 % ont abouti et concernent plus de 100.000 emplois, ce qui conforte, selon lui, la crédibilité des propos de M. René Ricol sur la politique de crédit bancaire. Il a ajouté que le dispositif a été prolongé jusqu'à fin de 2010, par un accord conclu avec la FBF, mais pourrait être allégé en fonction de l'évolution de la situation économique.

Puis il a jugé qu'un retour au principe de séparation du Glass Steagall Act serait une « profonde erreur » car il contribuerait à ériger en modèle des structures telles que Bear Stern et Lehman Brothers, qui ont failli. Il a considéré, en revanche, nécessaire de mieux encadrer les fonds propres et les activités systémiques de marché et de négociation pour compte propre dans toutes les banques. En matière de titrisation, il a rappelé que la directive communautaire révisée sur les fonds propres prévoit un taux de rétention des actifs au bilan d'au moins 5 %, seuil que **M. Philippe Marini, rapporteur général**, a jugé faible, mais qui n'en reste pas moins plus élevé que l'absence de seuil.

S'agissant de la gouvernance des rémunérations, **M. Beaudouin Prot** a précisé que, avant que la FBF émette des recommandations en février 2009, l'examen de la politique de rémunération des opérateurs de marché par le conseil d'administration n'était pas obligatoire et faisait partie des domaines délégués à la direction générale, ce qui n'est désormais plus le cas. En réponse à **Mme Fabienne Keller**, qui a considéré que la rémunération du responsable des activités de marché doit faire l'objet d'un tel examen, il a ajouté que les comités de rémunérations n'examinaient jusqu'alors que les rémunérations des mandataires sociaux et les plans d'attribution des options d'achat d'actions, ce que **Mme Fabienne Keller** a estimé être un vrai dysfonctionnement.

Il a ensuite contesté que la valorisation des actifs complexes soit faite par les seuls opérateurs. Outre ces derniers, elle est réalisée sur une base trimestrielle selon un processus rigoureux par les équipes comptables et de

contrôle des risques, qui ont le dernier mot. Ce processus de valorisation est d'autant plus important qu'il exerce un impact direct sur les résultats.

Il a déploré le retard du recul du chômage par rapport à la croissance économique, ce décalage étant une constante de l'économie de marché que l'on doit chercher à limiter, et qui appelle des efforts des banques.

En réponse à Mme Nicole Bricq, il a indiqué que la FBF est favorable à la publication des tests de résistance des banques, dès lors qu'ils sont réalisés sur une base homogène. Il a précisé à M. Philippe Marini, rapporteur général, que les tests européens reposent sur des hypothèses plus strictes que celles retenues aux Etats-Unis, dans la mesure où ils ont été réalisés plus tardivement durant la récession. Les résultats ne devraient cependant pas révéler de problèmes particuliers pour les banques françaises. Il a ensuite indiqué ne pas disposer du montant souscrit individuellement par ces dernières à l'adjudication de 442 milliards d'euros de la BCE en juin 2009, qui relève du secret des affaires et de la stratégie des banques. Il a ajouté que les taux des crédits bancaires aux ménages et aux entreprises ont fortement baissé ces derniers mois, traduisant l'impact positif de la politique monétaire de la BCE.

M. Jean Arthuis, président, a confirmé qu'une seconde adjudication au taux de 1 % sur douze mois est projetée, et constituerait une bonne opportunité pour les banques dans la perspective d'une future remontée des taux directeurs.

M. Beaudouin Prot a précisé que M. Jean-Claude Trichet, président de la BCE, a annoncé que ces taux demeureront stables « pour un certain temps », soit potentiellement jusqu'à l'échéance de douze mois. Il a ensuite contesté les observations de M. Joël Bourdin sur le fonctionnement des comités de rémunérations, qui, selon lui, ne reflètent pas la réalité, à tout le moins chez BNP Paribas. **M. Joël Bourdin** a estimé qu'il serait nécessaire d'évaluer leur fonctionnement. Puis **M. Beaudouin Prot** a indiqué que le Comité de Bâle débattrait de la question de l'intégration des plus-values dans les fonds propres.

Réagissant à l'intervention de **M. Claude Belot**, il s'est solennellement élevé contre toute déclaration assimilant les banquiers à des usuriers et décrivant le rôle des opérateurs de marché comme contraire à l'intérêt général. Ces derniers fournissent quotidiennement à l'Etat et aux entreprises des services essentiels pour leur activité et leurs financements, tels que les augmentations de capital, le refinancement de la dette sur les marchés obligataires ou la couverture de change. Il a donc déploré que l'on présente parfois de manière caricaturale les métiers de la banque de financement et d'investissement, essentiels au fonctionnement d'une économie moderne et qui représentent une chance pour la France. Pour autant, il a admis que les excès doivent être réprimés.

M. Claude Belot a reconnu les qualités et la nécessité de la profession bancaire, tout en rappelant que « la morale doit s'y retrouver », en

particulier dans les activités de négociation du pétrole, dont les fluctuations ont pu être volontairement provoquées.

M. Beaudouin Prot a admis que les contrôles des activités de marché doivent être mis en œuvre à tous les niveaux. Les banques françaises ont ainsi considérablement renforcé leurs contrôles internes en 2008 à la suite de « l'affaire Kerviel ». Les autorités de marché, soit en France l'Autorité des marchés financiers, doivent également exercer pleinement ce contrôle, assorti le cas échéant de poursuites civiles et pénales à l'encontre des personnes en situation d'infraction. Le cours du pétrole résulte quant à lui de la confrontation mondiale de l'offre et de la demande dans une économie ouverte, au même titre que les fluctuations de change.

Après que **M. Jean Arthuis, président**, eut considéré que les transactions sur produits dérivés devraient être plus systématiquement standardisées et soumises à des appels de marge de la part des chambres de compensation, il a relevé que le Chicago Board of Trade vient de lancer une enquête sur le fonctionnement de certains marchés.

Puis, s'adressant à Mme Nicole Bonnefoy, il a recommandé que le cas de l'entreprise évoquée soit très rapidement soumis au médiateur du crédit. En réponse à M. Richard Yung, il a démenti avoir livré un tableau idyllique de l'activité de crédit des banques françaises, et rappelé que la FBF va entreprendre une démarche de rencontres locales avec de nombreuses entreprises. Il a indiqué que la récession qui frappe les entreprises exerce également un impact direct sur le coût du risque et les bilans bancaires, à hauteur de 2 milliards d'euros de provisions trimestrielles chez BNP Paribas par exemple. Les banques françaises n'en continuent pas moins d'octroyer des crédits.

Enfin, il a confirmé la pleine coopération de toutes les banques installées en France dans la mise en œuvre de l'article L. 96 A du livre des procédures fiscales, complété par le futur décret, afin de mieux lutter contre la fraude fiscale. Il a ajouté que la mobilisation des Etats dans le cadre d'une action multilatérale est un facteur déterminant de progrès, ainsi que l'illustrent les nombreux accords signés ces derniers mois par des pays figurant sur la « liste grise » de l'OCDE.

B. M. MICHEL CAMDESSUS, PRÉSIDENT DE LA SFEF, CHARGÉ PAR LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE D'UNE MISSION SUR LA RÉMUNÉRATION DES OPÉRATEURS DE MARCHÉ

M. Michel Camdessus, président de la Société de financement de l'économie française (SFEF), chargé par le Président de la République d'une mission sur la rémunération des traders dans les banques, a tout d'abord souligné que la SFEF a pratiquement achevé sa mission. La normalisation du « marché de l'argent » devrait permettre aux banques françaises de se passer de cet outil. Toutefois, le climat économique restant tendu, il convient de

pouvoir faire face à l'imprévu. En conséquence, si une « mise en sommeil » de la SFEF à compter du 31 décembre 2009 est envisageable, il serait souhaitable de prendre des dispositions permettant, en cas de besoin, sa prompte réactivation par décret. Pendant la période d'inactivité de la SFEF, sa dette pourrait être gérée par une autre structure publique habilitée à cet effet.

M. Michel Camdessus a estimé que la SFEF a rempli de manière efficace le rôle qui lui a été assigné par l'article 6 de la loi n° 2008-1061 du 16 octobre 2008 de finances rectificative pour le financement de l'économie. Elle a ainsi emprunté sur le marché un total de 77 milliards d'euros, pour une durée de deux à cinq ans, à un taux moyen de 2,63 %, la totalité de cette somme ayant été « transférée dans l'économie ». La dernière opération, en date du 15 septembre 2009, portant sur un montant de 4,5 milliards de dollars américains à un taux de 2,875 %, a été souscrite à 80 % par des fonds étrangers.

M. Jean Arthuis, président, a souhaité obtenir des précisions quant au champ de la mission confiée à l'intervenant par le Président de la République, et confirmée par un arrêté de la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi en date du 10 septembre 2009.

M. Michel Camdessus a indiqué que sa mission de « contrôleur des rémunérations » porte sur les établissements de crédit ayant reçu des fonds propres de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE), jusqu'à la fin de l'année suivant l'année du remboursement des sommes investies par la SPPE dans lesdits établissements. Le champ de son analyse s'étend aux cent plus fortes rémunérations des professionnels de marché employés dans chacun des groupes bancaires visés.

M. Michel Camdessus, qui dispose des services de la Commission bancaire, doit, en premier lieu, s'informer complètement au sujet des pratiques en vigueur, l'opacité pouvant entraîner la suspicion. Il s'agit ensuite de vérifier que ces pratiques ne conduisent pas les professionnels à prendre des risques financiers excessifs, qu'elles s'inscrivent dans le respect des principes nationaux et internationaux en vigueur, et qu'elles sont compatibles avec les intérêts de l'Etat, actionnaire de la SPPE.

A l'issue de cet examen, qui devra prendre en compte les pratiques en vigueur dans les autres établissements bancaires, français et étrangers, il aura la faculté de formuler des recommandations aux dirigeants des banques, à leur conseil d'administration, et même à l'assemblée générale des actionnaires. De plus, il pourra saisir la Commission bancaire et lui suggérer d'user de son droit de sanction, voire préconiser d'écarter les banques fautives de certains appels d'offres de l'Etat.

A la demande de M. Philippe Marini, rapporteur général, **M. Michel Camdessus** a précisé que sa mission concerne les groupes bancaires, et donc, le cas échéant, les filiales de banques françaises situées à l'étranger, d'autant que le prochain sommet du G 20, qui doit se tenir à Pittsburgh les 24 et 25 septembre 2009, devrait entériner certains principes défendus par la France

en matière de rémunération. Parmi les grands principes à mettre en œuvre, il faut retenir, en particulier, l'obligation d'étaler dans le temps le versement des « bonus » : pour les « bonus » les plus élevés, un tiers pourra ainsi être versé l'année suivant l'obtention du résultat les justifiant, le versement du solde, soit les deux-tiers, devant être fractionné sur les trois années suivantes. L'attribution effective des deux derniers tiers sera conditionnée à une évolution favorable des performances des investissements effectués par les traders.

En réponse à M. Jean Arthuis, président, **M. Michel Camdessus** a reconnu que les sommes perçues la première année par les opérateurs de marché ne seront pas remises en cause par une évolution défavorable de la performance. En revanche, la fraction des bonus restant à encaisser les trois années suivantes le sera, ce qui constitue déjà un progrès notable.

Mme Nicole Bricq a jugé impropre l'appellation de « bonus-malus » donnée à ce système, dans la mesure où les intéressés ne subissent, au pire, qu'une diminution de leur bonus sans participer aux éventuelles pertes que leurs investissements pourraient provoquer.

M. Yann Gaillard, après avoir mis en exergue l'étendue des pouvoirs attribués à M. Michel Camdessus dans le cadre de sa mission, a demandé si d'autres pays ont mis en place une structure comparable et si ces chargés de mission dialoguent entre eux.

M. Philippe Marini, rapporteur général, s'appuyant sur l'exemple britannique, a souhaité savoir si M. Michel Camdessus estime souhaitable un renforcement des pouvoirs des assemblées générales en termes de rémunération. Il s'est demandé par ailleurs si la SFEF doit procéder à de nouvelles émissions et si elle aura besoin de la garantie de l'Etat en 2010.

Mme Nicole Bricq s'est interrogée sur le nombre de traders faisant réellement partie d'un « marché mondial », c'est-à-dire susceptibles de partir travailler à l'étranger en cas de durcissement de la seule réglementation française.

M. Jean Arthuis, président, a observé que, pour un opérateur de marché percevant une rémunération variable supérieure à ce qu'autorisent les principes nationaux ou internationaux, l'administration fiscale pourrait être fondée à considérer le « trop-perçu » comme une rémunération excessive, non déductible du résultat de son employeur.

En réponse à ces interrogations, **M. Michel Camdessus** a indiqué que :

- les pouvoirs dont il a été doté lui paraissent adéquats. Ils se limitent à un examen de la transparence et de la « décence » des rémunérations variables, sans considération prudentielle ou de « justice ». M. Kenneth Feinberg, chargé d'une mission du même type aux Etats-Unis, dispose de pouvoirs beaucoup plus étendus, lui permettant notamment de

s'intéresser aux rémunérations passées des intéressés et même d'émettre un veto sur des pratiques abusives ;

- le nombre d'opérateurs de marché devant être considérés comme mobiles est probablement de l'ordre d'une centaine dans chacun des principaux établissements bancaires français, selon l'estimation d'un ancien haut dirigeant du secteur. Il est toutefois possible de se demander si ce marché du travail répond aux critères d'un véritable marché, notamment en termes de fluidité et de transparence ;

- la question de l'évolution des pouvoirs des assemblées générales en matière de rémunération mérite, en effet, d'être examinée avec soin. Peut-être faudrait-il que celles-ci soient habilitées à prendre des décisions explicites en la matière ;

- la SFEF peut procéder à des émissions jusqu'au 31 octobre 2009 et pourrait encore user de cette faculté pour une ou deux opérations en euros. Cependant, il s'agirait d'opérations de niveau modeste, qui ne devrait pas lui faire dépasser un montant global d'émissions de 80 milliards d'euros ;

- l'idée d'une non-déductibilité des rémunérations excessives paraît séduisante.

M. Philippe Marini, rapporteur général, a considéré que le droit existant permet déjà sans doute à l'administration fiscale d'agir en ce sens, ce qu'ont approuvé **MM. Jean Arthuis, président, et Jean-Pierre Fourcade**.

Enfin, en réponse à **M. Jean Arthuis, président**, **M. Michel Camdessus** a confirmé que l'administration fiscale française dispose de moyens juridiques et financiers moindres que certaines de ses homologues, notamment américaine.

ANNEXE 3 : DÉPLACEMENTS DU GROUPE DE TRAVAIL

I. AU TITRE DU GROUPE DE TRAVAIL

A. BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE À FRANCFORT, LE 10 SEPTEMBRE 2009

Composition de la délégation :

- M. Jean Arthuis, président ;
- Mme Nicole Bricq, vice-présidente ;
- M. Philippe Marini, rapporteur général ;
- M. François Marc, vice-président.

Programme :

- Accueil par M. Jürgen Stark, économiste en chef, membre du comité exécutif ;
- Exposé de M. Paul Mercier, directeur général des opérations de marchés, sur les interventions de la BCE et les conséquences sur son bilan ;
- Exposé de M. Panagiotis Strouzas, chef de la division de la supervision financière ;
- Déjeuner offert par M. Jean-Claude Trichet, président ;
- Exposé de M. Francesco Drudi, chef de la division d'orientation de la politique monétaire de la BCE ;
- Entretien avec M. Frank Moss, directeur général des relations internationales et européennes.

B. COMMISSION EUROPÉENNE À BRUXELLES, LE 17 SEPTEMBRE 2009

Composition de la délégation :

- M. Jean Arthuis, président ;
- M. Philippe Marini, rapporteur général ;
- Mme Nicole Bricq, vice-présidente.

Programme :

- Entretien avec M. Joaquin Almunia, commissaire européen aux affaires économiques et monétaire ;
- Entretien avec Mme Nelly Kroes, commissaire européen chargé de la concurrence ;

- Déjeuner offert par M. Philippe Etienne, représentant permanent de la France auprès de l'Union européenne ;
- Entretien avec M. Emil Paulis, directeur de la direction G « Politiques des services financiers et marchés financiers » à la direction générale du marché intérieur (DG Markt) ;
- Entretien avec M. Philip Kermode, directeur de la direction E « Analyses et politiques fiscales » à la DG fiscalité (TAXUD) ;
- Entretien avec et Mme Irmfried Schwimann, directrice pour les marchés à la DG concurrence de la Commission européenne.

II. DANS LE CADRE DE LA COMMISSION DES FINANCES

A. MISSION DU BUREAU DE LA COMMISSION AUX ETATS-UNIS, 20 AU 24 AVRIL 2009

Composition de la délégation :

- M. Jean Arthuis, président ;
- M. Philippe Marini, rapporteur général ;
- Mme Nicole Bricq, vice-présidente ;
- M. Yann Gaillard, vice-président ;
- M. Aymeri de Montesquiou, vice-président ;
- M. Philippe Adnot, secrétaire ;
- M. Michel Sergent, secrétaire.

Personnalités rencontrées :

A Washington

1) Congrès :

- M. John Spratt, président démocrate de la commission du budget de la Chambre des représentants ;
- M. Richard Shelby, sénateur républicain, chef de l'opposition au sein de la commission des banques, du logement et de l'urbanisme du Sénat.

2) Fonds monétaire international (FMI) :

- M. Dominique Strauss-Kahn, directeur général ;
- M. Olivier Blanchard, chef économiste et directeur du département de la recherche ;
- M. Marek Belka, directeur du département Europe ;
- MM. Hervé Ferhani et Christopher Towe, directeurs adjoints du département des marchés de capitaux ;

- M. Ambroise Fayolle, administrateur français.

3) Securities and Exchange Commission (SEC):

- Mme Elise Walter, *commissioner* ;

- Mme Julie Erhardt, *deputy chief accountant* (international).

A Chicago

1) *Hedge funds* :

- M. Ken Griffin, Citadel Investment Group ;

- Mme Anne Dias-Griffin, Aragon Global Management.

2) Chicago Mercantile Exchange :

- M. Rick Redding, *managing director* (produits et services).

3) Federal Reserve Bank (FED) of Chicago :

- M. Daniel Sullivan, *senior vice-president* (recherche économique) ;

- Mme Cathy Lemieux, *senior vice president* (supervision et régulation) ;

- M. Carl Tannenbaum, *vice president* (supervision et régulation) ;

- M. Doug Tillet, *vice president* (affaires publiques).

4) Université de Chicago :

- M. Gary Becker, prix Nobel d'économie 1992 ;

- MM. Raghuram Rajan et Allen Sanderson, professeurs d'économie.

A New York

1) JP Morgan Chase :

- M. Barry Zubrow, *executive vice president*, responsable des risques ;

- M. Adam Gilbert, *managing director* (corporate finance) ;

- M. Justin Ramsteck, *managing director* (groupe des clients européens) ;

- M. Jean-François Rouvière, *executive director* (groupe des clients européens).

2) Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) :

- M. Randy Snook, *executive vice president* (New York Operations) ;

- M. David Strongin, *managing director* (affaires internationales).

3) Institute of International Bankers (IIB) :

- M. Richard Coffman, *general counsel*.

4) Federal Reserve Bank (FED) of New York :

- Mme Christine Cumming, *first vice president* ;

- M. William Rutledge, *executive vice president* (supervision bancaire) ;

- M. Marc R. Saindenberg, *senior vice president* (politique du secteur financier et fonction analyse).

5) Standard and Poor's :

- M. Deven Sharma, *president*.

6) Superintendent of Banks for New York State:

- M. Richard Neiman, *superintendent*.

7) New York Stock Exchange (NYSE) :

- M. Duncan Niederauer, *président*.

8) Universitaires :

- M. Pierre-Andre Chiappori, *Columbia University* ;

- M. Thomas Philippon, *New York University*.

***B. DÉPLACEMENT DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL À BERNE ET À BÂLE,
3 ET 4 MAI 2009***

Dimanche 3 mai 2009

- Dîner en présence de son exc. Mme Joëlle Bourgois, ambassadeur de France, ainsi que de :

> M. Jean-Pierre Roth, *Président de la Banque Nationale Suisse* ;

> Dr. Peter Nobel ;

> Mme Isabelle Moret, *vice-présidente du parti libéral-radical* ;

> M. Jean-Philippe Keil, *associé de Mazars Coresa* ;

> M. Alain Galliano, *chef de mission économique* ;

> Mme Huguette Allard, *conseiller financier*.

Lundi 4 mai 2009

- Matinée (à Berne) : réunion à la FINMA (Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers) avec MM. Patrick Raaflaub, *directeur*, et Daniel Zuberbühler, *vice-président du conseil d'administration* ;

- Déjeuner (à Bâle) : à la Banque des règlements internationaux avec MM. Stefan Walter, *secrétaire général du Comité de Bâle sur la supervision bancaire*, Svein Andresen, *secrétaire général du Conseil de stabilité financière*, et Yoshihiro Kawai, *secrétaire général de l'International Association of Insurance Supervisors* ;

- Après-midi :

- A Bâle : entretien avec M. Domanski, *secrétaire général du Comité sur la supervision financière globale* ;

- Entretien avec M. Hervé Hannoun, directeur général par intérim de la Banque des règlements internationaux ;
- A Berne : réunion avec M. Alexander Karrer, ambassadeur et directeur de la Division des questions financières internationales et de la politique monétaire.

**C. DÉPLACEMENT DU RAPPORTEUR GÉNÉRAL À LONDRES,
1^{ER} JUIN 2009**

Matin

- Petit-déjeuner à la Résidence de France avec des représentants français de l'industrie financière, en présence de son exc. Maurice Gourdault-Montagne, ambassadeur de France au Royaume-Uni, avec :

- > M. Ludovic de Montille, *Chief executive officer*, BNP Paribas;
- > M. Martin Tricaud, *Global head of multinationals, Global banking*, HSBC plc ;
- > M. Bruno Deschamps, *Managing partner – Group market*, 3i ;
- > M. Jean-Pierre Laboureix, ministre-conseiller pour les affaires économiques et financières ;
- > M. Yann Pouëzat, conseiller financier.

- Entretien avec M. Dr Martin Weale, Directeur du National Institute For Economic and Social Research (NIESR) ;

- Entretien à la Chambre des Communes avec Sir James Sassoan, *Member*, Economic Recovery Committee of the Shadow Cabinet, et Mme Eleanor Shawcross, conseiller économique du Shadow Chancellor ;

- Déjeuner à la Financial Services Authority (FSA) avec :

- > M. David Strachan, *director*, stabilité financière ;
- > M. Ian Michael, *manager (Wholesale and prudential policy)*.

Après-midi

- Entretien avec M. Stephen Pickford, *managing director* (International et finance), HM Treasury ;
- Entretien avec Dr Peter M. Werner, *policy director*, International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

ANNEXE 4 : CONTRIBUTIONS DES GROUPES POLITIQUES

I. CONTRIBUTION DU GROUPE SOCIALISTE

Réguler le système financier : Sécurité - Transparence - Responsabilité

Notre participation au groupe de travail de la commission des finances sur la crise financière manifeste notre volonté de voir l'intervention politique se réappropriier plus activement le champ de la régulation financière longtemps délaissé au profit d'organismes sans véritable légitimité démocratique.

Nous partageons le diagnostic sur les causes de la crise financière formulé par le groupe de travail composé de 12 députés et de 12 sénateurs qui a émis, à l'occasion de chaque réunion du G 20, des propositions.

« [...] La déformation du partage des revenus du capital et du travail et le développement irresponsable du crédit aux Etats-Unis qui lui est lié, a sa part dans les désordres actuels. Au surplus, les taux de rentabilité à deux chiffres souvent exigés par les marchés n'étaient pas tenables à long terme, eu égard au rythme de croissance de l'économie mondiale. L'hypertrophie des marchés financiers, qui a pu apparaître comme favorable à la croissance a en fait provoqué, étant donné la vision à court terme qui sous-tendait nombre d'investissements financiers, une bulle dont l'éclatement remet en cause la prospérité de tous. [...] L'hypertrophie de la sphère financière s'est traduite par la multiplication des pratiques à risques, notamment dans les modalités de rémunération, tant pour les dirigeants que pour les opérateurs de marché, ainsi que par la mise en œuvre de règles de nature pro-cyclique. [...] »

En conséquence, nous voulons dénoncer le lien entre prises de risques et rémunérations excessives. La déraison et l'irresponsabilité ont entraîné la quasi-faillite du système qui n'a obtenu sa sauvegarde que grâce à l'intervention des Etats et, donc très directement, des contribuables.

Aujourd'hui, quelques mois à peine après l'éclatement de la bulle, la rapidité avec laquelle les banques s'empressent de rembourser les Etats, en même temps qu'elles provisionnent les sommes nécessaires à la distribution de bonus, ne laisse pas d'inquiéter quant à la réalité des leçons prudentielles qu'elles ont tirées de la crise...

Il est donc impérieux de préconiser des mesures d'encadrement des risques et des rémunérations, traduites dans des dispositions législatives, soit au niveau de l'Union Européenne, soit au niveau français, de manière à empêcher l'imprégnation durable de la sphère financière par la culture de dopage qui prévalait jusque là.

Après avoir contribué à amender le rapport issu du travail collectif de la commission des finances et déposé une proposition de résolution européenne (N°629, du 24 septembre 2009), **nous souhaitons plus particulièrement mettre en avant trois axes de préconisations à nos yeux essentiels :**

1. Mesures destinées à prévenir le risque et à assurer la responsabilisation du secteur financier et bancaire.

Nous proposons que pour chaque activité soit déterminé un seuil de risque assorti d'une contrepartie assurantielle. Nous souhaitons que cette prime assurantielle sur le risque soit versée à un fonds public de garantie, qui pourrait être d'abord prélevé par chaque Etat puis, à terme, géré par l'autorité prudentielle européenne de surveillance du secteur financier dont nous appelons la mise en place.

La proposition n° 38 du présent rapport, qui vise à créer une taxe assurantielle compensée par la suppression de la taxe sur les salaires, ce qui revient à exonérer les banques, s'apparente à nos yeux à une commodité pour satisfaire à l'engagement présidentiel de ne pas augmenter les prélèvements obligatoires et contribuant de ce fait à l'exempter de revenir sur des dispositions fiscales injustes qui grèvent lourdement le budget de l'Etat.

Par ailleurs, cette proposition n'est pas exclusive d'une taxe exceptionnelle sur les bénéfices dégagés dans la période de crise par les banques. L'objectif étant dans les deux cas d'éviter que le contribuable ne se substitue à l'établissement bancaire qui doit assumer lui-même le risque qu'il prend.

Dans le même esprit, nous souhaitons aller plus loin que la proposition n° 55 du rapport s'agissant des actifs titrisés, dont on sait le rôle néfaste qu'ils ont joué dans la crise, et porter le taux de rétention à 25 %.

2. Mesures destinées à encadrer et limiter les rémunérations ainsi qu'à la surveillance des politiques de rémunérations par les parties prenantes de l'entreprise.

Le présent rapport évoque *a minima* le contrôle des rémunérations. Cette omission éloigne le rapport des propositions émises par le groupe de travail députés-sénateurs sur la crise financière, qui demandent un vote contraignant de la part de l'assemblée générale des actionnaires sur des résolutions individuelles et un vote sur le rapport annuel des rémunérations. Nous regrettons la timidité de la commission des finances et proposons d'exiger en la matière un vote de l'assemblée générale des actionnaires, après avis conforme du comité d'entreprise. Notre ambition de régulation nous conduit à préconiser, au-delà des propositions de ce rapport, l'interdiction de distribution d'options d'actions ou d'actions aux dirigeants de sociétés bénéficiant de l'aide publique sous forme de recapitalisations ou de garanties.

3. La création d'un superviseur européen unique doté de pouvoirs juridiques de sanction. Si cette mesure n'est pas de portée immédiate, elle

figure au rang des objectifs qu'il nous paraît indispensable de voir atteints au plus vite.

Les déclarations conclusives des G20 ont un caractère très vague, et laissent finalement aux Etats la responsabilité d'agir. Nous voulons qu'au sein de l'Union Européenne, la France soit à l'initiative de propositions ayant pour objectif la sécurisation, la transparence et la responsabilisation du système financier et de ses acteurs.

II. CONTRIBUTION DU GROUPE COMMUNISTE, RÉPUBLICAIN ET CITOYEN ET DES SÉNATEURS DU PARTI DE GAUCHE

Le groupe de travail de la commission des finances sur la crise financière et la régulation des marchés a produit un important travail d'évaluation de la situation créée par les turbulences ayant agité les activités boursières et financières durant l'année 2008.

De manière relativement précise, le groupe de travail formule un certain nombre de propositions, visant, comme on a pu le voir dans le cadre d'autres groupes de travail comme de sommets internationaux, à donner de nouvelles bases aux activités de marché.

Cette contribution ne vise donc qu'à présenter, de manière synthétique, la position de l'un des membres du groupe de travail sur l'ensemble des problématiques visées.

Sur le constat des faits :

Si la violence et l'importance de la crise financière révélée l'an dernier en ont surpris plus d'un, le rapport indique que les prémices de la crise existaient bien avant l'été 2008.

Ce qui ne fait que rendre justice à tous ceux qui, comme les membres du groupe CRC SPG, estimaient, de longue date, que la dérégulation des marchés financiers, leur interpénétration sans cesse renforcée, leur construction systémique étaient autant de facteurs potentiels de crise.

Peu de temps encore avant le déclenchement de la crise de l'été 2008, au plus haut niveau de l'Etat comme dans la majorité sénatoriale, des voix s'élevaient pour appeler de leurs vœux un nouveau développement des activités financières, des activités de marché, de l'activité même de la place boursière de Paris.

On promettait alors emplois en nombre et développement économique ininterrompu là où nous avons vu émerger créances douteuses, contraction soudaine des effectifs, effondrement de la cote et soudaine dévaluation de nombre de portefeuilles de titres.

La crise qui a frappé les économies libérales en 2008 en a montré le caractère profondément inégalitaire.

Sur les propositions :

Le groupe de travail, pour l'essentiel, situe ses propositions dans le droit fil des recommandations formulées notamment par les différents sommets du G 20 qui se sont tenus depuis l'été 2008.

Les recommandations formulées, au-delà du caractère technique propre à certaines d'entre elles, sont en effet regroupées sous plusieurs orientations de fond.

Il s'agit donc d'agir sur les gestionnaires de fonds, d'encadrer les agences de notation, d'assurer la transparence sur les activités de marchés sur produits dérivés, de revenir sur les pratiques de marché, d'assurer la protection des investisseurs et des épargnants, de définir les voies et moyens d'une régulation conçue au niveau européen, d'adapter les normes comptables et de mesurer le risque systémique, de reposer la question de la rémunération des acteurs de marché et, enfin, de modifier la qualité des relations entre les banques et leurs clients.

Ce qui ressort des propositions formulées réside toutefois dans quelques attendus de fond.

Et le principal, c'est celui de la prudence.

Prudence quand il s'agit d'accueillir de nouveaux opérateurs de marché, prudence au regard de la « qualité » des prestations offertes, des garanties accordées aux déposants et épargnants, prudence vis-à-vis d'une nécessaire régulation des activités.

Mais cette exigence de prudence comme de transparence, quelle en est l'illustration ?

Elle demeure limitée puisque la régulation serait organisée par les acteurs de marché eux-mêmes et que le risque systémique serait en partie couvert, si l'on en croit les plus récentes déclarations de la ministre de l'économie et des finances, par une contribution extrêmement marginale demandée aux établissements de crédit pour faire face, au cas où, à ce risque systémique.

Observons d'ailleurs que le rapport néglige un élément essentiel de la crise : celui qui veut que les établissements de crédit n'ont pas encore produit l'effort essentiel d'apurement de la qualité de leurs actifs, que l'on n'a pas, dans les faits, passé les bilans bancaires « à la paille de fer » afin d'y isoler et d'y repérer avec précision le montant des actifs douteux comme des produits dérivés à risque.

Et cela alors même que les établissements de crédit, en tout cas en France, semblent décidés à se libérer au plus tôt des quelques obligations que la loi leur avait demandé de respecter pour l'attribution des aides publiques au redressement de leur bilan et au refinancement de leur activité.

Notons d'ailleurs que le débat sur la rémunération des dirigeants comme des « traders », qui a largement alimenté la controverse, est en réalité réglé par les faits.

Alors que les sommets du G 20 et les déclarations péremptoires au plus haut niveau de l'Etat laissaient penser que les règles du jeu allaient changer, voici que la plupart des établissements de crédit, en France comme à l'étranger (notamment aux USA), s'apprêteraient à verser à leurs dirigeants comme à leurs opérateurs de marché des gratifications d'un montant inégalé.

Sur la suite :

Les sénateurs du groupe CRC SPG ne pensent pas que les recommandations du groupe de travail soient suffisantes pour prémunir notre pays des effets d'une nouvelle crise systémique affectant les activités financières, ni pour mettre un terme à cette conception de l'économie qui fait que les activités de production, sous toutes leurs formes, doivent être vassalisées au profit de la stricte rentabilité financière et de la recherche continue de valorisation boursière des titres inscrits à la cote.

Nous ne croyons pas à cette dichotomie rassurante entre économie dite réelle et économie financière, tout simplement parce que les activités financières sont un élément de l'économie tout court.

Et que les activités de marché, depuis plus de vingt ans, préemptent largement sur la valeur ajoutée des activités de production, au point de conduire à la lente mais sûre destruction des facteurs de production.

La chute de l'emploi industriel dans notre pays, les plans sociaux à répétition, la mise en déclin des territoires, tout cela procède de la préemption – prédation exercée par les critères de rentabilité financière et les logiques en découlant en termes d'aménagement du territoire, des investissements productifs et de l'ajustement de la variable « travail salarié ».

Mettre un terme à cette logique prédatrice, consommatrice de valeur ajoutée, passe donc par l'affirmation d'un rôle renforcé de la puissance publique (et pas seulement en France) dans l'organisation du marché du crédit.

La régulation ne peut et ne doit être laissée à la seule appréciation des professionnels des marchés, fussent-ils parfaitement intègres.

La seule véritable indépendance en ces domaines, c'est celle qui découle de la qualité de personne publique.

Ceci dit, l'une des questions qui nous est posée par les derniers développements de la crise est celle de la maîtrise des outils de crédit, et singulièrement celui de la constitution d'un pôle public du crédit, associant des établissements dédiés, des institutions financières spécialisées et un certain nombre d'établissements aujourd'hui livrés à la concurrence et à ses aléas.

Ce pôle permettrait de répondre, dans ses interventions, aux besoins de crédit des PME, des ménages les plus modestes ou encore de définir les outils de financement de l'investissement local, de l'effort national en matière

d'infrastructures et d'aménagement du territoire, de réponse aux enjeux environnementaux et sociaux d'une nouvelle croissance économique débarrassée de la pollution continue de la stricte rentabilité financière maximale.

Sans aller plus avant dans cette problématique, une question essentielle se pose également quant au rôle que doit jouer, dans un marché du crédit aux objectifs et aux finalités repensés, la Banque centrale européenne et cet instrument dont il faudrait enfin se servir au profit de la croissance et de l'emploi, c'est-à-dire l'euro.

Au terme de l'exposé de cette contribution succincte, nous ne pouvons que réaffirmer notre conviction que le simple retour à l'ordre des choses qui présidait avant la « tempête financière » de 2008 ne nous met pas en situation d'éviter qu'elle ne se reproduise.

Tous les indicateurs sont précis de ce point de vue : la santé des établissements de crédit se fonde aujourd'hui sur un accroissement de la marge d'intermédiation et sur le rationnement des crédits accordés à l'économie (ménages comme entreprises).

Le bilan des banques demeure largement pollué par les produits dérivés, ceux-ci ayant doublé depuis 2006 en valeur de bilan.

Toutes les conditions de nouvelles difficultés sont donc réunies.

Plus que jamais, un changement d'orientation politique, tant au niveau national qu'international, s'impose.

Ce sont là les points que nous escomptions relever à l'issue des travaux de ce groupe de travail.