

7 La crise financière défie les autorités européennes et américaines de surveillance

par André PRÜM,

doyen de la faculté de droit d'économie et de finance de l'université du Luxembourg.

Les autorités politiques américaines et européennes viennent de dévoiler, tour à tour, les mesures par lesquelles elles entendent renforcer les dispositifs de prévention et de gestion des crises financières. Depuis l'effondrement du marché des « *subprimés* », l'année passée, de profondes turbulences perturbent la sphère financière mondiale. La crise des marchés du crédit et de la liquidité semble loin de se résorber alors que ses effets sur l'économie réelle aux États-Unis se font sentir de plus en plus lourdement et menacent l'Europe. Déclenchée par une distribution aventureuse de crédits immobiliers, par des « *mortgage brokers* » et autres courtiers hypothécaires américains et la chute du marché de l'immobilier résidentiel, la perturbation s'est rapidement propagée sur les marchés, par le biais notamment du vaste recours des prêteurs à la titrisation. La crise de confiance ainsi provoquée s'est avérée d'autant plus profonde que les agences de notation ont révisé subitement l'évaluation des « *asset backed securities* » et autres produits structurés par lesquels les risques se sont diffusés, et que les banques ont commencé à se méfier de leurs contreparties. Une rupture totale des liquidités n'a su être évitée qu'à travers les interventions massives des banques centrales européenne et américaine. Le soutien des gouvernements et des banques centrales américains et britanniques fut même nécessaire pour sauver des banques comme Bear Stearns ou Northern Rock d'une faillite (J.-P. Mattout et A. Prüm, *Subprime... but the show must go on, chronique de jurisprudence et de législation bancaire : Dr. et patrimoine mars 2008, n° 168, p. 72*).

Une crise d'une telle ampleur conduit à s'interroger sur la performance des règles prudentielles qui s'appliquent aux acteurs financiers et l'efficacité des systèmes de surveillance auxquels ils sont soumis. Les diagnostics réalisés à cet effet aux États-Unis et en Europe se rejoignent largement, même si les leçons à en tirer dépendent naturellement de contextes différents.

Dans ses recommandations présentées en mars dernier, le *President's Working Group on Finan-*

« Des failles dans la distribution des crédits hypothécaires, le recours à la titrisation et l'intervention des agences de notation »

cial Markets (PWGFM, créé par un « *executive order* » n° 12631 du 18 mars 1988, qui regroupe sous la présidence du secrétaire du Trésor américain, les présidents du conseil des gouverneurs du « *Federal Reserve System* » et des conseils de la « *Securities and Exchange Commission* » et de la « *Commodity Futures Trading Commission* ») insiste sur la nécessité de réformer le processus de distribution des crédits hypothécaires, de renforcer la transparence et la discipline sur le marché de la titrisation, de réviser les conditions dans lesquelles les agences de notation évaluent les émissions de produits structurés et de développer des pratiques de gestion des risques par les banques et les entreprises d'investissement plus performantes en veillant à ce que les règles prudentielles les incitent à les respecter (http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/pwgpolicystatemktturmoil_03122008.pdf). Tout en relayant pour l'essentiel ces recommandations, le rapport du *Department of the Treasury* – dit rapport Paulson – également présenté au mois de mars, adopte une perspective à plus long terme pour proposer des pistes d'une réforme profonde du système de surveillance du secteur financier américain, y compris les assurances. (*The Department of the Treasury, Blueprint for a modernized financial regulatory structure*, <http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/regulatory-blueprint/>).

La surveillance insuffisante des principaux intermédiaires intervenant dans la distribution des crédits hypothécaires aux ménages américains, peu soucieux de la capacité de remboursement de ces derniers, voire l'absence totale de contrôle, a empêché les autorités américaines de se rendre compte suffisamment rapidement de l'importance des risques qui ont déclenché la crise des « *subprimés* ». Cette faille spécifique au système américain devrait être réparée par la création d'une nouvelle autorité de surveillance – la « *Mortgage Origination Commission* », selon le rapport Paulson – qui imposerait aux intermédiaires, soumis à l'avenir à une obligation d'agrément, le respect de règles prudentielles minimales pour les prêts immobiliers. Le *President's Working Group on Financial Markets* invite, par ailleurs, le *Federal Reserve System* (FED, <http://www.federalreserve.gov/>) à édicter des mesures assurant un plus haut niveau de protection aux consommateurs afin de leur permettre de mieux apprécier l'incidence des prêts hypothécaires qui leur sont proposés sur leur situation financière. Des désordres similaires à ceux constatés sur le marché américain des crédits hypothécaires sont peu probables en Europe, pour des raisons tant réglementaires que culturelles. Un renforcement de la discipline des acteurs n'y est, pour cette raison, pas à l'ordre du jour.

En revanche, le rôle joué par les agences de notation dans la crise inquiète pareillement les autorités américaines et européennes. → Suite page 2

En sous-estimant le risque de crédit des titres liés à des prêts hypothécaires (essentiellement les RMBS (« Residential mortgage-backed securities »), les ABS (« Asset Backed Securities ») et les CDO's (« Collateralized Debt Obligations ») avant de réajuster brutalement leur notation, ces agences ont alimenté la perte de confiance des investisseurs aboutissant aux désinvestissements massifs et à la chute des cours. Il est vrai que, compte tenu de la complexité des produits, un grand nombre d'investisseurs, se sont reposés largement sur l'analyse réalisée par les agences, au-delà sans doute du raisonnable, ce qui n'est pas une attitude responsable du moins pour des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension. La crise récente a montré que les efforts déployés par les agences de notation au cours des dernières années pour se soumettre à une discipline plus rigoureuse restent insuffisants (V. en particulier leur adhésion au code de conduite élaboré sous l'égide de l'IOSCO : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>). Leurs méthodes d'évaluation des risques des produits structurés méritent d'être affinées et les notes attribuées à ces produits complexes distinguées de celles utilisées pour des titres de dette ordinaires. Au surplus, l'appréciation de la qualité du crédit d'un titre devrait être distinguée plus clairement de celle de sa liquidité. Enfin, une plus grande transparence et une meilleure comparabilité des méthodes apparaissent indispensables. La crédibilité des agences suppose également que les conflits d'intérêts auxquels elles sont confrontées en tant que « juge » rémunéré par la partie jugée et à travers leurs missions de conseils aux émetteurs de titres qu'elles vont par la suite noter soient résolus d'une manière propre à garantir la neutralité de leurs appréciations (dans le cas des produits structurés, par exemple, la notation, bien souvent, n'est plus l'évaluation *ex post* d'une entité déjà créée, mais l'objectif fixé *ex ante* d'une entité à structurer). Pour l'heure, les autorités publiques persistent à considérer que l'autorégulation reste le mode approprié pour résoudre ces questions. À l'aube du « Rating reform Act » de 2006 (http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=109_cong_bills&docid=f:s3850enr.txt.pdf) les recommandations du PWGFM laissent cependant planer la menace d'un encadrement réglementaire plus serré. Dans sa session du 9 octobre 2007, le Conseil ECOFIN a souligné à son tour la nécessité d'examiner le rôle et les conditions d'intervention des agences de notation. Mais ce constat n'a pas encore été traduit par des mesures concrètes, les autorités communautaires demeurant hésitantes quant à l'opportunité de l'adoption d'une législation spécifique de nature à améliorer la qualité du processus de notation (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/>

« Coopération et échanges d'information entre autorités de surveillance, clefs d'un système de prévention et de gestion des crises »

28&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr).

Le fonctionnement efficace du système de surveillance se trouve au centre des préoccupations des ministres de finances de l'Union européenne (A. Prüm, *Le processus Lamfalussy sous examen : RD bancaire et fin. 2008, repère 1*). Ce système relève actuellement de la compétence de cinquante-quatre superviseurs soumis à vingt-sept législations nationales. La proximité des superviseurs des entités surveillées facilite certes le contrôle et rend plus aisée une action rapide en cas de crise. Cette architecture suppose cependant de trouver pour les groupes bancaires ou financiers à dimension européenne des modes d'échange d'information et de coopération efficaces entre les différents superviseurs concernés, spécialement pour prévenir, gérer et résoudre des situations de crise. Lors du conseil ECOFIN du 4 avril 2008 (http://www.eu2008.si/fr/News_and_Documents/Press_Releases/April/0404ECOFIN_Memorandum.html, intention confirmée par le Conseil européen lors de sa séance du 14 mai 2008), les ministres des finances de l'Union européenne et les gouverneurs des banques centrales sont convenus, à cette fin, d'un nouveau protocole d'accord qui renforcera, une fois entré en vigueur, les mécanismes de coopération pour la surveillance des groupes transfrontières issus des protocoles de mars 2003 et de mai 2005 (le protocole de mars 2003 posant les principes généraux de coopération pour la gestion de crises financières n'était conclu qu'entre autorités de surveillance et banques centrales. En 2005, les ministres des finances se sont joints à un second protocole qui couvre plus amplement la phase et les outils de détection des crises).

Le nouvel arrangement définit, en premier lieu, un ensemble de principes communs que les signataires estiment applicables aux situations de crises financières transfrontières (*Developments in the EU Arrangements for Financial Stability : ECB, Monthly Bulletin, april 2008, p. 75*). Il en ressort essentiellement que l'intervention des autorités de surveillance, des banques centrales et des États a pour objectif fondamental d'assurer la stabilité du système financier et non de prévenir la faillite d'acteurs déterminés, et d'agir toujours dans l'intérêt commun des États affectés en se partageant, le cas échéant, le coût qui en résulterait pour les finances publiques. En même temps, la recherche d'une solution par le secteur privé est considérée comme prioritaire par rapport aux interventions mobilisant l'argent des contribuables. Un cadre analytique d'évaluation des potentielles implications systémiques d'une situation de crise complète ce jeu de principes pour permettre de dégager des approches communes fondées sur des concepts partagés. →

Suite page 3

Les lignes de conduite pratiques pour la gestion de crise prévoient, entre autres, la création de groupes transfrontières de stabilité (« *cross-border stability groups* ») qui seront en charge des institutions bancaires ou financières à dimension européenne (Approximativement une quarantaine de groupes à l'heure actuelle). Si le titre donné à ces cercles de superviseurs est nouveau, ces derniers ressemblent aux collègues que les superviseurs de tels groupes transfrontières ont commencé à former et que la révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit tend à institutionnaliser. En choisissant d'obliger les autorités de surveillance et les banques centrales nationales à coopérer dans le cadre de groupes de stabilité, les ministres des finances de l'Union européenne ont clairement écarté l'option de créer une autorité de surveillance européenne. Les inconvénients d'une telle centralisation auraient dépassé largement les avantages susceptibles d'en être attendus. Reste à définir les conditions de formation et de fonctionnement des « *cross-border stability groups* », spécialement leur composition, le poids du « *lead supervisor* » et les solutions pour résoudre d'éventuelles divergences d'opinions en leur sein. Les discussions animées que provoquent les travaux de révision de la directive relative à l'adéquation des fonds propres des établissements de crédit (En particulier l'article 129 de la directive 2006/48) et l'adoption de la directive « *Solvency II* » montrent qu'il s'agit d'un sujet très délicat. Au-delà du cadre formel de coopération, le législateur européen devra s'intéresser également de plus près aux solutions matérielles qu'appellent les situations de crise transfrontières. La manière dont doivent jouer alors les systèmes de garantie des dépôts, les conditions dans lesquelles des actifs d'un groupe bancaire pourraient utilement être transférés d'entités situées dans différents États, les conditions d'un support public notamment au regard

« Les futurs cross border stability groups européens au centre des enjeux de pouvoirs »

de l'interdiction des aides d'États appellent tous des clarifications pour une gestion performante des crises.

Profitant d'un marché très intégré, les États-Unis ne se trouvent pas confrontés aux mêmes difficultés. Pour autant, la récente crise financière en est la preuve, le système de surveillance des acteurs et des marchés financiers n'y est certainement pas optimal. Pour l'améliorer, le rapport Paulson préconise des réformes profondes passant d'abord par une plus grande centralisation des autorités de surveillance. Une fusion de la *Securities and Exchange Commission* avec la *Commodity Futures Trading Commission* garantirait une supervision uniforme des marchés de valeurs mobilières et des contrats à terme. Un nouveau statut fédéral permettrait aux entreprises d'assurances de se soumettre à un contrôle national. À plus long terme, le *Department of Treasury* envisage d'organiser la supervision de l'ensemble du secteur financier sur un plan fonctionnel autour de trois objectifs : la stabilité des marchés, le contrôle prudentiel des entités bénéficiant d'une garantie étatique et le respect de règles de conduite générales. Dans cette architecture la *Federal Reserve* se verrait renforcée dans son rôle de régulateur de la stabilité des marchés dans lequel elle ne semble pourtant pas avoir excellé pour prévenir la crise prévisible des *subprimes*. Loin de recueillir l'assentiment du marché et des praticiens, ces propositions alimentent actuellement outre-Atlantique une vive controverse.

L'organisation des systèmes de surveillance des secteurs financiers traduit des choix politiques. La prévention et la gestion des crises financières appellent avant tout des solutions pragmatiques. La crise financière profonde qui secoue la sphère financière depuis près d'un an place les gouvernements autant que les superviseurs et les banques centrales devant leurs responsabilités de ne pas sacrifier l'efficacité des mécanismes d'intervention sur l'autel des luttes de pouvoirs.

UN GAGE D'INTELLIGENCE

Evolution des sûretés réelles : regards croisés

Université-Notariat

Sous la direction de S. Cabrillac, C. Albiges
et C. Lisanli (1^{re} éd., 40 €)

Disponible chez votre libraire habituel, dans les librairies Litec
(26 rue Soufflot et 27 place Dauphine à Paris) et sur <http://boutique.lexisnexis.fr>



LexisNexis®