

L'Europe régule la finance à reculons

Décidée à faire taire les critiques dénonçant la paralysie de ses institutions, l'Europe s'est appliquée à présenter promptement une réponse politique à la crise financière. Depuis janvier 2009, elle a déjà adopté un premier paquet de réformes et prévoit d'entériner un second d'ici la fin de l'année. Néanmoins, si la réactivité des autorités européennes fut encourageante, il y a lieu de s'inquiéter du contenu des réformes adoptées.

Il est vrai que, dès le départ, le ver était dans le fruit. En effet, pour élaborer ses propositions de directives en matière de régulation financière, la Commission européenne (CE) s'est appuyée sur les recommandations formulées en février dernier par un groupe de "sages" présidé par Jacques de Larosière – ancien gouverneur de la Banque de France et ancien directeur général du Fonds monétaire international. Or, sur les huit membres qui composent ce comité nommé par la Commission, quatre sont directement impliqués dans la crise financière par leurs fonctions dans des groupes bancaires : Rainer Masera (Lehman Brothers), Otmar Issing (Goldman Sachs), Jacques de Larosière (BNP Paribas) et Onno Ruding (CitiGroup)¹. Autrement dit, comme le note l'association Attac France² : c'est aux responsables de la crise actuelle que la CE a demandé les solutions pour en sortir !

EN MATIÈRE DE RÉGULATION FINANCIÈRE, L'UNION EUROPÉENNE NE CHÔME PAS. LES PAQUETS DE DIRECTIVES SE SUCCÈDENT. MAIS C'EST LA FRILOSITÉ QUI EST AU RENDEZ-VOUS, APPUYÉE PAR LES LOBBYS FINANCIERS QUI VEILLENT AU GRAIN.

/ Gaspard Denis
Chargé de recherche au CNCD-11.11.11

UN PREMIER PAQUET DE RÉFORMES DÉJÀ ADOPTÉ

Pas étonnant, dès lors, que le premier volet de réformes élaboré par la CE et adopté par le Parlement européen et le Conseil en avril et mai derniers soit d'une portée si limitée. Deux directives en particulier retiennent l'attention.

La première porte sur la régulation des agences de notation – qui sont censées évaluer la solidité des produits financiers ainsi que celle de leurs émetteurs. La crise a effet mis en évidence les conflits d'intérêts que génère leur mode de rémunération. En effet, celles-ci sont rémunérées par le client qui sollicite la notation. Cela explique pourquoi elles n'ont pas hésité à accorder des notes excellentes à des produits titrisés³ qui se sont révélés par la suite particulièrement toxiques.

Afin d'éviter à l'avenir d'éventuels conflits d'intérêt, les autorités

européennes ont donc décidé de soumettre les personnes responsables de l'approbation des notations à un mécanisme de rotation. Une telle mesure est néanmoins insuffisante. En effet, seule la création d'une agence publique de notation au niveau européen semble la solution la plus adéquate pour lutter efficacement contre les conflits d'intérêts⁴.

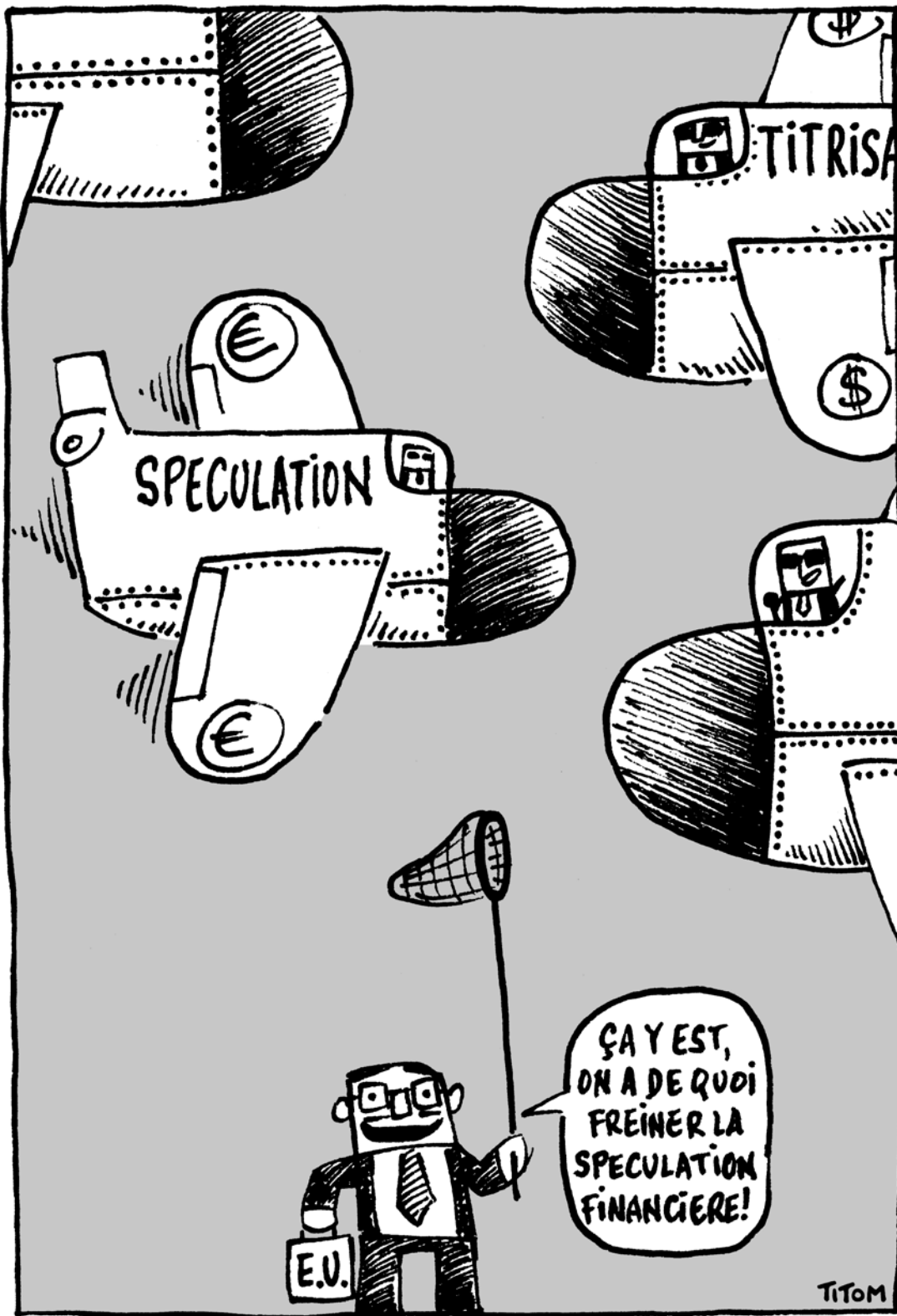
La deuxième réforme adoptée concerne la révision de la directive dite "fonds propres réglementaires" (en anglais "Capital Requirements Directive", ou CRD). Adoptée en juin 2006, la CRD – transposition européenne des Accords de Bâle II – vise à contraindre les banques à mettre en réserve une partie de leurs fonds propres⁵ afin de couvrir les risques liés aux crédits qu'elles distribuent. La crise financière a néanmoins révélé que, grâce à la technique de la titrisation, les banques peuvent se soustraire aisément à ces exigences de fonds propres. En effet, en se

défaissant de leurs crédits et en les vendant sous la forme de titres financiers, les banques peuvent continuer à émettre des prêts en quantité gigantesque en l'absence de toute supervision – puisque les créances titrisées n'apparaissent plus dans leur bilan.

C'est précisément pour mieux contrôler les opérations de titrisation des banques que la CRD a été amendée en mai dernier par le Parlement européen et le Conseil. Néanmoins, le dispositif privilégié à cet effet⁶ est bien trop faible pour limiter efficacement l'utilisation de cette technique financière. Seule une restriction drastique de la part titrisable des portefeuilles de crédit des banques (pas plus de 5 % par exemple) constituerait une option crédible à ce sujet.

QUI VEUT RÉGULER LES HEDGE FUNDS ?

A côté des directives déjà entérinées, quatre autres réformes ont



été initiées par la Commission européenne et devraient être adoptées d'ici la fin de l'année.

Une première proposition de directive vise à mieux encadrer l'activité des fonds spéculatifs (hedge funds). La crise a en effet mis en lumière le risque qu'ils font peser sur la stabilité des marchés financiers, principalement en raison de leur utilisation intensive de "l'effet de levier".

Cette stratégie d'investissement consiste à mobiliser, à côté de son propre argent, des sommes empruntées aux banques pour se lancer dans des opérations spéculatives. Autrement dit, l'effet de levier permet aux hedge funds de démultiplier les gains potentiels de leurs placements. Cependant, lorsque leurs paris spéculatifs tournent mal, ils peuvent mettre en difficulté les banques qui leur ont prêté de l'argent.

Afin de limiter les capacités d'endettement des hedge funds, le projet de directive de la CE envisage de contraindre ces derniers à garantir une couverture minimale en fonds propres de leurs investissements. Néanmoins, le ratio de fonds propres proposé par la Commission est bien trop faible (0,02 %) pour limiter de façon effective l'ampleur de l'effet de levier possible pour les fonds spéculatifs. La réglementation proposée par la

CE comprend également d'autres écueils. En particulier, elle exempte les fonds inférieurs à 250 millions d'euros de toute obligation en matière de transparence ou d'enregistrement auprès des autorités de supervision. Or, un tel seuil est bien trop élevé car il permettrait à de trop nombreux fonds de rester en dehors du champ d'application de la directive. En outre, cette dernière n'envisage aucune restriction à l'accès au marché européen pour les hedge funds localisés dans des paradis fiscaux. Enfin, elle n'inclut aucune disposition relative à la taxation des profits de ces fonds.

FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE

La deuxième réforme en cours de négociation au niveau européen concerne la révision de la directive sur la fiscalité de l'épargne. Adoptée en 2003, cette directive a pour objectif de lutter contre l'évasion fiscale. Plus précisément, elle veille à ce que les intérêts payés dans un État membre de l'UE en faveur d'un résident d'un autre État membre soient imposés conformément à la législation fiscale du pays dans lequel le bénéficiaire⁷ a sa résidence fiscale.

Afin d'atteindre cet objectif, la Directive prévoit la création d'un système automatique d'échange d'informations concernant les revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêts. Toutefois, la Belgique, l'Autriche et le Luxembourg ont été autorisés à appliquer, durant une période transitoire, un régime de retenue à la source (retenue d'un impôt lors du paiement des intérêts), et en partageant les recettes avec l'État membre de résidence du bénéficiaire effectif – plutôt que de fournir des informations.

Le champ d'application de la directive ne se limite pas seulement aux 25 États membres, mais s'étend également aux revenus d'intérêts perçus dans les territoires dépendants ou associés (Jersey, Ile de Man...) et dans certains →

→ pays tiers (comme la Suisse, Monaco...), et ce sur la base d'accords conclus individuellement avec ces pays⁸.

Appliquée dans les Etats membres depuis 2005, la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne n'a cependant pas engendré les résultats escomptés. Cela provient essentiellement du fait qu'il est relativement facile pour les personnes physiques de contourner les règles en transférant, par exemple, des revenus placés sur un compte d'épargne classique dans une banque vers une fondation ou un trust⁹ (c'est-à-dire des entités ou constructions juridiques qui ne sont pas taxées). De même, l'utilisation d'instruments financiers innovants plutôt que d'un compte

d'épargne peut également permettre de contourner la directive.

Consciente de l'existence de tels écueils, la CE a proposé en novembre 2008 des amendements à la directive sur la fiscalité de l'épargne. Ces derniers visent pour l'essentiel à élargir le champ d'application de la directive à des personnes morales (fondations, trusts, etc.) ainsi qu'à d'autres sources de revenus financiers (et plus uniquement les revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts). Ces propositions de modification vont certes dans le bon sens. Néanmoins, la proposition présente encore de nombreuses lacunes et imprécisions qui peuvent être aisément exploitées pour contourner les

nouvelles dispositions de la directive. Il est dès lors impératif que le conseil ECOFIN (censé conclure un accord politique sur ce dossier fin de cette année) décide d'étendre la liste des juridictions ainsi que celle des entités et constructions juridiques qui sont concernées par la directive.

SURVEILLANCE FINANCIÈRE

La troisième réforme en cours vise à renforcer la surveillance financière en Europe. À ce sujet, la Commission a présenté en mai dernier une communication qui propose "de réformer en profondeur l'architecture actuelle des comités chargés des services financiers en créant un Conseil européen du risque systémique (CERS) et un système européen de surveillance financière (SESF)..."¹⁰. Plus précisément, le CERS serait chargé de surveiller et d'analyser les risques pesant sur la stabilité du système financier européen dans son ensemble (surveillance macroprudentielle). Quant au SESF, il aurait pour mission de surveiller les établissements financiers eux-mêmes ("surveillance microprudentielle") et serait constitué d'un réseau étroit d'autorités nationales de surveillance financière travaillant en interaction avec les nouvelles autorités européennes de surveillance.

Certains experts reprochent cependant le manque d'ambition de cette nouvelle architecture de la supervision car, selon eux, elle reposerait toujours, *in fine*, sur les autorités nationales. Or, à défaut d'une harmonisation des pratiques, certains régulateurs nationaux "seront toujours tentés par une course au moins-disant réglementaire pour capter l'activité sur leurs places"¹¹.

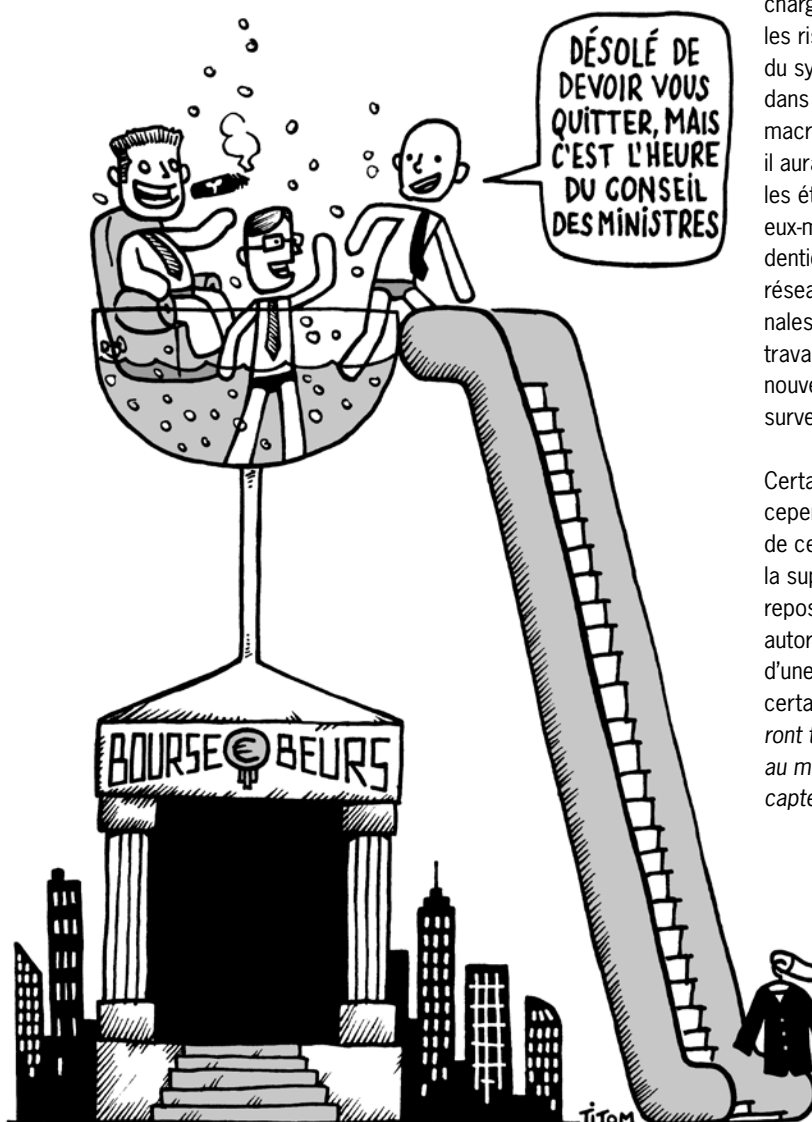
PRODUITS DÉRIVÉS

Enfin, la dernière réforme en date envisagée par la CE concerne le renforcement du contrôle des opérations sur produits dérivés¹². Créés à

l'origine pour permettre aux entreprises de se couvrir contre divers types de risques (variations inattendues de taux de change, de taux d'intérêt, du cours d'une action, du prix des matières premières etc.), ces instruments sont néanmoins utilisés essentiellement aujourd'hui par les banques ou les hedge funds pour faire des paris sur les variations futures des cours.

À tel point que les stocks des produits dérivés à l'échelle de la planète dépassent aujourd'hui les 600.000 milliards de dollars, soit l'équivalent de plusieurs années de production mondiale reposant sur du sable, du virtuel. En outre, 83 % des transactions sur produits dérivés s'opèrent de gré à gré (ou OTC, "Over the Counter"), c'est-à-dire sans le moindre contrôle.

Face à ce vide réglementaire, la Commission a adopté en juillet dernier une Communication visant à "garantir des marchés de produits dérivés efficaces, sûrs et solides"¹³. Pour ce faire, la CE propose notamment de favoriser l'usage de "chambres européennes de compensation" sur les marchés de produits dérivés et ce, afin de réduire les risques présentés par ces instruments. Une telle mesure est louable, dans la mesure où les chambres de compensation – en imposant à ceux dont la position est débitrice une obligation de mise de fond préalable¹⁴ – garantissent que ceux qui jouent sur ces marchés ont les moyens de leurs paris. Cependant, elle demeure encore extrêmement limitée pour deux raisons. Tout d'abord, la présente Communication ne vise qu'à "encourager" l'utilisation de chambres de compensation et, par conséquent, ne sera nullement contraignante pour les investisseurs opérant sur les marchés dérivés. Deuxièmement, les preuves de solvabilité (dépôts de garantie) exigées actuellement par les chambres de compensation actives sur les marchés dits "organisés" (par opposition à ceux de gré à gré) sont bien trop faibles pour diminuer sensiblement les



prises de risques des investisseurs. Or, la Communication de la CE ne propose aucune disposition pour relever le niveau des dépôts de garantie.

MAUVAIS BULLETIN POUR L'UNION

Le bilan de la réponse européenne en matière de régulation financière est donc largement décevant jusqu'à présent. En effet, les mesures de contrôle proposées sont bien trop faibles pour permettre d'éviter à l'avenir les prises de risque excessives qui ont conduit à la crise actuelle. En outre, il est préoccupant de constater l'absence de volonté des autorités européennes de s'attaquer à la source première de la spéculation

financière, à savoir : le partage inégal des richesses¹⁵. En effet, quelle que soit son ampleur, la régulation des marchés financiers ne peut à elle seule prévenir l'émergence de nouvelles crises. Elle doit nécessairement s'accompagner de mesures visant à relever la rémunération du travail par rapport au revenu du capital. ■

1 ATTAC France, 4 mars 2009, "G20: analyse du rapport Larosière", <http://www.france.attac.org/spip.php?article9627>

2 Idem
3 Pour rappel, la titrisation est une technique financière qui permet à un établissement financier de transférer le risque de non-remboursement d'un crédit en le transformant en produit financier complexe négociable sur le marché.

4 Financée via une taxe sur les profits générés par les émetteurs de titres financiers,

l'agence publique européenne de notation aurait pour avantage, d'une part, de ne pas avoir pour objectif la recherche de profit et, d'autre part, de n'avoir aucun intérêt à accorder des notes trop élevées.

5 Fonds propres : fonds provenant des actionnaires qui les ont versés pour devenir copropriétaires, des bénéfices non distribués aux actionnaires et accumulés dans l'entreprise et des provisions (l'argent mis de côté en prévision des charges).

6 A savoir : une rétention d'au moins 5 % des actifs titrisés par un établissement originateur.

7 L'épargnant ; l'investisseur ;

8 ING, juillet 2005, "Épargner et investir au sein de l'Union européenne La Directive européenne sur l'épargne pour les non-résidents", http://www.ing.be/xpedio/groups/ingbe/@public/@bbl/@publications/documents/other/119311_fr.pdf

9 Le trust est un véhicule de droit anglo-saxon qui permet à son bénéficiaire – en principe imposable – de ne pas révéler son identité lors de l'ouverture du compte ;

10 CE, Bruxelles, le 27 mai 2009, "Services financiers : la Commission propose de renforcer la surveillance financière en Europe", <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/836&>

format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr

11. JOUYET, J.-P., 27 mai 2009, "L'Europe doit se doter de règles solides de supervision financière pour mettre un terme à l'anarchie des marchés", *Le Monde*
12 Concrètement, acheter un produit dérivé donne le droit (avec les options) ou l'obligation (avec les futures) d'acheter ou de vendre un actif dit "sous-jacent" (action, devise, pétrole etc.) à une date ultérieure, mais à un prix fixé aujourd'hui. Pour plus d'informations à ce sujet, voir : DENIS, Gaspard, février 2009, "La finance décomplexée : 10 propositions pour s'en débarrasser", <http://www.cncd.be/IMG/pdf/AlternativesFinance-EtudeCncd2009.pdf>

13 CE, 3rd July 2009, "Financial services : Communication outlines ways to strengthen the safety of derivatives markets", <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1083&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=fr>

14 Cette mise de fond, préalable est appelée "dépôt de garantie", soit un versement préalable de + ou - 3 % de la valeur du contrat visant à prouver une certaine liquidité de l'intervenant contractant une opération dérivée

15 HUSSON, M., 2008, "Le capitalisme toxique", <http://hussonet.free.fr/toxicap.pdf>

L'AGENDA DE L'UE EN MATIÈRE DE RÉGULATION FINANCIÈRE

Domaines de réforme	Stade de la procédure législative	Dispositions principales	Prochaines étapes	Amendements à exiger
Agences de notation de crédit (ANC)	Directive adoptée le 23 avril 2009	- Rotation des analystes en charge de l'attribution des notations ;	- Rapport de la CE sur l'application de la directive prévu avant 2010 ;	- Créer une agence publique de notation au niveau européen ;
Secteur bancaire	Directive CRD adoptée en mai 2009	- Rétention de 5 % des actifs titrisés par un établissement originateur ;	- CE mandatée par le Parlement pour présenter avant fin 2009 une proposition d'augmentation du taux de rétention ;	- Augmenter drastiquement le taux de rétention exigé pour limiter les pratiques de titrisation ; - Augmenter les exigences de fonds propres à l'égard des banques ;
Hedge Funds (HF)	Proposition de directive déposée par la CE le 29 avril 2009	- Ratio de fonds propres (0,02 %) imposé aux fonds spéculatifs pour limiter l'ampleur de l'effet de levier ; - Obligation d'enregistrement pour les managers européens de fonds de plus de 250 millions EUR auprès des autorités de supervision ;	- Proposition de directive soumise à l'examen du Parlement ;	- Augmenter les ratios de fonds propres imposés aux fonds spéculatifs ; - Refuser l'accès au marché européen pour les HF localisés dans des paradis fiscaux ; - Taxer les profits des HF
Fiscalité de l'épargne	Proposition de modification de la directive déposée par la CE en novembre 2008	- Elargissement du champ d'application de la directive à des personnes morales (fondations, trusts, etc.) ainsi qu'à d'autres sources de revenus financiers ;	- Un accord politique sur la fiscalité de l'épargne devrait être adopté par le Conseil durant l'automne 2009 ;	- Poursuivre l'extension de la liste des juridictions ainsi que celle des entités et constructions juridiques concernées par la directive ;
Surveillance financière	Communication adoptée en mai 2009 par la CE	- Réforme de l'architecture des comités chargés des services financiers, via la création du CERS et du SESF ;	- Des propositions législatives (basées sur la Communication) seront déposées par la CE durant l'automne 2009.	- Approfondir l'harmonisation des pratiques des régulateurs nationaux au niveau européen ;
Marché des produits dérivés	Communication adoptée en juillet 2009 par la CE	- Encourager l'utilisation de chambres de compensation européennes sur les marchés de produits dérivés ;	- Des propositions législatives (basées sur la Communication) seront déposées par la CE durant l'automne 2009.	- Imposer aux intervenants opérant sur les marchés de dérivés des dépôts de garantie élevés ;