

RÉFORME DE LA RÉGULATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE AUX ÉTATS-UNIS : LE POINT SUR LA SITUATION EN AOÛT 2010

SERVICE ÉCONOMIQUE RÉGIONAL
AMBASSADE DE FRANCE AUX ÉTATS-UNIS
WASHINGTON, DC - NEW YORK CITY

Après des mois d'incertitudes et de débats, la Chambre des représentants et le Sénat se sont finalement accordés cet été sur le texte de la réforme de la régulation financière aux États-Unis. Le Dodd-Frank Act, des noms du sénateur Dodd et du représentant Frank, a été promulgué le 21 juillet 2010 par le président Obama.

Si les grandes priorités de la réforme dessinent les contours d'un système financier assaini (réduction du risque systémique, suppression des « angles morts » de la régulation tant sur les produits que sur les acteurs, renforcement de la protection des consommateurs), la portée réelle du Dodd-Frank Act pourrait être limitée, d'une part, par les nombreux régimes d'exception prévus par le texte, d'autre part, car la mise en œuvre d'un nombre très important de mesures est confiée aux régulateurs sur une durée allant de

quelques mois à quelques années et avec une grande liberté d'interprétation.

Cet article passe en revue les principales mesures proposées par le texte dans sa version finale.

LE TRAITEMENT DU RISQUE SYSTÉMIQUE

La reconnaissance d'une fonction de régulation systémique reste la pierre angulaire du Dodd-Frank Act. Il s'agit moins d'éviter une nouvelle crise financière que d'en contenir les conséquences négatives pour l'économie réelle et, surtout, de protéger l'argent du contribuable en cas de défaut d'institutions financières. Le texte final de la réforme confirme l'abandon du projet de fonds de résolution destiné à faire contribuer les

banques en cas de sauvetage du secteur financier par la puissance publique. Le projet de taxe sur les banques débattu au printemps n'a pas non plus été inclus dans ce texte.

Création du Conseil de stabilité financière

Le traitement du risque systémique passe, sur le plan institutionnel, par la création du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Oversight Council - FSOC) comprenant dix membres. Il sera présidé par le secrétaire au Trésor et comprendra tous les régulateurs fédéraux (Federal Reserve, Securities and Exchange Commission - SEC -, Office of the Comptroller of the Currency - OCC -, Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC -, Commodity Futures Trade Commission - CFTC -, Federal Housing Finance Agency - FHFA -, National Credit Union Administration - NCUA), la nouvelle agence de protection des consommateurs ainsi qu'un membre indépendant ayant une compétence en matière d'assurance. Le FSOC aura pour mission d'identifier les risques systémiques et de les traiter en adressant des recommandations aux superviseurs fédéraux, en particulier en ce qui concerne les règles de fonds propres, de levier d'endettement, de liquidité, de gestion des risques. Ces recommandations devront tenir compte de la taille des établissements et du risque systémique qu'ils sont susceptibles de faire porter au système financier. Les holdings bancaires totalisant 50 Md\$ d'actifs sous supervision seront considérés « systémiques » d'office. D'autres

établissements, y compris financiers non bancaires, pourront être déclarés systémiques par le FSOC.

La Federal Reserve voit ses pouvoirs renforcés, mais également encadrés

Un poste de vice-président en charge de la régulation et nommé par le président des États-Unis est créé. En termes de supervision, la Federal Reserve ne perd pas ses compétences de superviseur des petites banques, comme cela avait été un moment envisagé lors des débats au Sénat.

La Federal Reserve devra réaliser des stress tests pour toutes les institutions systémiques selon au moins trois scénarios (*baseline, adverse, severely adverse*). En cas de menace sur la viabilité d'une institution, elle pourra :

- sur consultation du conseil et du FDIC, limiter les distributions de dividendes, s'opposer à des acquisitions, exiger une augmentation de capital, demander des changements dans le management ;
- sur vote aux deux tiers du FSOC si l'institution fait peser un risque au système financier, ordonner la fin ou la cession de certaines activités ;
- si le FSOC considère que l'institution fait peser une menace grave sur le système financier, lui imposer de maintenir un ratio dette sur capital inférieur à 15 pour 1.

La Federal Reserve voit également ses pouvoirs d'intervention exceptionnels reconnus, mais encadrés : le secrétaire d'État au Trésor devra valider tout programme de prêt exceptionnel, programme qui devra avoir pour

finalité de garantir un niveau suffisant de liquidité au système financier et non de redresser un établissement en particulier. Un droit d'audit est accordé au GAO (Governmental Accountability Office) en cas d'usage par la Federal Reserve de ses pouvoirs exceptionnels. Les pouvoirs de prêteur en dernier ressort de la Federal Reserve seront plus encadrés. Ils seront soumis à l'aval du secrétaire au Trésor et la Federal Reserve devra présenter sous sept jours un rapport au Congrès justifiant son intervention et détaillant les principales mesures envisagées.

Enfin, la Federal Reserve se voit reconnaître explicitement l'autorité pour superviser les systèmes de moyens de paiement, de compensation et de livraison des titres, ce qui devrait faciliter son rôle dans la réforme de certaines infrastructures de marché, à commencer par le marché des prises en pension (marché « repo »).

Régime de liquidation des institutions systémiques

Une procédure de liquidation ordonnée des institutions systémiques est instituée. Les opérations de liquidation sont confiées au FDIC qui en est déjà responsable pour les banques de petites tailles. Pour faire face à des besoins immédiats, le FDIC bénéficie d'une ligne de crédit du Trésor. Le lancement de la procédure de liquidation devra recevoir l'accord du Trésor et de la Federal Reserve et le texte prévoit que le montant des obligations ne pouvant pas être couvert par la vente des actifs de l'institution défailtante devra être absorbé par les créanciers

non privilégiés, puis par le fonds d'assurance géré par le FDIC. Pour prévenir tout *run* bancaire, le FDIC est habilité à mettre en place des mécanismes de garantie de dette, mais dans des conditions très restrictives : vote aux deux tiers du conseil d'administration du FDIC, approbation par le Trésor qui fixera une limite à la dette garantie et approbation par le Congrès sur présentation d'un projet par le président des États-Unis...

Mesures de restriction de certaines activités (Volcker Rule)

Contrairement aux anticipations de beaucoup d'observateurs, le Dodd-Frank Act introduit une forme édulcorée de la Volcker Rule. Cette dernière repose sur l'idée selon laquelle les ratios prudentiels ou l'augmentation des contributions au FDIC ne suffisent pas toujours à prévenir le risque systémique et que des outils réglementaires doivent séparer les activités les plus risquées des activités couvertes par la garantie publique.

L'introduction de la Volcker Rule dans le projet final contient trois composantes dont la mise en œuvre s'échelonne sur plusieurs années :

- *la limitation du trading pour compte propre* : le texte agréé pose le principe d'une interdiction faite aux banques (banques assurées par le FDIC ou supervisées par la Federal Reserve) d'effectuer des opérations de *trading* sur fonds propres. Restent autorisés : le *trading* sur des titres publics ou émis par les GSE (*government-sponsored enterprises*), le *market-making*, les

activités de couverture en relation avec un portefeuille client ;

- *les restrictions des investissements des banques dans les hedge funds et fonds de private equity* : les banques auront finalement le droit d'investir dans les *hedge funds* et les fonds de *private equity* jusqu'à concurrence de 3 % du capital de ces fonds. Toutefois, les banques auront interdiction de renflouer un fonds dans lequel elles auraient investi. Enfin, ces investissements dans les *hedge funds* ou fonds de *private equity* ne devront pas dépasser au total 3 % du capital tier 1 des banques. À l'heure actuelle, la très grande majorité des banques ne dépasse pas ce seuil ;

- *la limitation de la taille des banques* : en cas de fusion-acquisition, la société nouvellement constituée ne devra pas représenter plus de 10 % du marché (passif consolidé de l'ensemble des sociétés financières de l'année précédant l'opération).

Les testaments bancaires (*funeral plans*)

Les institutions susceptibles de présenter ou qui présentent un risque systémique devront soumettre à leur superviseur des plans de liquidation pour le cas où elles seraient amenées à faire défaut. L'absence d'un tel plan expose l'institution à des charges en fonds propres supplémentaires.

Les fonds propres des banques

La Federal Reserve devra établir les règles en matière de fonds propres, de

levier d'endettement, de plan de résolution et de limite de concentration pour les banques systémiques. Ces règles devront être plus contraignantes que celles des banques considérées comme non systémiques. Le conseil des risques systémiques pourra formuler des recommandations dans ce domaine. Les holdings bancaires qui ont un actif supérieur à 15 Md\$ ne pourront plus comptabiliser certains titres de dette hybride (*trust-preferred securities*) au sein du tier 1. Une période de cinq ans a été laissée aux banques pour se mettre en conformité avec ces nouvelles règles.

La coordination internationale

Les dispositions adoptées dans le cadre de cette nouvelle loi s'appliquent aux activités sur le territoire américain des banques et autres institutions financières non américaines.

Avant d'imposer leurs recommandations, les régulateurs devront consulter leurs homologues dans le pays d'appartenance de l'institution concernée.

La Federal Reserve ou la SEC dans le cas des *broker-dealers* ont le pouvoir de clôturer les activités sur le territoire américain d'une institution étrangère si elles estiment que cette dernière présente un risque systémique pour le système financier américain et que son pays d'appartenance n'a pas fait les efforts suffisants pour contenir ce risque.

Le président des États-Unis doit utiliser tous les moyens de politique internationale pour s'assurer que des mesures similaires à celles adoptées

aux États-Unis dans le cadre de la prévention du risque systémique sont adoptées dans d'autres pays afin de protéger le système économique global.

Le Trésor et la Federal Reserve doivent rester en contact avec les régulateurs des pays étrangers pour s'assurer que le risque systémique global est maîtrisé.

RÉDUIRE LES « ANGLES MORTS » DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE ET BANCAIRE : ACTEURS ET PRODUITS

Les produits dérivés

Cet objectif passe par un renforcement de la régulation des acteurs et des produits.

Régulation des produits

Le principe de la compensation des produits dérivés, y compris ceux dont les sous-jacents sont des devises, est posé. La SEC (pour les titres « simples ») et la CFTC (pour les matières premières, les devises et les titres complexes) sont ainsi chargées de définir les caractéristiques des produits devant faire l'objet d'une compensation obligatoire. Toutefois, cette obligation est atténuée par plusieurs exemptions pour les utilisateurs finals non commerciaux ou les entités financières donc l'actif est inférieur à 10 Md\$. Le texte prévoit également que les produits dérivés compensés sont obligatoirement échangés sur des

marchés réglementés ou des plateformes multilatérales de négociation (*swap execution facilities*), cette dernière pouvant être exemptée d'enregistrement auprès des régulateurs. Enfin, tous les *swaps* doivent obligatoirement être enregistrés dans une base de données (*swap data repository*).

Régulation des acteurs

Afin de réduire le risque porté par les entités ayant recours aux produits dérivés, le texte prévoit des contraintes prudentielles supplémentaires pour les *swaps dealers* et les *major swap participants* en termes de capital, de respect des appels de marges et de titres en collatéral. Celles-ci seront déterminées par le superviseur adéquat pour les entités régulées et par la SEC et la CFTC pour les entités non régulées (dont les utilisateurs finals non commerciaux). Par ailleurs, la CFTC est en charge de définir des limites de position par acteur pour les dérivés de matières premières.

Le texte pose également comme principe général que les entreprises ayant une activité sur produits dérivés ne peuvent bénéficier d'une aide fédérale (Federal Reserve ou FDIC). En réalité, cette mesure est édulcorée par de très nombreuses exemptions : en particulier, lorsque les banques effectuent des transactions sur produits dérivés pour se couvrir contre un risque (*hedging*), lorsque ces produits sont compensés sur des chambres centralisées ou lorsque ces produits sont jugés « simples » (*swaps* de change, par exemple). Les transactions sur produits dérivés plus risqués (les *credit default swaps* - CDS - notamment)

devront être localisées dans des entités séparées et capitalisées en conséquence.

La portée effective des mesures adoptées pour réguler le marché des dérivés pourrait être limitée : le texte accorde de nombreuses exemptions (utilisateurs finals) et donne aux régulateurs, SEC ou CFTC, la faculté d'en créer de nouvelles. Les régulateurs disposent généralement d'une grande discrétion dans la mise en œuvre des principes posés au chapitre des dérivés.

L'aspect international de la régulation de ce marché n'est que très peu développé : le texte prévoit seulement que la SEC et la CFTC sont en charge de promouvoir des normes internationales harmonisées sur les règles applicables aux produits dérivés.

Les *hedge funds*

Le Dodd-Frank Act modifie les critères d'enregistrement des gérants de *hedge funds* auprès de la SEC. L'exemption d'enregistrement SEC dont bénéficient les gérants de fonds ayant moins de quinze « clients » sera supprimée, mais le montant des actifs gérés déclenchant l'obligation d'enregistrement passera de 30 M\$ à 100 M\$ d'actifs. Les gérants ayant moins de 100 M\$ d'actifs sous supervision ne relèveront donc généralement plus que des régulateurs étatiques qui verront ainsi leur responsabilité accrue dans ce domaine.

Les gérants de fonds de capital-risque seront exemptés d'enregistrement auprès de la SEC et les gérants de *private equity funds* seront exemptés d'enregistrement auprès de la SEC en

dessous d'un seuil de 150 M\$ d'actifs. Dans les deux cas, la SEC pourra malgré tout exiger la production de rapports lorsqu'elle l'estimera nécessaire.

De manière générale, les obligations de communication à la SEC d'informations en lien avec la gestion du risque systémique sont renforcées.

Les gérants de fonds étrangers n'ayant pas d'établissement commercial aux États-Unis, moins de quinze « clients » domiciliés aux États-Unis et moins de 25 M\$ d'actifs attribuables à des « clients » domiciliés aux États-Unis seront exemptés d'enregistrement SEC.

Les agences de notation

Le texte crée au sein de la SEC un bureau spécifiquement en charge de la supervision des agences de notation enregistrées (*nationally recognized statistical rating organisations - NRSRO*). Ce bureau est doté de pouvoirs de sanction et de la possibilité de retirer à une agence son homologation pour certaines classes d'actifs si les conditions nécessaires à la production d'une notation intègre ne sont pas réunies.

Par ailleurs, des règles d'organisation des agences plus strictes sont édictées en vue de neutraliser les principaux conflits d'intérêts et d'accroître la transparence sur les méthodes de notation. Les agences devront ainsi séparer en leur sein, d'une part, les équipes opérationnelles des équipes chargées de l'audit interne (*compliance*) et, d'autre part, les fonctions de vente/marketing de celles de notation. Les notations préliminaires devront

être rendues publiques (pour éviter le *rating shopping*), les obligations de communication d'informations à la SEC sont renforcées et une mission sur l'harmonisation des symboles de notation est confiée à cette dernière. En parallèle, une étude est confiée au GAO sur la possible création d'une organisation professionnelle indépendante qui serait notamment en charge de la rédaction d'un code d'éthique.

La responsabilité des agences sur leurs notations est également accrue. Les notations sont exclues du régime d'exemption accordé aux « prévisions » (*forward-looking statements*) ; les actions individuelles sont recevables si elles établissent une négligence dans le traitement des éléments utilisés dans les notations (investigation insuffisante et/ou absence de vérification auprès d'une source indépendante) ; les NRSRO doivent donner leur accord préalablement à la publication de leurs notations dans les formulaires d'enregistrement SEC de leurs clients et engagent leur responsabilité d'expert le cas échéant.

Enfin, afin de réduire l'influence des notations dans l'esprit des investisseurs, le texte remplace de nombreuses références réglementaires aux notations par un critère de « qualité de crédit » peu précis et qui nécessitera certainement une interprétation par les régulateurs.

La titrisation

Les régulateurs doivent mettre en place une obligation de rétention du risque de crédit de 5 % minimum pour les émetteurs d'ABS (*asset-backed*

securities). Toutefois, l'obligation est levée si la souscription des prêts sous-jacents a suivi certaines règles restant souvent à définir par les régulateurs (généralement la SEC en concertation avec l'OCC, la Federal Reserve et le FDIC). En outre, interdiction est faite à l'émetteur de se couvrir contre ce risque résiduel. Enfin, la SEC est chargée des définitions et formats des informations à délivrer par l'émetteur d'ABS afin d'améliorer la transparence des données fournies aux investisseurs.

Titres émis par des collectivités territoriales

Les conseillers financiers des collectivités territoriales (*municipal advisors*) devront dorénavant être enregistrés auprès de la SEC et un devoir fiduciaire envers ces collectivités leur est imposé. Par ailleurs, le Municipal Securities Rulemaking Board et la SEC, qui se voit dotée d'une division spécialisée sur les titres des collectivités, sont également en charge de la mise en place d'une réglementation applicable à ces conseillers.

MIEUX PROTÉGER LE CONSOMMATEUR ET L'INVESTISSEUR

Réforme des prêts hypothécaires

Les normes applicables aux prêts hypothécaires, mais également aux

prêteurs sont largement renforcées. Ainsi, obligation est faite aux prêteurs de vérifier que l'emprunteur a la capacité de rembourser le prêt dont il bénéficie. Des dispositions précisent cette obligation en définissant des critères de respect et des étapes de vérification à suivre selon le type de prêt accordé. L'information à destination des emprunteurs est également renforcée dans le cadre des prêts à taux variables et, pour certains prêts hypothécaires, des restrictions sur les pénalités de remboursements anticipés sont mises en place.

La rémunération des *mortgage originators*, qui doivent désormais s'enregistrer et obtenir une qualification, ne peut plus être fonction que du capital emprunté. En particulier, les commissions intégrées dans les intérêts payés sont dorénavant interdites.

Protection des consommateurs

Le Dodd-Frank Act crée un Bureau of Consumer Financial Protection, indépendant bien que logé au sein de la Federal Reserve. Il est chargé de mettre en œuvre et de veiller au respect des lois fédérales relatives à la protection des consommateurs de produits financiers et centralise à cette fin l'essentiel des compétences jusqu'à présent partagées entre les divers régulateurs fédéraux. Il abrite en son sein une agence en charge de l'information des consommateurs (Office of Financial Education) ainsi qu'une agence chargée d'œuvrer

pour l'accès au crédit des individus et des communautés (Office of Fair Lending and Equal Opportunity).

Le Bureau of Consumer Financial Protection rend compte de ses activités deux fois par an devant le Congrès. Il est doté du pouvoir d'édicter des règles, de recueillir des plaintes de consommateurs (ligne téléphonique et site Internet), de mener des enquêtes, d'engager des poursuites au civil et de transmettre des dossiers au ministère de la Justice dans le cadre d'éventuelles poursuites au pénal.

Un certain nombre d'entités sont exclues de sa supervision (notamment les assurances, les concessionnaires automobiles, les comptables, les entités régulées par la SEC, par la CFTC et par certains régulateurs étatiques), affaiblissant ainsi ses prérogatives et en particulier sa capacité à assurer un traitement centralisé des plaintes et des enquêtes.

Le Dodd-Frank Act contient également des dispositions relatives aux cartes bancaires afin, d'une part, de maintenir les commissions d'interchange à des seuils raisonnables et, d'autre part, de veiller à la mise en concurrence des moyens de paiement en luttant contre toute tentative des réseaux d'imposer un recours exclusif ou excessif à leurs services.

Protection des investisseurs

Le texte multiplie les pistes de réflexion autour de la protection des investisseurs en confiant à la SEC :

- la création d'un comité composé

d'investisseurs, l'Investor Advisory Committee, chargé d'orienter les priorités de la SEC dans ce domaine ;

- la création de l'Office of the Investor Advocate chargé de proposer des modifications réglementaires ou législatives et d'assister les investisseurs rencontrant des difficultés significatives avec la SEC ou d'autres organismes autorégulés ;

- la création d'un programme de dénonciation (*whistleblower*) fondé sur un système de récompense (10 % à 30 % des recettes sur les sanctions pécuniaires) et de protection des dénonciateurs (licenciements, discrimination, menaces...) ;

- l'adoption de règles sur la transparence des ventes à découvert (*short selling*), rendant notamment obligatoire la communication au public, au minimum chaque mois, des noms des émetteurs, des classes et nombre de titres concernés ;

- la conduite de diverses études :

- étude sur le degré d'éducation financière des investisseurs ;

- études sur la qualité de l'accès aux informations relatives aux *investment advisers* et aux *broker-dealers* et sur l'extension de la responsabilité fiduciaire aux *broker-dealers* ;

- étude sur l'application extraterritoriale du droit des titres américains, plus spécifiquement sur la recevabilité des actions individuelles en cas de fraudes commises à l'étranger ayant des répercussions aux États-Unis, ou lorsqu'une conduite survenue aux États-Unis constitue un élément significatif d'une fraude commise à l'étranger et concernant des investisseurs étrangers.

Rémunération et corporate governance

Le Dodd-Frank Act prévoit un renforcement des droits des actionnaires des sociétés cotées, notamment la possibilité de faire inclure les noms de leurs candidats à l'élection du conseil d'administration dans les documents adressés à l'ensemble des actionnaires en préparation des assemblées.

Les rémunérations des cadres dirigeants des établissements financiers sont davantage encadrées par les régulateurs fédéraux et ne doivent pas encourager la prise de risques excessifs. Dans les sociétés cotées plus généralement, les actionnaires peuvent se prononcer sur la rémunération des cadres (*say on pay*) et sur les parachutes dorés (*golden parachutes*) par un vote non contraignant. Des informations mettant en perspective les rémunérations et les performances sont communiquées aux actionnaires, notamment dans les documents diffusés en préparation des assemblées générales. L'indépendance du comité de rémunération est une condition à l'introduction de la société en Bourse. Les bonus reçus par les cadres dirigeants peuvent être restitués pour compenser tout ajustement comptable à la baisse rendu nécessaire par une irrégularité des rapports financiers (rétroactivité sur trois ans).

En fin de compte, au lieu d'opérer une refonte institutionnelle bouleversant les structures établies, le législateur américain a choisi de corriger point par point les principales failles du système financier révélées par la

crise de 2008. Cette approche, qui a certes facilité l'obtention d'un compromis bipartisan au Congrès, laisse ouverte la question de la portée réelle de la réforme. D'une part, les nombreux régimes d'exception et la très grande liberté laissée aux régulateurs dans la mise en œuvre des mesures ne permettent pas à ce jour d'évaluer avec certitude l'impact du Dodd-Frank Act sur les institutions

financières et leurs activités. D'autre part, la complexité d'un texte de près de 900 pages, dont certaines erreurs typographiques et techniques ont été relevées par plusieurs juristes, a conduit le représentant Frank et le sénateur Dodd eux-mêmes à évoquer l'éventualité d'une loi rectificative. Certains membres du Congrès y voient déjà l'occasion de rouvrir certains débats de fond.