

Complexité de la réponse réglementaire à la crise

Par Pierre-Charles PRADIER

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

La crise financière de 2008 apparaît aux États-Unis et trouve un écho planétaire, comme en témoigne la mobilisation du G20. Bien que le problème résulte d'abord d'une insuffisance de la supervision, un consensus solennel se dégage autour d'un agenda réformateur de la finance, au sens le plus large, avec une gouvernance mondiale structurée autour du G20. L'urgence a produit des avancées significatives, notamment en matière de réglementation des institutions, de lutte contre les paradis fiscaux et d'alignement des intérêts. Toutefois, l'élan s'est depuis manifestement brisé et la coopération a laissé la place à des formes de concurrence qui deviennent visibles, par exemple autour des innovations numériques. Comme le changement des règles a déplacé les problèmes plus qu'il ne les a résolus, l'acquis principal de la crise semble avoir été le développement de forums à l'échelle du G20.

Si la crise financière qui se dénoue en 2008 est d'abord américaine dans son origine et dans ses conséquences, la réponse s'organise à l'échelle du monde : après la faillite de Lehman, le 15 septembre, et l'annonce d'une aide d'urgence à AIG, le 16, une réunion des ministres des Finances du G7 en octobre paraît insuffisante pour Gordon Brown, Angela Merkel ou bien encore Nicolas Sarkozy, qui plaident chacun à leur manière pour un « Bretton Woods II ». Pour marquer l'urgence de la situation et la solennité de leur engagement, les chefs de gouvernement du G20 décident alors d'organiser un sommet, le premier du genre. Comme le G20 représente 67 % de la population de la planète, 85 % du PIB et certainement plus de 90 % des actifs financiers, on peut parler d'une mobilisation mondiale. Cette première rencontre du G20 à Washington en novembre 2008 débouche sur une déclaration finale énumérant des propositions vagues et des phrases au conditionnel. Le résultat ne paraît pas à la hauteur de l'enjeu, et un nouveau sommet est convoqué pour le mois d'avril suivant. La dégradation rapide de la conjoncture économique et l'alternance politique aux États-Unis précipitent la tenue du sommet de Londres, lequel va poser un diagnostic et organiser la réponse réglementaire.

Dans ce texte, nous allons nous concentrer sur la réforme commune de la régulation financière à l'échelle de la planète, et non sur les détails des politiques spécifiques conduites par les États. Après avoir présenté une dynamique d'ensemble qui contraste avec le fonctionnement « en silos » prévalant jusqu'alors, nous ferons le bilan des dix années écoulées, avant de nous interroger sur les limites de la convergence réglementaire.

Réformer la régulation financière

La mobilisation du G20 en 2008 procède d'une mise en scène spectaculaire : après des émeutes de la faim au printemps dans les pays émergents, et alors que l'on craint une relance de l'agitation antimondialisation (qui s'est effectivement exprimée en 2011 avec l'« occupation » de Wall Street), les chefs de gouvernement veulent marquer solennellement leur engagement. Au-delà du symbole, l'agenda décidé aux sommets de Londres et de Pittsburgh est exceptionnel par son ampleur : il conduit à organiser une gouvernance mondiale de la régulation financière.

Un agenda d'une ampleur exceptionnelle

Les déclarations finales des sommets de Londres et de Pittsburgh insistent sur la nécessité de penser la régulation financière de manière cohérente et coordonnée pour éviter les arbitrages réglementaires qui ont conduit à la crise. Allen et Gale (2007) avaient publié, juste avant le déclenchement de celle-ci, un texte remarquable qui montrait les effets pervers d'une régulation partielle : les risques trop coûteux pour les banques sont cédés à des assureurs qui ne peuvent pas toujours les porter, et ne sont pas convenablement contrôlés, comme l'ont montré la crise des *subprimes*, d'une part, et les difficultés d'AIG, d'autre part. Le G20 ne peut donc pas se contenter de serrer les boulons de la régulation des entités du secteur financier ou présenter une liste à jour des projets de réformes plus ou moins dans les tuyaux, il faut dès lors qu'il établisse un agenda cohérent. Les sommets de Londres et Pittsburgh fixent alors des ambitions d'un niveau des plus élevés : « Un retour à la prise de risque

excessive qui prévalait dans certains pays avant la crise est exclu ». Cela se traduit par un programme qui dépasse le champ habituel de la régulation financière.

La rémunération des personnes physiques constitue sans conteste le point saillant de l'agenda de Pittsburgh, avec six items associés qui seront traduits dans des principes et normes encadrant les rémunérations dans les institutions financières les plus significatives (CSF, 2009) : il s'agit fondamentalement d'aligner les incitations des opérateurs sur une politique saine de gestion des risques. Pour cela, les politiques de rémunération doivent être raisonnablement transparentes, décidées par un comité indépendant : il convient à ce titre de favoriser le moyen ou le long terme en étalant le versement de la part variable des rémunérations. La mise en œuvre de ces principes de cohérence élémentaire entre les objectifs des entreprises et ceux des agents s'est avérée difficile. L'article de Christophe Moussu publié dans ce numéro de *Réalités industrielles* montre comment les dirigeants de banques ont résisté à l'augmentation des capitaux réglementaires, qu'ils interprétaient comme une baisse de leur performance mesurée par le rendement de l'actif. La résistance des banquiers a évité, partout, l'inscription de ces principes dans la loi. Il semble toutefois que les pratiques aient effectivement changé dans le bon sens : Cerasi *et al.* (2017) ont récemment montré que les rémunérations variables des cadres dirigeants étaient désormais liées au risque, qu'elles avaient significativement baissé dans les banques d'investissement (supposées plus risquées), et dans les banques où la gestion des risques s'était renforcée. Le vote par les actionnaires des politiques de rémunération des sociétés cotées s'est aussi généralisé en Grande-Bretagne et aux États-Unis, confirmant un mouvement qui avait commencé juste avant la crise (Companies Act britannique de 2006).

Second sujet d'importance dans l'agenda du G20 : les juridictions non coopératives. En effet, il est inutile de durcir la régulation si les régulés peuvent choisir d'aller se faire déréguler ailleurs. En conséquence, le sommet de Londres avait proclamé que « l'ère du secret bancaire est révolue ». Johannesen et Zucman (2014) ont montré, malheureusement, que l'échange automatique d'informations avait surtout conduit les justiciables à déplacer leurs fortunes vers des pays qui s'étaient soustraits aux conséquences de cette déclaration. Le développement d'Internet a en partie éclipsé les problèmes de la décennie 2000 : aujourd'hui la question de l'imposition des GAFAM a pratiquement fait oublier les engagements du G20 et la concurrence fiscale et réglementaire à l'intérieur de l'UE. C'est assez pour dire que l'agenda réformiste défini en 2009 n'a pas été entièrement mené à bien : la réforme s'est rapidement concentrée sur la stabilité financière entendue comme la stabilité du secteur financier.

La gouvernance mondiale de la régulation financière

Pour s'assurer de l'avancée de la réforme, le sommet de Londres a décidé d'en confier le suivi au Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*), qui prend ainsi la suite du Forum de la stabilité financière. Le CSF est une organisation légère (une trentaine de personnes) qui

élabore les cadres de réflexion et assure le suivi des décisions du G20. Il recourt à des experts en tant que de besoin : ainsi mobilise-t-il le FMI pour encadrer les institutions financières d'importance systémique, ainsi que le Groupe de Bâle (*Basel Committee on Banking Supervision*) – quand il s'agit des banques – ou l'Association internationale des contrôleurs d'assurances (*International Association of Insurance Supervisors*) – pour les assureurs. Olivier de Bandt fait le point dans ce numéro de *Réalités industrielles* sur la régulation des institutions systémiques. Le G20 prescrit également d'associer au CSF l'IASB pour élaborer les normes comptables ou le GAFI en ce qui concerne l'évasion fiscale. Ces processus laissent de nombreuses traces écrites : des lignes directrices ou des cadres conceptuels, en amont, et des rapports annuels, en aval.

La coordination assurée par le G20 et le CSF, à l'échelle mondiale, s'organise aussi au niveau national. C'est ainsi que les États-Unis se sont dotés d'un Conseil de surveillance de la stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*), les Européens d'un Conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*), et les Français d'un Haut Conseil de stabilité financière. Le premier réunit les chefs des agences de régulation américaines et est doté de pouvoirs directs lui permettant de passer outre les superviseurs. Les suivants fonctionnent plutôt comme des services d'expertise au bénéfice des banques centrales européenne ou française. Ils participent donc à la surveillance macroprudentielle : pour de plus amples développements sur ce sujet, le lecteur est invité à consulter l'article d'Agnès Bénassy-Quéré également publié dans ce numéro. Contentons-nous ici de souligner le fait que ces entités transversales ont été des lieux de circulation de l'information plutôt que des organes de décision.

Comment le CSF a-t-il fait avancer l'agenda défini à Londres et à Pittsburgh ? Réponse dans la section suivante.

Bilan de ces dix années de réformes

La loi Dodd-Frank, d'une part, et les quarante-deux directives et règlements, d'autre part, adoptés par l'Union européenne pour réguler le secteur financier entre 2008 et 2017 constituent des symboles d'une réforme herculéenne du secteur financier. Le rapport 2017 du CSF (*Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms – 2017 annual report*) résume leur effet à l'aune de l'agenda décidé par les différents sommets du G20. Les réformes entreprises en 2009 ont notamment conduit à :

- renforcer les capitaux des banques : l'article de Marie-Anne Barbat-Layani qui lui aussi figure dans ce numéro détaille les avancées réalisées en la matière ;
- assurer la liquidité bancaire à court terme par le ratio de couverture (*liquidity coverage ratio*) ; le ratio à un an (*Net Stable Funding Ratio*) est en revanche resté dans les limbes ;
- préciser les règles en matière de résolution (on rappelle que ce terme désigne la procédure de sauvegarde spécifique aux institutions financières), surtout dans les pays de l'UE, ceux du G7 et chez les dragons asiatiques en

ce qui concerne les banques, et dans l'UE et les dragons asiatiques pour l'assurance ;

- imposer aux institutions systémiques des exigences accrues, aussi bien dans le domaine des capitaux et de la supervision que dans celui de l'anticipation d'une possible résolution ; les pays principalement concernés sont ceux du G7 et de l'UE ;
- réguler les contrats dérivés de gré-à-gré par un enregistrement et une compensation centralisée. Mais ce n'est pas encore le cas pour tous les pays du G20. Les règles de fixation des appels de marge sont encore moins harmonisées, mais il est vrai que tous les pays ne possèdent pas des marchés à terme ;
- dans le domaine de la finance parallèle, à ce que le CSF travaille avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO) pour produire des recommandations sur la régulation des fonds du marché monétaire (évaluation en valeur conventionnelle, gestion de la liquidité) et des opérations de titrisation (alignement des intérêts des parties prenantes avec la rétention par l'émetteur de 5 % des titres émis) ;
- à ce qu'une série de sujets soient couverts par des recommandations. On a déjà évoqué les rémunérations, mais c'est aussi le cas de la compensation ou du traitement des données manquantes (*data gaps*) ;
- enfin, à ce que le CSF inaugure de nouveaux chantiers d'harmonisation, par exemple l'harmonisation des normes capitalistiques pour l'assurance (*insurance capital standards*), qui doivent jouer pour ce secteur le rôle joué par les accords de Bâle pour la banque.

Le résultat global de ce processus de réforme et d'harmonisation est que les institutions financières sont plus résistantes et mieux supervisées, les participants aux marchés sont mieux informés sur la nature des titres et les autorités interviennent sur l'ensemble des opérations, en particulier les opérations internationales apparaissent beaucoup moins incertaines et beaucoup mieux coordonnées. Dans son article publié dans ce numéro, Michala Marcussen indique combien nous avons gagné en éloignant le spectre d'une nouvelle crise financière. Toutefois, dans le sillage d'Allen et Gale, Jean-François Lepetit fait valoir que la régulation s'est renforcée précisément là où elle était déjà solide, et que des poches d'ombre demeurent dans lesquelles les risques systémiques s'accumulent, en particulier dans une finance parallèle encouragée par la titrisation.

Face à une régulation d'intensité diverse, on peut certes faire preuve d'optimisme en considérant que les États mieux-disants parcourent des territoires inexplorés pour partager ensuite leurs expériences : c'est notamment le cas de l'Union européenne, qui est très en avance en ce qui concerne la réglementation des fonds ou des assurances (voir l'article de Hertig publié dans ce numéro et Douady *et al.*, 2017). Toutefois, le dessein d'empêcher l'arbitrage réglementaire grâce à une harmonisation générale reste à concrétiser, et l'on peut se demander si l'on n'a pas déjà atteint les limites du processus de convergence.

Les limites de la convergence

Les partenaires du G20 n'ont pas réussi à s'entendre sur des sujets importants comme la séparation des activités bancaires ou la garantie des dépôts : ces sujets ont été inscrits dans l'agenda vers 2012, à un moment où l'élan des sommets de Londres et Pittsburgh commençait à s'affaiblir. Si l'on peut parler de « cycle de la régulation » pour désigner l'idée que l'on prend de mesures radicales après la crise et qu'elles s'affaiblissent au fur et à mesure que l'on s'en éloigne, on peut aussi distinguer ce qui relève de la difficulté à coopérer de ce qui se rattache à la concurrence réglementaire.

Les difficultés de la coopération

La coopération n'est pas un phénomène spontané : les cadres juridiques diffèrent et tendent donc à se développer différemment, les agences chargées de réguler cherchent plus volontiers à s'autonomiser qu'à consulter leurs pairs. Pour illustrer ces difficultés, on pourrait considérer les applications de l'informatique à la finance (*fintech*) en général : sur ce point, le lecteur est invité à lire l'article d'Antoine Souchaud et Héloïse Berkowitz figurant dans ce numéro. Mais un exemple permettra d'en comprendre toute la complexité : les cybermonnaies, émises en quantité au cours de l'année 2017, sont qualifiées aux États-Unis de titres financiers, dès lors qu'elles sont émises contre paiement et que leur valeur dépend de l'action d'un tiers (c'est ce que l'on appelle le *Howey Test*). C'est donc le cas, en particulier, des jetons vendus comme des bons d'achat d'un produit dont le développement n'est pas encore achevé. En Europe, ces bons d'achat constituent une anticipation du chiffre d'affaires et non des titres financiers au sens où la directive MIF2 les définit (art. 4.1.44). Aux États-Unis, toutefois, c'est seulement lors de leur vente au public (ICO) que ces jetons relèvent de la compétence de la *Securities and Exchange Commission*, leur circulation ordinaire étant du ressort de la *Commodities Futures Trading Commission* si elles font l'objet de contrats à terme. Or, une telle dualité de compétence n'existe pas en Europe. Cet exemple montre que, sans une impulsion politique déterminée, il paraît peu probable que l'UE et les États-Unis trouvent spontanément des termes communs pour désigner et réguler les cybermonnaies.

L'impulsion politique peut toutefois fonctionner à rebours, comme en témoigne l'exemple des sanctions américaines imposées à l'Iran : l'UE avait ainsi légiféré, dès 1996 (règlement 2271/96), pour soustraire ses entreprises aux « effets de l'application extraterritoriale d'une législation adoptée par un pays tiers », mais ce texte n'était resté qu'une simple menace susceptible d'être brandie dans le cadre d'un processus de négociation. Aujourd'hui, les orientations réglementaires de l'UE et des États-Unis semblent diverger, au point que l'on peut se demander si la régulation financière n'est pas devenue un instrument de leurs politiques concurrentielles respectives.

Le retour de la concurrence réglementaire ?

Un premier exemple de concurrence réglementaire pourrait être fourni par le paquet dit Bâle IV : l'article de Marie-Anne Barbat-Layani élabore ce que nous résumerons en disant que dès avant l'élection de Donald Trump, les Américains plaident pour un changement des règles prudentielles applicables aux banques. À des mesures du risque d'actifs qui sont propres aux banques (les « modèles internes »), ils proposent de substituer un levier global. Il ne s'agit pas seulement de changer le dénominateur du ratio de capitaux réglementaires, c'est le modèle économique tout entier qui est remis en cause. L'organisation du secteur financier américain favorise la sortie du bilan des crédits titrisés, tandis que les banques européennes gardent ces mêmes crédits à leur bilan, mais sélectionnent les emprunteurs « les moins risqués ». S'il n'est plus possible d'encourager les banques à choisir les « meilleurs » risques, alors c'est tout le mode de production du crédit bancaire qui est à revoir, et, sur ce point, le modèle européen semble inadapté pour faire face à la concurrence mondiale. Le paquet dit Bâle IV étant en discussion depuis 2014, on peut considérer que cette année marque la fin d'un effort commun et le début d'une instrumentalisation concurrentielle de la régulation.

Faire prévaloir son modèle d'organisation est une chose, se dérober aux obligations que l'on a soi-même édictées en est une autre : depuis l'élection de Donald Trump, l'Administration américaine a clairement adopté une politique de déréglementation. Ainsi, le renouvellement des directeurs d'agences a entraîné un changement de majorité au sein du Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC), lequel a voté de nouvelles normes pour débarrasser les grands assureurs de leur étiquette systémique, et, de fait, pour leur permettre de se soustraire aux exigences afférentes du CSF. Plus récemment, la loi Crapo (du nom du sénateur républicain qui en a écrit le projet) a proposé de remonter la valeur-seuil de l'actif qui conduisait à considérer automatiquement une banque comme systémique et à lui appliquer les dispositions les plus contraignantes : les banques dont l'actif vaut entre 50 milliards de dollars (ancien seuil) et 250 milliards de dollars (nouveau seuil) ont donc bénéficié d'une déréglementation. Il y a fort à parier que ce genre d'assouplissements devrait se multiplier, et, de fait, améliorer la profitabilité des institutions financières américaines, au prix toutefois d'un risque accru de défaillance de l'une d'entre elles. On peut donc interpréter la politique de l'Administration Trump comme une tentative de favoriser la compétitivité des institutions financières en réduisant la régulation : le cycle initié par le G20 de Londres a donc dépassé son point de bascule. Pour autant, on ne peut pas encore parler de course à l'abîme (*race to the bottom*) entre les membres du G20.

Cette course à l'abîme a pourtant déjà commencé pour des juridictions périphériques qui font de la dérogation aux règles communes le cœur de leur attractivité. Les cybermonnaies ont ouvert une brèche dans le secteur financier au moment même où l'application des règles de lutte

contre le blanchiment d'argent devenait uniforme, grâce, en particulier, à la menace des sanctions américaines. Si le système bancaire traditionnel s'est engagé à contenir leur développement en n'acceptant pas les espèces en provenance des changeurs (*exchange*), l'État de Malte a, sans vraiment s'en caché, opté pour un régime juridique et un contrôle accommodants. En mai 2018, trois textes de loi ont été promulgués par cet État, dont un donne notamment la personnalité juridique aux protocoles informatiques (Innovative Technology Arrangements and Services Act, 2018 – *Government Gazette of Malta*, n°19,994 – 22 mai 2018). L'objectif de Malte est d'accueillir les investissements et les emplois liés au développement des applications de l'informatique à la finance, comme elle l'a fait pour les jeux d'argent en autorisant ce à quoi s'opposent ses voisins européens : en 2016, les jeux représentaient 12 % du PIB maltais. Ce genre de projet paraît toutefois peu coopératif, dans la mesure où, précisément, il implique un relâchement des normes antiblanchiment ou du principe de publicité du propriétaire final en dernière analyse (UBO), un principe qui vient juste d'être adopté par un vote du Parlement européen pour les sociétés commerciales..., mais pas pour les protocoles informatiques.

Le retour d'attitudes non coopératives au sein même de l'Union européenne, tout comme l'instrumentalisation de la régulation à des fins concurrentielles par l'Administration Trump traduisent vraisemblablement le fait que l'élan unanime pour en finir avec les excès de la finance par la régulation s'est brisé. Cela ne doit pas faire oublier les progrès qui ont été accomplis à l'initiative du G20 en matière de renforcement des capitaux propres des institutions, de transparence des opérations et de contrôle. Mais ces progrès sont à la merci de la reconstitution de nouveaux canaux de financement opaques et mal régulés : l'essence de la finance est de proposer des solutions plus simples, plus discrètes et moins coûteuses. Aussi, l'idée de régler les problèmes une bonne fois pour toutes n'est qu'une illusion. Est-ce à dire pour autant que nous serions revenus au *status quo ante* (*discriminem*) ? Non, car la réglementation a été harmonisée dans bien des domaines où l'émergence d'un problème systémique paraît désormais moins crédible. Reste qu'en Chine le financement participatif a cependant construit un gigantesque écheveau de contraintes nouées autour de l'immobilier et du crédit aux entreprises. Ailleurs, l'abondance de liquidités a entraîné des bulles d'actifs, partout le risque de défaillance informatique constitue une source d'angoisse... Face à ces risques qui se renouvellent sans cesse, l'un des acquis de la réponse réglementaire de 2009 est d'avoir permis la création et la stimulation de lieux d'échange d'informations à l'intérieur des pays, mais aussi à l'échelle mondiale : ces forums, comme le Conseil de stabilité financière ou le GAFI, sont de maigres remparts contre les crises, mais celles et ceux qui y passent cherchent à comprendre les difficultés passées et à anticiper les risques pour prévenir leur réalisation.

Bibliographie

ALLEN F. & GALE D. (2007), "Systemic risk and regulation", in CAREY M. & STULTZ R. M. (Eds.), *The Risks of financial institutions*, Chicago, University of Chicago Press.

CERASI V., DEININGER S. M., GAMBACORTA L. & OLIVIERO T. (2017), *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation*, BIS Working Papers, n°630.

CSF (2009), "FSB's Principles and Standards on compensation at significant financial institutions".

DOUADY R., GOULET C. & PRADIER P.-C. (2017), *Financial Regulation in the EU –from resilience to growth*, Palgrave.

G20 (2008), "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy".

G20 (2009a), "London Summit – Leaders' Statement", 2 April.

G20 (2009b), "Declaration on strengthening the financial system – London summit", 2 April.

G20 (2009c), "G20 Leaders Statement – The Pittsburgh Summit".

JOHANNESSEN N. & ZUCMAN G. (2014), "The End of Bank Secrecy? An Evaluation of the G20 Tax Haven Crackdown", *American Economic Journal: Economic Policy* 6(1): 65-91.