

IMPLICATIONS DE LA CRISE POUR LA RÉGULATION BANCAIRE ET FINANCIÈRE

CHRISTIAN DE BOISSIEU

Président, Conseil d'analyse économique (CAE)

Professeur, université Paris I Panthéon Sorbonne

La crise non achevée des « subprimes » dégage déjà des leçons importantes pour les politiques publiques. Par-delà la diversité des sujets à traiter, se dégage une question transversale : Où mettre le curseur entre l'autorégulation, due à des initiatives décentralisées venant du marché et des opérateurs eux-mêmes, et la réglementation passant par des textes officiels (lois, règlements, directives européennes...) ? En cas de réglementation, à quel niveau l'envisager (au plan national, européen...) ? L'équilibre entre réglementation et autorégulation dépend bien sûr de la question abordée ; et cet équilibre n'est pas nécessairement le même à propos des agences de notation, de la meilleure transparence de l'information, des fonds souverains, des normes comptables, etc.

Pourtant, la distinction entre la réglementation et l'autorégulation ne doit pas être poussée trop loin. On le voit bien à la lumière des « codes de conduite » qui résultent souvent d'initiatives publiques mais ne prennent effet que s'ils sont validés par les opérateurs privés. Ainsi, le code de bonne conduite adopté pour les agences de notation en 2004 dans le cadre de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) résulte d'une consultation approfondie entre les professionnels et les régulateurs. Les pouvoirs publics ont donc, dans cet exemple, joué un rôle actif dans l'exigence de standards non obligatoires mais fortement recommandés... Le même type de combinaison entre des initiatives publiques et des solutions de marché se trouve dans le code de conduite proposé aux fonds souverains par l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) et par le FMI (Fonds monétaire international).

Sans prétendre à l'exhaustivité, nous allons évoquer ici le fonctionnement des agences de notation, la réglementation prudentielle des banques et quelques autres aspects de la régulation financière.

Améliorer le fonctionnement des agences de notation

Les agences de notation n'ont pas vraiment vu arriver trois des grandes crises financières de ces quinze dernières années : la crise asiatique de 1997, Enron en 2001, la crise des « *subprimes* » en 2007. Or, ces agences remplissent une mission de service public en améliorant la transparence de l'information financière, en réduisant des asymétries d'information entre les émetteurs et les instruments, en servant de référence pour l'évaluation du risque de crédit (rôle des notes données par les agences dans le modèle standard de Bâle II)...

Certes, et tous les travaux empiriques l'ont confirmé, les crises financières sont difficiles à prévoir. Essentiellement parce qu'elles changent de nature au fur et à mesure de l'analyse et de la compréhension des crises précédentes. Par hypothèse, la prochaine crise financière apparaîtra là où on ne l'attend pas, là où les mesures préventives (réglementation prudentielle des banques, des marchés financiers...) sont lacunaires. Donc, il ne faut pas jeter la pierre aux agences de notation pas plus qu'aux autres organismes en charge de l'étude préventive des risques, mais il convient d'améliorer leur fonctionnement sur un certain nombre de points.

■ Renforcer la transparence des agences

La crise des « *subprimes* » a soulevé de manière frontale la question de la traçabilité des risques. Elle va remettre en cause pendant quelque temps – quelques mois ? en tout cas pas plus de deux ou trois ans – la complexité financière, incitant les banques et leurs clients à privilégier des produits financiers basiques, dotés d'une grande transparence et d'une bonne traçabilité des risques.

Par-delà ce mouvement naturel de court terme de report vers la simplicité (*flight to simplicity*), la

complexité financière reprendra assez vite ses droits, d'où une première série de recommandations à destination des agences de notation.

Ces agences se doivent d'être plus transparentes sur les modèles et méthodologies qu'elles utilisent ; et elles doivent mieux motiver les changements de note. Car l'exigence de transparence de l'information, au cœur de la finance mondiale depuis Enron, ne se divise guère. Les agences de *rating* seraient mal placées pour la requérir de la part de leurs clients et ne pas, elles-mêmes, jouer le jeu de la transparence.

Pour mieux traiter et valoriser des produits financiers complexes, les agences de notation doivent se doter des outils et du personnel adéquats. Il faut, par exemple, suivre de près le *turnover* des analystes, trop élevé dans certains cas pour leur permettre d'acquérir l'expérience indispensable à la connaissance et à l'évaluation des risques sur des instruments financiers complexes.

Il est nécessaire que les agences de notation intègrent en particulier dans leurs évaluations le risque de liquidité et les risques opérationnels à côté des risques de crédit. La crise des « *subprimes* » montre l'étroite connexion entre risques de crédit et risques de liquidité, et l'importance (et la difficulté) de cerner ces derniers. Cette crise suggère qu'il est difficile de modéliser et prévoir le risque de liquidité qui relève de discontinuités (la liquidité disparaît d'un seul coup !). Malgré tout, les agences de notation doivent, comme les banques elles-mêmes, s'y atteler.

■ Réduire certains conflits d'intérêts

◆ Qui doit payer les notations ?

Aujourd'hui, dans le cas – très majoritaire – des notations sollicitées par les émetteurs, ce sont ces derniers qui paient. Le conflit d'intérêts peut provenir de la relation de long terme entre l'agence et son client, conduisant la première à retarder ou éviter même une dégradation de la note de ce dernier.

Plusieurs propositions ont été avancées pour sortir d'un tel conflit d'intérêts, potentiellement nuisible à la transparence et à l'évaluation des risques. Une première proposition consiste à faire payer la notation par les investisseurs, et non plus par les émetteurs. Cette proposition se heurte au caractère de bien collectif de la notation : chaque investisseur voudrait avoir accès à l'information donnée par la note sans en payer le prix. Une autre piste consisterait à financer les agences de notation sur fonds publics, mais elle déboucherait sur des formules de nationalisation de fait ou de droit qui n'ont aucun sens aujourd'hui. D'autres évoquent une variante de la formule actuelle : les émetteurs paieraient les services de la notation à un *pool* mis en place par les agences mais géré indépendamment d'elles, qui choisirait lui-même l'agence de notation affectée à chaque émetteur. L'intermédiation ainsi créée par le *pool* atténuerait la relation commerciale directe entre l'agence et le client, donc le risque de conflits d'intérêts. Mais, ce faisant, elle a deux inconvénients : d'une part, éloigner le client de l'agence de notation, alors qu'il faut en fait mieux les faire travailler ensemble ; d'autre part, alourdir les coûts de la notation par l'intervention du niveau supplémentaire constitué par le *pool*. C'est pourquoi, en l'état du débat, le *statu quo* – à savoir le paiement de la notation par les émetteurs – semble préférable.

◆ Comment tarifier la notation ?

Le système actuel de tarification incite les agences à « faire du volume » puisque leurs recettes sont directement proportionnées au montant des émissions notées. La recherche légitime d'un maximum de chiffre d'affaires peut, dans certains cas, se retourner contre la qualité de l'évaluation elle-même. Parmi les diverses propositions d'amendement, il faut probablement privilégier la formule de l'abonnement : chaque client d'une agence de notation lui paierait un forfait annuel couvrant une large palette de prestations. Au-delà de cette palette, s'ajouteraient des frais supplémentaires qui pourraient dépendre plus de la nature des opérations concernées que de leur montant.

◆ Comment réduire d'éventuels conflits d'intérêts à l'intérieur des agences ?

Sans que cela devienne courant, certaines agences ont pu faire prendre en charge par les mêmes professionnels la notation et des activités de conseil. L'essor des véhicules de titrisation a favorisé le mélange des genres, heureusement minoritaire. La situation actuelle n'est pas suffisamment générale ni inquiétante pour justifier des « murailles de Chine » législatives, comme celles introduites pour l'audit et le conseil, après Enron, par la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis ou la loi de sécurité financière en France. Mais le code de conduite de l'OICV, qui pose les grands principes (article 2.5 : « The credit rating agency (CRA) should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including counselling businesses, that may present conflict of interest ») devrait être renforcé sur ce point et les manquements constatés sévèrement sanctionnés.

■ Ouvrir le marché de la notation

L'industrie du *rating* est fortement concentrée. En ce qui concerne la notation financière (donc, sans parler de la notation dite extra-financière), les trois grandes agences représentent 90 % du marché mondial. Il n'existe guère d'autres industries avec un tel taux de concentration. L'arrivée de nouvelles agences comme l'américaine AM Best (spécialisée sur l'assurance et la réassurance) ou la canadienne DBRS (Dominion Bond Rating Services) a introduit un vent de concurrence, sans changer réellement la donne. Le marché de la notation est peu contestable au sens de la théorie économique car les barrières à l'entrée sont élevées (nécessité d'une réputation et d'un *track record* pour démarrer, ce qui est contradictoire dans les termes).

Le faible degré de contestabilité sur le marché international du *rating* explique-t-il certains dysfonctionnements des agences de notation ? La question est légitime, mais la réponse incertaine. On peut néanmoins penser qu'un peu plus de contestabilité sur le marché obligerait les agences à plus d'efficacité

et de transparence. Dans le même temps, on voit mal le rôle que pourraient jouer les pouvoirs publics face à cette exigence.

Sur un autre plan, les Européens devraient et pourraient mieux équilibrer certaines prérogatives américaines. Depuis 2006, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) remplit en matière de notation une fonction de régulation au plan mondial puisqu'elle a le monopole de fait de la labellisation des agences (label NRSRO pour *Nationally recognized statistical rating organization*). À la fin de 2007, la SEC avait labellisé sept agences de *rating* dont bien sûr les trois grandes. La reconnaissance par la SEC possède une extraterritorialité complète. Même si l'agence à capitaux européens (français en l'espèce), Fitch, est encore loin des parts de marché de Moody's ou de Standard & Poor's, l'instauration d'un label européen comporterait des avantages. Sans aucun doute, l'existence d'un tel label n'aurait pas, par elle-même, évité les défaillances enregistrées lors de la crise des « *subprimes* ». Mais elle contribuerait à un meilleur équilibre États-Unis/Europe sur le marché du *rating*.

Un tel label européen pourrait être donné par le CESR (*Committee of European Securities Regulators*). Aujourd'hui, ce comité européen des régulateurs financiers nationaux, de niveau 3 dans le cadre du processus Lamfalussy, ne dispose d'aucune compétence décisionnelle. On pourrait, à condition de lever les réticences de certains partenaires européens, conférer au CESR le pouvoir de labelliser les agences de notation dans l'espace du marché unique. Cela irait dans la direction des propositions de T. Padoa-Schioppa de décembre 2007.

■ « Durcir » le code de bonne conduite

Le code de bonne conduite des agences de notation arrêté en décembre 2004 dans le cadre de l'OICV pose les grands principes répartis en trois axes :

- la qualité et l'intégrité du processus de notation ;
- l'indépendance des agences et la nécessité d'éviter les conflits d'intérêts ;

- les responsabilités des agences vis-à-vis des émetteurs comme des investisseurs.

On ne peut bien sûr qu'approuver ces axes. À la lumière de la crise des « *subprimes* », il va falloir « durcir » ce code de conduite sur l'exigence accrue de transparence de la part des agences et sur les conflits d'intérêts. Par hypothèse, un code de conduite demeure d'application facultative. Comment s'assurer du respect effectif des règles du jeu ? Le communiqué après le sommet en janvier 2008 à Londres des quatre pays européens du G7 pose directement la question de l'effectivité des solutions de marché et des codes de conduite lorsqu'il demande « [...] *des améliorations dans le contenu de l'information relative aux notations afin d'accroître la connaissance des investisseurs quant aux risques associés aux produits structurés, et des actions visant à traiter les conflits d'intérêts pour les agences de notation. Tout en préférant des solutions de marché telles qu'un amendement au code de conduite de l'OICV, si les acteurs du marché s'avèrent inaptes ou réticents à traiter rapidement ces problèmes, nous sommes prêts à considérer les alternatives réglementaires [...]* ». Du point de vue de l'effectivité, paradoxalement, les Américains sont mieux placés que les Européens. En effet, face à des manquements manifestes au code de conduite, la SEC aurait toujours la possibilité de remettre en cause le label NRSRO accordé à tel ou tel déviant. On trouve ici un argument de plus en faveur d'un label européen décerné par exemple par le CESR.

Adapter la réglementation prudentielle des banques

La crise inachevée des « *subprimes* » pose déjà un certain nombre de questions relatives à la réglementation prudentielle des banques. Faut-il mettre en place des standards internationaux de liquidité ? Quelle rétroaction de la crise sur le dispositif Bâle II à peine entré en vigueur ? Plus généralement, peut-on atténuer le caractère procyclique de la réglementation prudentielle ?

■ Des standards internationaux de liquidité ?

Le Comité de Bâle, dès sa création, avait travaillé parallèlement sur la solvabilité et la liquidité, mais autant le premier thème a été couronné de succès avec la mise en place de Bâle I puis de Bâle II, autant le second n'a, concrètement, débouché sur aucun exercice de coordination internationale. Pas plus d'ailleurs de coordination sur la liquidité bancaire dans le marché unique européen : sur les vingt-sept membres de l'Union européenne (UE), les deux tiers ont mis en place une réglementation sur la liquidité, très variable d'un pays à l'autre. En France, le règlement 88-01 du CRBF (Comité de la réglementation bancaire et financière) de février 1988 impose aux établissements de crédit de présenter à tout moment un coefficient de liquidité au moins égal à 100 % et de calculer des « ratios d'observation ». Le coefficient de liquidité résulte lui-même de calculs très complexes du numérateur et du dénominateur. Cette réglementation prudentielle, officiellement encore en vigueur, a assez mal vieilli à la différence du règlement 97-02 du CRBF sur le contrôle interne plusieurs fois modifié. En particulier, notre coefficient de liquidité a été conçu à partir d'une vision classique de la banque, avant l'essor des activités de marché des banques et de la titrisation.

Les fondements micro et macroprudentiels en faveur de ratios de liquidité ne manquent pas : protection des déposants, prévention des risques systémiques, volonté de compléter les moyens de sauvetage ultimes représentés par l'assurance des dépôts et l'intervention des banques centrales comme prêteurs de dernier ressort... La théorie et l'expérience suggèrent que l'autorégulation des banques en matière de liquidité ne suffit pas, et qu'elle suffit d'autant moins que la liquidité est une variable binaire (elle existe ou non), capable de fondre comme neige au soleil en liaison avec un retournement brutal des anticipations. Les historiques et les modèles stochastiques construits à partir d'eux sont probablement plus difficiles à construire que pour les risques de crédit ou les risques de marché, mais ce point mériterait d'être approfondi.

Le Comité de Bâle, déjà saisi du dossier, est effectivement la bonne enceinte pour la coordination internationale, comme il l'a été pour le ratio de solvabilité. Mais cela ne doit pas empêcher l'UE de se pencher aussi sur la question. Le Comité de Bâle doit affiner les concepts, les modélisations, les simulations, les « tests », l'optique des VaR (*value at risk*), etc., pour la liquidité. Il faut prendre le temps de l'analyse et des simulations empiriques, rejoignant ainsi les conclusions de Charles Goodhart : « *Avant de nous précipiter pour entreprendre une action normative exigeant des banques le respect de certains principes de gestion de la liquidité, un important travail de recherche doit être mené à bien pour définir la méthode de mesure de la transformation d'échéances, l'objectif étant de la réduire à une échelle unique (comme dans le cas de la VaR pour le risque de marché des banques).* »

D'ici là, il faudra intégrer plus qu'avant les considérations de liquidité dans le « toilettage » de Bâle II. Cela se justifie d'autant plus que les considérations de solvabilité et de liquidité sont fortement interdépendantes. Accorder plus de poids qu'auparavant au risque de liquidité concerne en fait les trois piliers de Bâle II : la définition même du ratio de solvabilité (pilier 1), l'exercice de la supervision bancaire (pilier 2) avec une attention croissante à apporter dans cet exercice à la liquidité, la « discipline de marché » (pilier 3) puisque les banques devront être plus transparentes sur leur situation de liquidité.

■ Conséquences de la crise pour le dispositif Bâle II

Bâle II est devenu obligatoire pour les établissements de crédit dans l'UE depuis janvier 2008. Les États-Unis doivent en principe le mettre en vigueur pour leurs grandes banques internationales à compter de janvier 2009. Il ne faudrait surtout pas chambouler, dans la précipitation, un dispositif réglementaire à peine entré en application et qui a demandé depuis quatre/cinq ans beaucoup d'efforts (et de coûts) pour adapter les systèmes d'information et de contrôle, recruter le personnel adéquat, construire des modèles internes et réaliser des simulations et des *stress tests*, etc.

Par ailleurs, les risques liés aux procédures de titrisation sont mieux pris en compte que dans Bâle I. Par exemple, Bâle II définit avec précision les critères qui, dans une opération de titrisation, permettent de juger du caractère effectif du transfert du risque de crédit d'une banque vers un autre opérateur.

Même s'il ne faut pas rajouter une instabilité réglementaire à l'instabilité financière actuelle, plusieurs pistes d'amélioration sont déjà explorées. Celles relatives à la liquidité ont été traitées plus haut. Nous en évoquons quatre autres :

- le traitement prudentiel des « lignes de substitution » (*back up lines*) par lesquelles les banques s'engagent à racheter des crédits qu'elles auraient titrisés n'est pas adapté ; aujourd'hui, sous Bâle II, ces lignes sont des engagements pondérés à 20 % alors que l'expérience de la disparition rapide de la liquidité sur certains marchés ces derniers mois devrait conduire à une pondération supérieure ;

- il faudra, sans se précipiter, tirer les implications de la crise des « *subprimes* » pour revoir si nécessaire le paramétrage des modèles standards de Bâle II (pour les risques de crédit pour lesquels les notations externes des agences de notation et des organismes d'assurance crédit jouent un rôle essentiel, mais aussi pour les risques opérationnels), ainsi que le calibrage des modèles internes (tant pour les modèles de base que pour les internes avancés) ;

- avant la crise des « *subprimes* », le contenu des piliers 2 et 3 de Bâle II paraissait un peu général et imprécis ; avec la crise, l'ambition du pilier 2 (améliorer la supervision bancaire) et l'exigence du pilier 3 (renforcer, de la part des banques, la « discipline de marché » et la transparence de l'information) sont renforcées ;

- l'intégration des systèmes bancaires et financiers ainsi que le jeu croissant des effets de contagion poussent à améliorer la supervision et le contrôle bancaires sur une base consolidée ; des progrès ont été faits dans ce sens en Europe depuis deux/trois ans ; ils doivent être prolongés.

■ Atténuer, sans prétendre la supprimer, la procyclicité des normes

Dans les récents dispositifs de réglementation ou d'information, tout, ou presque tout, est procyclique, c'est-à-dire accentue les fluctuations de l'économie à la hausse comme à la baisse. Cela vaut pour Bâle II, avec des pondérations sur les engagements bancaires directement indexées sur le risque de crédit constaté – donc sur l'activité économique –, comme pour l'intervention des agences de notation ou les nouvelles normes comptables, le principe de la *fair value* introduisant par hypothèse de la procyclicité.

Il faut rappeler que cet inconvénient majeur de la procyclicité, dans un monde déjà passablement instable, est aussi la contrepartie de progrès indiscutables. L'essor de modèles internes dans lesquels prime la réalité du risque de crédit est l'innovation principale de Bâle II ; et il ne faudrait en aucune façon la remettre en cause. De même, souligner des effets latéraux négatifs de la *fair value*, ce n'est pas indirectement faire un plaidoyer pour le retour à une comptabilité aux prix historiques. Si cette dernière a été progressivement délaissée, c'est qu'il y avait de bonnes raisons de le faire... Comment atténuer les inconvénients de la *fair value* et du *mark-to-market* ? Comment pratiquer, à défaut du marché, le *mark-to-model* avec pragmatisme et de façon raisonnable sans réhabiliter des méthodologies rejetées pour de bonnes raisons ?

Le défi est devant nous mais il pourra être un peu plus facile à relever pour les normes comptables (cf. l'élargissement des exceptions au principe de la *fair value*) que pour les normes prudentielles car la dimension partiellement procyclique de Bâle II est connue et analysée depuis longtemps sans qu'aucune parade sérieuse n'ait été avancée.

Autres implications

■ La transparence de l'information sur les produits financiers

Les leçons des Sicav monétaires dynamiques

En France, la crise des « *subprimes* » a commencé avec la mauvaise surprise des OPCVM – Organismes de placement collectif en valeurs mobilières – (Sicav et fonds) monétaires dynamiques, certains établissements ayant même été obligés en août 2007 de suspendre les rachats, donc la liquidité, sur certains d'entre eux. Visiblement, certains investisseurs – institutionnels (caisses de retraite...) comme individuels – n'avaient pas perçu les risques sur ces instruments financiers et les réseaux prescripteurs s'étaient bien gardés d'explicitier les deux/trois lignes relatives à de tels risques dans les notices d'information. De cet épisode malencontreux, je tire deux leçons complémentaires pour l'avenir.

Premièrement, les régulateurs financiers doivent améliorer leurs classifications des produits financiers. Ainsi, en France, l'Autorité des marchés financiers (AMF), qui a déjà révisé à plusieurs reprises sa typologie des OPCVM, doit encore l'affiner en ajoutant le risque de liquidité dans les critères de cette typologie.

Deuxièmement, les réseaux prescripteurs (banques, sociétés d'assurances...) et les commerciaux dans ces réseaux doivent absolument se référer à la classification des OPCVM faite par le régulateur financier. Les Sicav monétaires dynamiques ont été vendues comme telles par les réseaux alors qu'elles ne correspondaient à aucune catégorie de l'AMF. Que le vendeur utilise sa propre terminologie sans doute, mais que, au moins, il indique aussi clairement que possible aux investisseurs le degré de risque tel qu'évalué par le régulateur.

■ Comblent certains « trous » de la réglementation financière

Même si les fonds, sous toutes leurs formes, ne sont pas à l'origine de la crise des « *subprimes* », cette

crise soulève à nouveau la question de leur éventuelle régulation. Comme pour les agences de notation, la réponse adéquate relève d'un code de conduite pour les fonds souverains, d'une régulation indirecte pour les *hedge funds* (réglementation prudentielle des contreparties de ces fonds pour les diverses opérations les concernant)...

Le projet de code de conduite pour les fonds souverains proposé au début de 2008 par l'OCDE et le FMI met l'accent sur des thèmes désormais bien identifiés et consensuels du côté des pays receveurs, même si l'accord de certains pays émetteurs de fonds souverains sera plus incertain : la gouvernance des fonds, la transparence de leurs politiques d'investissement, le principe de réciprocité dans l'ouverture aux capitaux extérieurs... Le problème sera moins d'obtenir un consensus sur ces grands principes que de s'assurer de leur application effective.

■ Améliorer la gouvernance financière mondiale et européenne

L'exemple des fonds souverains – mais beaucoup d'autres également – montre que le G7/G8 n'est plus le bon format pour la concertation internationale, pour la banque et la finance, comme sur les autres sujets (commerce, environnement...). Il faut donc rapidement remplacer le G7/G8 par un G13 ou un G15 permettant d'associer comme membres de plein exercice les grands pays émergents (Chine, Inde, Brésil, Indonésie, etc.).

L'Europe est, elle aussi, confrontée à des défis de gouvernance financière.

Le processus Lamfalussy a débouché sur la mise en place de trois comités de régulateurs nationaux de niveau 3 :

- le CESR pour les régulateurs financiers ;
- le CEBS pour les banques ;
- le CEIOPS (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) pour les assurances.

Ils ont permis d'améliorer la coordination et la convergence en Europe. Faut-il aller plus loin à la lumière de la crise financière actuelle ? Les propositions

de T. Padoa-Schioppa de décembre dernier pour faire évoluer et renforcer les comités de niveau 3, et pour améliorer la supervision bancaire sur base consolidée, sont dignes d'intérêt. Sur ce dernier point, l'assurance est plutôt en avance sur la banque, car la directive Solvabilité II prévoit une supervision sur base consolidée adaptée au caractère transfrontalier de nombreux groupes. Dans l'idéal, à marché unique, régulateur unique. Mais, puisque de nombreux pays membres ne sont pas prêts à accepter l'idée d'un régulateur unique (par secteur d'activité) pour des raisons

de souveraineté nationale, il faut sans aucun doute donner une nouvelle impulsion au processus Lamfalussy.

Note

1. Ce texte reprend certains passages du rapport sur « *Innovations financières et instabilité financière* » préparé par P. Artus, J.P. Betbèze, Ch. de Boissieu et G. Capelle-Blancard pour le CAE.