TRADE UNION ADVISORY COMMITTEE
TO THE ORGANISATION FOR ECONOMIC
COOPERATION AND DEVELOPMENT
COMMISSION SYNDICALE CONSULTATIVE
AUPRÈS DE L'ORGANISATION DE COOPÉRATION
ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

RETOUR À LA RÉGLEMENTATION SUITE À LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE

DOCUMENT D'ORIENTATION, NOVEMBRE 2008

Résumé 1

La crise 3

La finance structurée et l'illusion de la répartition des risques 4

Banque d'affaires, conglomérats et coût de l'arbitrage réglementaire 7

Court-termisme et gouvernance actionnariale de l'entreprise 8

La gestion de la crise par les gouvernements 10

Le plan de sauvetage américain et ceux des autres gouvernementsde l'OCDE 10

Une crise financière qui tourne au politique 12

Re-réglementer au nom de l'économie réelle 13

Enjeux et questions pour une réglementation future 14

Consolider la coopération internationale et les systèmes de garanties financières 15

Diversifier la finance et protéger les objectifs de développement social 17

Répandre la responsabilité tout au long de la chaîne d'investissement 19

Résumé

1 La dernière phase de la crise financière apparue à l'été 2007 a pris un tournant dramatique à la mi-septembre avec la chute brutale de Wall Street et du groupe d'assurance américain AIG et le processus de destruction d'actifs qui s'en est suivi dans le secteur bancaire de l'OCDE. Selon les prévisions de l'OCDE, il est maintenant certain que les Etats-Unis et l'Europe seront en récession en 2009 alors que les économies japonaise et coréenne stagneront. L'OIT prévoit une hausse du nombre de chômeurs estimée à 20 millions, des travailleurs pauvres vivant avec moins d'un dollar par jour à 40 millions, de ceux vivant avec deux dollars à 100 millions. La chute des indices boursiers se répercutera inévitablement sur le financement des retraites par capitalisation, notamment aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans les pays nordiques, au même titre que l'implosion attendue du secteur des fonds alternatifs en 2009 – *hedge funds* et *private equity* – dans lesquels les fonds de pension ont investi massivement au cours des cinq dernières années.

2 La crise économique en cours prend source aux Etats-Unis par la conjonction d'une crise du logement, d'une crise du marché du crédit et, de plus en plus, d'une crise de l'emploi. L'élément déclencheur a été le modèle de croissance insoutenable qui a prévalu dans les économies de l'OCDE ces dix dernières années, particulièrement aux Etats-Unis : un modèle qui était fondé non pas sur l'économie réelle et la croissance des salaires en ligne avec les gains de productivité, mais sur la consommation et l'investissement financés par la dette et le taux d'endettement excessif du secteur privé.

3 Ni les gouvernements, ni les banques centrales n'ont anticipé la bulle qui se formait sur le marché du logement américain jusqu'en 2006 et qui a fini par imploser au premier trimestre 2007. L'entrée en crise s'est alors accé-

lérée quand la complexité de la finance structurée combinée aux règles pro-cycliques comptables et la rigidité des règles prudentielles ont créé un processus d'autodépréciation des actifs au cours des douze derniers mois.

4 Les régulateurs et les gouvernements se sont contentés de laisser l'industrie de la finance structurée se développer en dehors de leurs juridictions. La finance structurée est fondée sur l'idée selon laquelle la répartition des risques permet de réduire les risques, réduire le coût du capital et ainsi stimuler la croissance économique. Elle entretenait l'illusion du risque faible, d'un capital *low-cost*. Etant gérés par des investisseurs « sophistiqués » pas de réglementation s'imposait pour les régulateurs. Et pourtant, la finance structurée est devenue un véritable casse-tête pour ces derniers. La logique du moins disant a contribué à brouiller les pistes entre services financiers réglementés et non-réglementés. Les transactions hors bilan ont permis aux banques et aux groupes d'assurance de pratiquer la double comptabilité.

5 La crise actuelle montre la menace que représente le modèle actionnarial de gouvernance des entreprises pour l'intégrité des marchés à l'instar de l'épisode d'Enron en 2001-2002. les banques qui ont été touchées par la crise étaient dirigées par des « PDG impériaux » qui n'avaient aucun contre-pouvoir au conseil d'administration et n'avaient pas de procédure de gestion du risque adéquate en place. Les dirigeants et les traders sur le départ ont bénéficié de rémunérations et de parachutes dorés de manière indécente. L'argent qui a été gaspillé lors du récent cycle de croissance 2003-2006 dans des dividendes et des programmes de rachat d'actions généreux manque cruellement alors que les banques ont besoin d'argent frais pour recapitaliser leurs bilans.

6 Pendant des mois, les banques se sont efforcées de nettoyer leurs bilans en dépréciant leurs actifs et en levant de nouveaux capitaux pour maintenir des ratios prudentiels convenables. Les organisations internationales, dont l'OCDE, s'attendaient à une « autocorrection par les marchés ». Cela ne s'est pas passé de cette manière. La seule issue était de solliciter le contribuable. Depuis le 15 septembre 2008, les gouvernements de l'OCDE et les autorités financières ont multiplié les initiatives pour tenter de gérer la crise de solvabilité et recapitaliser le système financier. Au regard de ces initiatives, la coopération internationale pour gérer des catastrophes de cette ampleur n'en sort pas grandie. Les gouvernements ont manifestement été en retard d'un cran à chaque étape de la crise. Dans la suite immédiate des mesures d'urgence, une coopération et un dialogue politique au niveau international doivent être engagés pour satisfaire aux nécessaires contreparties au sauvetage du système financier. La re-réglementation doit s'attaquer aux défauts du système financier international, qui ont été mis en évidence par la crise actuelle :

- *Un modèle de croissance insoutenable,* alimentant la compression des salaires, les prêts rapaces, une consommation financée par la dette et le transfert des risques du marché sur le dos des salariés (retraites, logement) ;
- *Une industrie de la 'finance structurée' incontrôlable* dans laquelle les risques du crédit n'étaient pas dispersés mais bien cachés : un système dans lequel la réglementation faisait défaut, était minée par les conflits d'intérêt et qui, une fois combinée à des règles comptables et prudentielles rigides, a provoqué un processus d'autodestruction des actifs ;
- *Une généralisation des arbitrages réglementaires* entre juridictions et au sein même des institutions financières qui a permis de brouiller les

lignes entre systèmes bancaires réglementés et systèmes obscurs, qui a permis aux groupes financiers de pratiquer la double comptabilité par l'utilisation de transactions hors bilan et qui a encouragé des prises de risques et des stratégies de levier d'endettement irresponsables.

- *Une gouvernance actionnariale et un court-termisme des entreprises* s'attaquant à l'intégrité des marchés et aux intérêts long terme des parties prenantes. La crise a mis en évidence la médiocre gestion du risque par des conseils d'administration inefficaces ; elle a mis en évidence le gaspillage de l'argent dépensé ces dernières années dans des rémunérations de dirigeants, des dividendes par action et des programmes de rachat d'actions indécents.

7 En préalable, toute discussion sur la réglementation financière doit commencer par la fonction publique des services financiers qui est celle de servir l'économie réelle. La règlementation financière est communément associée à trois objectifs : (i) maintenir la stabilité financière en s'assurant de la solvabilité des acteurs du marché (ii) protéger les investisseurs contre les défaillances et les fraudes, et (iii) assurer des marchés financiers « efficients et efficaces ». Toute discussion sur la re-réglementation nécessite donc une clarification des objectifs liés à « l'efficacité » des marchés financiers : est-ce la croissance économique en termes absolus ou est-ce une compréhension plus qualitative de la croissance combinée à une répartition équitable de la richesse dans la société ?

> "L'élément déclencheur a été le modèle de croissance insoutenable qui a prévalu dans les économies de l'OCDE ces dix dernières années, particulièrement aux Etats-Unis : un modèle qui était fondé non pas sur l'économie réelle et la croissance des salaires en ligne avec les gains de productivité, mais sur la consommation et l'investissement financés par la dette et le taux d'endettement excessif du secteur privé".

8 Suite à la déclaration syndicale internationale de Washington en vue du sommet du G20 le 15 novembre 2008, cette contribution identifie enjeux et questions pour engager un débat syndical sur le retour à la réglementation des marchés financiers et les moyens d'y parvenir. Toutefois elle doit être replacée dans le contexte plus large d'un renouvellement de nos modèles politiques et de croissance. La Déclaration de Washington fait état de plusieurs axes de revendications à cet égard: à court terme « initier un plan de relance massif », à moyen terme « construire une nouvelle gouvernance économique mondiale » et « combattre l'explosion des inégalités de revenus qui est au cœur de cette crise ». Les enjeux mis en avant dans cette contribution sont regroupés en trois grands objectifs :

- *Consolider la coopération internationale et les systèmes de garanties financières* (redevabilité publique des banques centrales, réglementation prudentielle, conditionner l'accès aux marchés de capitaux, centres financiers offshore, personnel des administrations publiques) ;
- *Diversifier la finance et protéger les objectifs de développement social* (droit des ménages face aux organismes de prêt rapaces, finance solidaire, réglementation des retraites, taxation internationale) ;
- *Répandre la responsabilité tout au long de la chaîne d'investissements* (transferts de risque du crédit et agence de notation du crédit, fonds d'investissements privés et conglomérats, rémunération des dirigeants, court-termisme des entreprises).

La crise

9 La dernière phase de la crise financière apparue durant l'été 2007 a pris un tournant dramatique à la mi-septembre avec la chute brutale de Wall Street et du groupe d'assurance américain AIG et le processus de destruction d'actifs qui s'en est suivi dans le secteur bancaire de l'OCDE. Selon les prévisions de l'OCDE, il est maintenant certain que les Etats-Unis et l'Europe seront en récession en 2009 alors que les économies japonaise et coréenne

stagneront. L'OIT prévoit une hausse du nombre de chômeurs estimée à 20 millions, des travailleurs pauvres vivant avec moins d'un dollar par jour à 40 millions, de ceux vivant avec deux dollars à 100 millions. L'impact économique et social de la crise sera suivi de près par les syndicats. Pour sa part cette contribution traite des aspects financiers de la crise : les causes et les leçons à tirer sur la manière dont les gouvernements et les banques centrales ont réagi. Partant de là le texte propose des pistes de travail pour un retour à la réglementation.

10 La chute des indices boursiers se répercutera inévitablement sur le financement des retraites par capitalisation, notamment aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans les pays nordiques. Outre la chute du coté, les fonds de pension pourraient bien être exposés à l'implosion attendue du secteur des fonds alternatifs en 2009 – *hedge funds* et *private equity* – dans lesquels les fonds de pension ont investi massivement au cours des cinq dernières années.

11 La crise économique en cours prend source aux Etats-Unis par la conjonction d'une crise du logement, d'une crise du marché du crédit et, de plus en plus, d'une crise de l'emploi. L'élément déclencheur a été le modèle de croissance insoutenable qui a prévalu dans les économies de l'OCDE ces dix dernières années, particulièrement aux Etats-Unis : un modèle qui était fondé non pas sur l'économie réelle et la croissance des salaires en ligne avec les gains de productivité, mais sur la consommation et l'investissement financés par la dette et le taux d'endettement excessif du secteur privé. La compression des salaires a été une caractéristique clef du cycle récent de « croissance » 2002-2006 à travers l'OCDE. Aux Etats-Unis en particulier, le pouvoir de négociation des salariés américains s'est considérablement affaibli sous l'administration Bush en raison de l'hostilité des employeurs à propos de la liberté de négociation et d'association. L'endettement des ménages s'est substitué au revenu du travail dans le financement de la consommation et de l'accès au logement. Les prêts hypothécaires étaient déterminés non pas en fonction du revenu des ménages mais de la valeur spéculative du bien financé. Le système fonctionnait tant que les prix du logement augmentaient, alimentant ainsi la formation d'une bulle sur les marchés. Dans la mesure où les conditions d'octroi des prêts se sont relâchées lors de la dernière phase de la bulle en 2004-2006, des organismes de prêts hypothécaires sans scrupule en ont profité pour faire souscrire des contrats toujours plus risqués, tout en reversant le risque de défaut de paiement sur les marchés via la titrisation de la dette. Les signes d'un effondrement des marchés sont apparus durant la seconde moitié de 2006 quand le nombre des saisies et des défauts de paiement des ménages a explosé.

La finance structurée et l'illusion de la répartition des risques

12 Ce qui a accéléré la crise a été l'utilisation massive du modèle de titrisation « octroi puis cession » des transferts du risque du crédit sur les marchés mondiaux : *credit default swaps* (CDS), *collateralised debt obligation* (CDO), *collateralised loan obligations* (CLO), *asset-backed securities CDO* (ABS CDO), etc[1]. Dans le cadre de ces transferts du risque crédit,

1 Il existe plusieurs types de produits de transfert du risque crédit : (i) les CDS transfèrent aux marchés (ils « titrisent ») le risque de défaut de paiement d'une créance unique (par exemple une obligation d'entreprise) ; (ii) les CDOs titrisent un portefeuille de créances (obligations d'entreprise, prêts hypothécaires d'entreprise ou de ménages, autre créance) et le risque crédit correspondant ; (iii) les CLO sont des CDO spécifiques aux prêts avec effet de levier utilisés pour le financement des transactions de capital-investissement *leveraged*

> “Au lieu de répartir les risques, le business de la finance structurée les cachait.”

les prêts au logement – mais aussi les obligations des entreprises et la dette finançant les opérations de rachat d'entreprises par endettement *leverage buy-out* – émis par les banques sont regroupés avec d'autres créances puis 'découpés' en plusieurs tranches représentant différents niveaux d'exposition au risque crédit. Ces 'produits structurés' sont ensuite transférés du compte bilan de l'émetteur vers des placements off-shore non-réglementés puis revendus aux investisseurs institutionnels hors périmètre de toute bourse d'échanges réglementée. Les produits structurés de transferts du risque crédit ont fini par contaminer l'ensemble des marchés mondiaux des crédits. Le risque de défaut de paiement d'un prêt hypothécaire d'un ménage américain était partagé par des milliers d'investisseurs institutionnels à travers la planète. Par exemple, le géant américain de l'assurance AIG – qui à ce jour a été sauvé à deux reprises par le gouvernement américain pour un total de $120Mds – a émis des CDS pendant de nombreuses années, qui étaient revendus aux banques pour qu'elles se protègent du risque crédit des CDO dans lesquels elles avaient investi.

13 L'innovation financière du modèle de titrisation « octroi puis cession » de la gestion du risque crédit est fondée sur les principes selon lesquels : (i) la réglementation n'est pas nécessaire pour prévenir les problèmes d'asymétrie de l'information ou les conflits d'intérêt qui pourraient biaiser le processus de fixation des prix des actifs, et (ii) partant de là, la répartition des risques permet en dernier ressort de réduire les risques, réduire le coût du capital et ainsi stimuler la croissance économique. L'innovation financière – selon ses promoteurs – changerait profondément l'organisation du marché de la dette et la manière de gérer le risque de défaut de paiement. Le modèle était si attirant qu'il était devenu une activité à part entière : les banques d'affaires, les *hedge funds*, les banques commerciales achetaient et vendaient des CDS non pas pour se protéger du risque de défaut de paiement des prêts et obligations sous-jacents – actifs dont ils n'étaient pas détenteurs et n'avaient aucune intention de le devenir – mais pour faire du profit sur la vente et l'achat de CDS. Dans les faits, à travers l'OCDE les banques ayant pignon sur rue se faisaient de l'argent en pariant sur la probabilité de défaut de paiement sur les marchés mondiaux du crédit. L'activité de la finance structurée était extrêmement lucrative du côté de l'offre : banques, banques d'affaires, assurances et agences de notation. Depuis 2003, les produits adossés à des prêts hypothécaires résidentiels ont généré à eux seuls $2000Mds de frais de gestion. Les cinq plus grandes banques d'investissements de Wall Street – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers and Bear Stearns, les groupes les plus impliqués dans la finance structurée – ont payé plus de $3Mds à leurs administrateurs dirigeants entre 2003 et 2007[2].

14 Les régulateurs et les gouvernements se sont contentés de laisser l'industrie de la finance structurée se développer en dehors de leurs juridictions. L'argent n'était pas cher, les taux d'intérêt étaient bas, les surplus générés par les déséquilibres structurels entre les pays de l'OCDE et les économies émergentes garantissaient une demande soutenue pour ces produits. Elle entretenait l'illusion du risque faible, d'un capital *low-cost*. L'argent

buy-out ; et (iv) les ABS CDOs et CDO « synthétiques » sont des CDO investissant dans d'autres CDO (d'où une 'double titrisation' de la dette).

2 Alors que la crise des *subprime* avait déjà frappé les marchés en 2007 ils ont distribué $66Mds à leur 186000 employés, dont $39Mds en « bonus ». Concernant AIG, le département des produits dérivés, environ 350 personnes, a reçu entre $423 et $616 millions par an depuis 2001.

pas cher et l'absence de réglementation ont ainsi encouragé l'endettement par effet de levier et l'appétit du risque excessif au plus grand bénéfice des fonds privés peu réglementés. Les régulateurs et les gouvernements ne se préoccupaient pas de cet état de faits dans la mesure où ils estimaient que les investisseurs qui s'échangeaient ces produits étaient des gens « sophistiqués », et que les produits ne nécessitaient pas de réglementation pour la protection des consommateurs et des investisseurs. Ces gens-là « savaient » ce qu'ils faisaient.

15 Les produits structurés étaient difficiles à évaluer, pourtant. En raison de l'absence de standardisation des produits – chaque produit structuré étant presque une pièce unique – l'activité de vente et d'achat sur des bourses d'échange réglementées a été marginale (à l'exception des CDS pour les entreprises). La plupart des transactions ont été de gré à gré. En l'absence de mécanisme de fixation des prix par l'offre et la demande, la valorisation des produits dépend des agences de notation du crédit. L'asymétrie d'information – un problème classique des marchés – devient alors un enjeu dans la mesure où seulement ceux qui ont créé les produits structurés savaient vraiment ce qu'il y a à l'intérieur. Des données précises sur l'émission de produits dérivés CDO n'existent pas dans le domaine public[3]. En l'absence de réglementation et en raison de l'exposition aux conflits d'intérêt qui va avec – à commencer par celle des agences de notation du crédit – la discipline du processus de notation du crédit s'est pour le moins relâchée. En fait, de la dette pourrie était répartie sur les marchés sous le label attractif 'triple AAA'. Au lieu de répartir les risques, le business de la finance structurée les cachait. La croissance et la taille du marché non-régulé des transactions de gré à gré, comparé à ceux couverts par la réglementation, ont été tout simplement stupéfiantes au cours des dernières années.

16 La finance structurée était attractive pour les banques dans la mesure où elle leur permettait de passer leurs investissements à l'abri du regard du régulateur dans des structures hors-bilan puis par la titrisation, tout en ponctionnant des frais de gestion généreux à chaque étape du processus. Les banques commerciales, dont les comptes bilan étaient supposés être fortement réglementés, ont été contaminées du côté de l'actif du bilan par les produits structurés toxiques qu'elles avaient elles-mêmes créés – ou contribué à créer – pour se débarrasser des risques du côté du passif du bilan. Ce système opaque ne fonctionnait pas pour les banques espagnoles : contrairement à ses pairs, la banque centrale espagnole a interdit les transactions hors bilan il y a plusieurs années de cela.

17 La vague de défaut de paiement des crédits qui a été déclenchée en 2006 sur le marché des emprunts hypothécaires à risque (c'est-à-dire les *subprime*, les tranches les plus risquées des CDOs qui financent le marché du logement américain) a provoqué un cercle vicieux de désendettement du secteur bancaire. Les banques ont été forcées de déprécier la valeur de leurs actifs structurés. En retour elles devaient ajuster instantanément leurs comptes bilan pour respecter les règles comptables de valorisation au prix des marchés. La dépréciation qui en a résulté a forcé les banques soit à lever des fonds, soit à vendre des actifs afin de respecter les ratios

3 L'accès à la base de données de la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) – la source la plus importante en matière de produits de transfert du risque crédit – requiert un abonnement de $2400,-.

prudentiels de l'accord de Bâle II[4]. En fin de compte, la complexité de la finance structurée combinée aux règles pro-cycliques comptables et la rigidité des règles prudentielles ont créé un processus d'autodépréciation des actifs au cours des douze derniers mois. Les fonds privés peu réglementés, notamment les *hedge funds*, ont été forcés de vendre leurs actifs de manière disproportionnée dans d'autres actifs, afin de couvrir les pertes sur leurs investissements à fort taux d'endettement sur le marché des dérivés. Au bout du compte, l'effondrement de l'industrie de la finance structurée a provoqué des ventes à perte et des comportements suivistes : voilà pour le principe de diversification et de répartition des risques que ces produits structurés étaient supposés renforcer.

Banque d'affaires, conglomérats et coût de l'arbitrage réglementaire

18 Les échappatoires dans la réglementation n'étaient pas limités aux produits et aux transactions de l'industrie de la finance structurée, ils concernaient aussi les institutions financières qui en bénéficiaient. Les banques d'affaires de Wall Street en particulier ont été au cœur du développement de la finance structurée. La banque d'investissement a connu une forte expansion au cours des dernières décennies suite au démantèlement progressif entre 1975 et 1999 de la loi Glass-Steagall datant de 1933. La loi imposait une stricte séparation entre banque commerciale et banque d'affaires, dans l'intention de protéger les premiers des risques du marché générés par les derniers dans les activités de salle des marchés et les opérations de fusion et acquisition. L'abrogation de la loi a permis aux banques d'affaires de diversifier leurs activités, à commencer par parier leur propre argent dans les salles des marchés (et ainsi provoquer des conflits d'intérêts avec les transactions effectuées pour le compte de leurs clients) et plus récemment dans les fonds d'investissements privés et les produits dérivés. Cette diversification posait un problème de taille pour les banques d'affaires : contrairement aux banques régulées elles ne pouvaient pas accéder au réservoir de financement constitué des dépôts des ménages. Etant comparativement sous-capitalisées, elles ont de plus en plus fait appel à l'endettement par effet de levier pour développer leurs activités.

> “Les opérations hors-bilan permettaient aux banques régulées et aux assurances de pratiquer la double comptabilité.”

19 L'absence de réglementation a contribué au développement de leur expansion. Contrairement aux banques de détails, les banques d'affaires ne sont pas liées par des ratios de fonds propres au bilan et peuvent ainsi intervenir sur les marchés avec une plus faible mobilisation du capital. Avec des ratios d'endettement allant jusqu'à 30, le retour sur investissement était dopé durant la récente période de faibles taux d'intérêt.

20 Inversement, la faiblesse de la réglementation permettait aussi de brouiller les pistes entre banques d'affaires et banques commerciales. Les opérations hors-bilan permettaient aux banques régulées et aux assurances de pratiquer la double comptabilité concernant les ratios réglementaires de capitaux et, plus fondamentalement, de développer leurs activités au-delà de leur juridiction d'origine – salle des marchés, investissement privé et gestion des actifs. En concentrant différents métiers, des conglomérats ont eu accès à des économies d'échelle (mais aussi à des informations privilégiées sur les marchés et des transactions d'initiés) tout en exposant la

4 L'accord Basel II, en vigueur depuis 2008, fait suite à Basel I, et fixe les normes internationales en matière de règles prudentielles devant régir le secteur bancaire. En particulier il fixe les minimas de fond propres que les banques doivent respecter en proportion de leurs actifs. L'application de ces nouvelles règles a été largement anticipée par les banques avant leur entrée en vigueur.

politique et les procédures de gestion du risque à toujours plus de risques des marchés. Ironie de l'histoire, au lieu d'accroître la concurrence entre les acteurs, la désintermédiation du système financier a donné naissance à des conglomérats diversifiés de taille mondiale. Le groupe AIG en est l'exemple le plus criant. La chute du groupe a été précipitée non pas par ses activités réglementées – assurance-vie, assurance non-vie, logement – mais par « AIG Financial Products », la division basée à Londres qui gérait plus de $300Mds de CDS avec les banques européennes[5].

21 Toutefois les régulateurs ont payé le prix fort dans la mesure où les filiales sont réglementées au niveau national, alors que la maison mère centralise les réserves et les liquidités. En principe, le siège social peut ainsi déplacer les actifs et les liquidités au sein du groupe afin d'optimiser « l'arbitrage réglementaire », par exemple en transférant des actifs risqués d'une filiale bancaire fortement réglementée vers une filiale d'assurances qui est moins réglementée[6]. Les mêmes types de problème existent aux Etats-Unis. Suite à l'abrogation de la loi Glass-Steagall, la règle a été que les groupes de taille mondiale gardent leur régulateur d'origine : la Réserve Fédérale pour les banques de dépôts, la Commission des opérations de bourse *Securities and Exchange Commission* pour les sociétés d'investissement cotées en bourse, les régulateurs au niveau des Etats pour les groupes d'assurances. Les problèmes de couverture réglementaire étaient aussi apparents dans une perspective transatlantique et dans celle des centres financiers *offshores* (CFO). Les filiales européennes aux Etats-Unis et, inversement, les filiales américaines en Europe ont été utilisées pour contourner les règles prudentielles européennes et américaines respectivement.

Court-termisme et gouvernance actionnariale de l'entreprise

22 Bien que de nature et d'ampleur différentes, la crise actuelle a des points communs avec l'épisode d'Enron en 2001-2002. Plusieurs banques qui ont été touchées par la crise étaient dirigées par des « PDG impériaux » qui n'avaient aucun contre-pouvoir au conseil d'administration (CA) et n'avaient pas de procédure de gestion du risque adéquate en place. Au moment de sa chute, sur les dix administrateurs non-dirigeants du CA de Lehman Brothers, un membre était un ancien producteur de théâtre, un autre un militaire à la retraite et seulement deux avaient une expérience de première main dans les services financiers. Et comme pour la crise d'Enron, la restructuration en cours dans le secteur bancaire est accompagnée des mêmes histoires de rémunération et de parachutes dorés indécents qui récompensent les dirigeants pour leurs échecs[7]. La gestion de la crise a aussi révélé le conflit qui existe entre l'objectif de protection de

5 Cette division en charge des produits dérivés était dirigée par Joseph Cassano, ancien de la banque Drexel, la banque d'affaires des années 1980 spécialisée dans les « junk bonds », l'ancêtre des CDO d'aujourd'hui.

6 Ce phénomène est pris très au sérieux en Europe, où un groupe d'experts de l'UE a été constitué et est composé de représentants des autorités de supervision à la fois des secteurs bancaires et de l'assurance.

7 Le PDG de Merril Lynch John Thai et le directeur de la division salle des marchés Thomas Montag partiraient avec un total de $47millions en parachutes dorés s'ils devaient décider de partir du groupe Bank of America qui a racheté Merril Lynch le 15 septembre dernier. Chuck Prince, PDG de Citigroup, est parti avec un parachute de $16millions. Le PDG de Wachovia, Ken Thompson, est lui parti avec plus de $5 millions. Aux Etats-Unis la rémunération moyenne des PDG a augmenté de 20% en 2007 pour un montant moyen de $18,8 millions, alors que la croissance du chiffre d'affaires moyen n'a été que de 3%. En 1980 les PDG étaient payés 40 fois plus que les salariés moyens. Aujourd'hui ils sont payés 600 fois plus.

la valeur actionnariale contre les attaques spéculatives court-termistes et transparence des marchés. Plusieurs dirigeants n'ont pas dit toute la vérité, c'est le moins que l'on puisse dire, à propos de l'état des finances de leurs entreprises, de peur de voir la valeur de l'action chuter soudainement. Le prêt d'actions par des investisseurs de long terme, dont des fonds de pension bien établis, à des *hedge funds* pratiquant la spéculation à la baisse a exacerbé cette peur[8].

23 L'insolvabilité et la sous-capitalisation qui caractérisent aujourd'hui le secteur bancaire à travers l'OCDE posent aussi des questions sur la manière dont les bénéfices ont été distribués durant la récente période de croissance 2002-2006, sur le comportement court-termiste des CA des entreprises et, partant de là, sur les implications pour de nouvelles réglementations de la gouvernance de l'entreprise. Les bénéfices peuvent être soit réintégrés pour renforcer les fonds propres, soit distribués aux actionnaires, par l'attribution de dividendes ou, et de plus en plus, par des programmes de rachat d'actions (l'entreprise rachète ses propres actions pour enfler artificiellement la valeur actionnariale). Dans les principales économies de l'OCDE, la croissance des dividendes a progressé plus vite que celle des profits[9]. Le cash flow libre – il nous était dit – devait être rendu pour « créer de la valeur actionnariale » plutôt que d'être mis en réserves de l'entreprise. Aujourd'hui cet argent manque cruellement alors que l'économie est dans un processus de désendettement et que les

> "Le cash flow libre - il nous était dit - devait être rendu pour "créer de la valeur actionnariale" plutôt que d'être mis en réserves de l'entreprise."

8 Début septembre, s'adressant aux analystes financiers, le directeur financier de Lehman Brothers était apparemment convaincu que son groupe avait « pris soin de ses besoins pour l'ensemble de l'année » en capitaux. Deux semaines avant sa vente forcée pour 1$ l'action à Citigroup, le PDG de Wachovia, Robert Steel, assurait que son entreprise avait « un grand avenir en tant que groupe indépendant ». Alan Schwartz, dirigeant de Bear Stearns, ne voyant « aucune pression sur les liquidités, encore moins de crise de liquidité » quelques jours avant le sauvetage du groupe par le gouvernement américain et la revente à 2$ l'action à JP Morgan. A propos de sa division AIG produits dérivés, Cassano assurait fin 2007 qu'elle était « assise sur un compte bilan formidable, un portfolio robuste et une plateforme d'échanges de niveau mondial à partir de laquelle nous pouvons tirer avantage du marché de plusieurs manières différentes ». Dix mois plus tard, cette division était responsable d'un trou de $25Mds.

9 Entre 2001 et 2005 le ratio entre croissance des dividendes et croissance des bénéfices de l'entreprise a progressé de +51% aux Etats-Unis, +92% en Italie, +88% aux Pays-Bas et +78% en France , et était positif dans tous les principaux pays de l'OCDE. Les programmes de rachat d'actions représentaient une source mineure de rémunération des actionnaires il y a dix ans de cela, mais se sont répandus depuis. En 2007, les entreprises américaines de l'indice S&P 500 ont dépensé $597Mds en rachats d'actions, contre $120Mds en 2003.

TABLEAU 1 : **Apports de capitaux, rachats d'actions et rémunération des dirigeants à Wall Street**

En Mds de $	Apports de fonds souverains hors-OCDE (av. sep 08)	Autres apports en capitaux (av. sep. 08)	Apports du gvt US (post-sep 08)	Rachats d'actions 2006-07	Dette due aux dirigeants (dont retraite)
Bank of America			25	17,5	1,3
Merril Lynch*	8	1,2		14,4	2,2
Citigroup	7,5		25	7,8	5
Goldman Sachs			10	16,8	11,8
JP Morgan Chase			25	12,1	8,2
Bear Stearns **	1			1,7***	1,7
Morgan Stanley	5			7,1	
Lehman Brothers****		4		5,3	

* acheté par BoA pour $50Mds; ** acheté pour $1.2Mds par JP Morgan Chase après un transfert des produits financiers toxiques sur le dos des contribuables américains pour un montant de $29Mds; *** 2007 seulement; **** en liquidation depuis le 15 September 2008 Source: WSJ (3 Nov. 08) & Lazonick 2008

banques ont besoin d'argent frais pour recapitaliser leurs bilans. Comme le montre le tableau 1, la comparaison est saisissante entre les fonds levés par les banques de Wall Street avant la crise de septembre (levés principalement auprès de fonds d'investissements souverains) et les apports en capitaux du gouvernement américain depuis octobre d'une part, et l'argent dépensé dans des programmes de rachat d'actions lors des deux dernières années et la dette accumulée auprès de leurs propres dirigeants sous formes de bonus, autre rémunération et, surtout, de droits à la retraite, d'autre part.

La gestion de la crise par les gouvernements

24 En réponse à la crise des marchés mondiaux du crédit, les gouvernements de l'OCDE et leurs banques centrales ont progressivement relevé leur barrière de défense. Le premier niveau a été, et est toujours, les injections massives de liquidités par les banques centrales et les coupes dans les taux d'intérêt pour redonner vie au marché du crédit interbancaire, qui a cessé d'exister depuis l'été 2007. Ces mesures se sont avérées insuffisantes, révélant ainsi une crise bien plus profonde de solvabilité et de confiance entre les acteurs. Les organisations internationales, dont l'OCDE, s'attendaient à une « autocorrection par les marchés » pour permettre un ajustement des prix des actifs, posant les fondations pour une réévaluation des produits structurés et ainsi une relance des activités des salles des marchés. Cela ne s'est pas passé de cette manière. La proposition faite à la fin 2007 de créer une « entité spéciale d'investissement » par les banques de Wall Street dans laquelle seraient transférés les produits toxiques n'a pas rencontré un grand succès non plus. La seule issue était de solliciter le contribuable. Des fusions acquisitions ont été menées au pas de charge avec l'appui des gouvernements sous forme de garantie sur les engagements liés aux produits structurés. Les deux banques d'affaires américaines ayant survécu, Goldman Sachs et JP Morgan, ont accepté une re-réglementation de leurs activités sous la juridiction des banques de dépôt américaines. En fin de compte, en dépit de la réponse des marchés – le paysage bancaire américain et de l'OCDE est en mutation rapide – la crise de solvabilité se poursuit et reste à résoudre. Les dépréciations d'actions par les banques aujourd'hui représentent $500Mds et excèdent les capitaux qui ont été levés sur les marchés ($200-360Mds).

Le plan de sauvetage américain et ceux des autres gouvernements de l'OCDE

25 Depuis le 15 septembre 2008, les gouvernements de l'OCDE et les autorités financières américaines et européennes ont multiplié les initiatives pour tenter de gérer la crise de solvabilité et recapitaliser le système financier. En Europe, les gouvernements ont utilisé l'argent public pour soutenir et recapitaliser les secteurs bancaire et de prêts au logement, alors que la banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre ont poursuivi l'injection de liquidités dans le système bancaire. Le 8 octobre 2008, la BCE a tourné le dos à sa politique des taux d'intérêt élevés en se joignant à une baisse coordonnée des taux avec d'autres banques centrales de premier rang dans la zone OCDE, dont la réserve fédérale et la banque centrale du Japon. L'un après l'autre, les Etats membres européens ont pris des mesures d'urgence, tout d'abord en relevant voire en supprimant le plafond des garanties sur les dépôts bancaires pour les ménages salariés, puis en facilitant l'accès au crédit pour les PME, enfin en prenant des parts

au capital des grands réseaux bancaires. Le plan de sauvetage britannique qui a été élaboré dans cet esprit début octobre 2008, a depuis été copié à travers l'Europe.

26 Le 3 octobre, le congrès américain approuvait un plan de sauvetage de $700Mds. La loi sur la stabilisation économique d'urgence (*Emergency Economic Stabilisation Act, EESA*) fixe un programme d'aide aux actifs douteux (*troubled asset relief programme, TARP*) divisé en trois tranches successives : $250Mds, $100Mds et $350Mds respectivement. A l'origine l'intention était de racheter les actifs douteux des banques et autres institutions financières basées aux Etats Unis[10], mais les détails du plan de sauvetage ont suscité un certain nombre de questions et d'incertitudes notamment quant à la valorisation des actifs « toxiques » et les conflits d'intérêts potentiels lors des mises aux enchères et des procédures de rachat[11]. Surtout, il y avait des doutes sur l'efficacité du programme pour résoudre la crise de solvabilité. En principe, le sauvetage aurait eu un effet positif sur la solvabilité des sociétés participantes dans la mesure où il réduirait l'actif au bilan et ainsi allégerait les pressions sur les exigences de fonds propres. En revanche, aucune entrée au capital des sociétés n'était prévue dans le plan du Trésor américain (bien que la loi prévoyait la possibilité d'acquérir des bons de souscription d'actions sans droit de vote). Comme en Europe, un partage équitable des risques pour un tel plan de sauvetage voudrait justement que le Trésor américain prenne contrôle d'une partie du capital des groupes participants qui soit à la hauteur de l'aide apportée par un tel soutien public. Comme le proposent les organisations syndicales internationales, dans de telles circonstances exceptionnelles les gouvernements doivent se comporter comme des « investisseurs activistes » pour protéger l'intérêt général et faire en sorte que les contribuables seront remboursés en temps voulu. C'est ainsi que le gouvernement suédois a procédé quand il a sauvé le système bancaire national au début des années 1990. Le 13 novembre 2008, le Trésor américain faisait marche arrière : de la même manière que la solution par le secteur privé d'un fonds « super SIV » dans lequel seraient stockés tous les produis toxiques fut abandonnée fin 2007, le mandat initial du TARP fut abandonné et ses financements redirigés vers une recapitalisation directe des banques américaines.

> "La crise met en évidence une crise plus structurelle de la démocratie et comment les politiques publiques et les décisions devant servir l'intérêt général ont été minées par les intérêts privés du lobby financier."

10 En outre la loi relève le plafond de garantie sur les dépôts de $100000 à $250000 par compte, habilite le gouvernement fédéral à faciliter la renégociation des emprunts hypothécaires afin d'éviter les saisies, et à faire appliquer des « règles strictes concernant la rémunération des dirigeants » pour les sociétés participant au programme – dont des clauses à effet rétroactif et l'interdiction des parachutes dorées. Elle permettra aussi au Trésor américain d'obtenir des options sur des actions des sociétés participantes sans droit de vote. Enfin, elle habilite la commission des opérations de bourse, la SEC, à suspendre la cotation d'une entreprise dans l'intérêt général.

11 La loi EESA était à l'origine dédiée à l'achat d'actifs douteux à un prix au rabais avec l'intention de les revendre une fois les marchés stabilisés. L'objectif était de créer un plancher des prix des actifs afin de permettre une reprise des transactions sur les marchés. En pratique il aurait été difficile de fixer un prix qui à la fois reflète le prix à valeur marché des actifs, qui soit suffisamment attractif pour les sociétés participantes, tout en étant politiquement acceptable. Certains des actifs toxiques n'ont plus de valeur, d'autres sont évalués 75% au rabais. Contrairement aux crises du crédit précédentes, notamment celle des *Saving & Loans* au début des années 1990, les produits structurés ne sont pas homogènes et donc facilement comparables. Compte tenu de l'opacité et de la complexité des produits structurés, le gouvernement américain aurait aussi dû déléguer la mise aux enchères, la valorisation et les procédures d'achat. Peu de sociétés d'investissements ont l'expertise pour ce genre d'exercice autre que celle ayant créé ces mêmes produits. Les conflits d'intérêts et la redevabilité publique de ce processus devront être suivis de près.

27 En Europe, le manque de coordination entre les Etats membres tel que l'on a pu l'observer lors des désaccords sur la création d'un fonds de sauvetage à l'américaine, ou sur l'harmonisation des garanties sur les dépôts a révélé les faibles capacités européennes pour gérer une crise de cette ampleur. Certains groupes bancaires européens ayant des investissements transfrontaliers significatifs, non seulement sont devenus « trop gros pour faire faillite », mais aussi « trop gros pour être sauvés », compte tenu du décalage entre leur dimension internationale et le maillage national d'organismes de supervision spécialistes et de banques centrales. Contrairement aux Etats-Unis, il n'existe pas d'autorité européenne ayant les pouvoirs permettant d'engager des opérations de solvabilité du même niveau que celui du plan de sauvetage américain. Quant à la BCE, son mandat se limite à l'injection de liquidités en contrepartie d'actifs. Bien qu'ayant été active sur ce terrain, la BCE s'est lourdement trompée en poursuivant la hausse des taux aussi tard que durant l'été 2008.

Une crise financière qui tourne au politique

28 Il est encore trop tôt pour tirer les conclusions définitives sur la gestion de la crise par les banques centrales et les gouvernements. A l'heure où nous écrivons, d'autres initiatives européennes ont été annoncées pour recapitaliser les banques et soutenir l'accès des PME au crédit, sans qu'on en connaisse encore les détails. Même pour le plan de sauvetage américain, cela prendra des semaines avant qu'il puisse être mis en œuvre effectivement et que l'on puisse procéder à l'évaluation. A ce stade, on ne peut que se contenter de conclusions générales. Premièrement les autorités américaines et européennes ont manifestement été en retard d'un cran à chaque étape de l'évolution de la crise. Ni les gouvernements, ni les banques centrales n'ont anticipé la bulle qui se formait sur le marché du logement américain jusqu'en 2006, ou l'extrême fragilité de l'industrie de la finance structurée. Que cela soit la résultante d'une incompétence des dirigeants ou au contraire d'une décision prise en connaissance de cause de laisser la bulle exploser reste à trancher. En revanche il est manifeste que les banques centrales, une fois la crise survenue, n'avaient pas les mandats et les outils nécessaires pour gérer cette crise. En injectant des liquidités, elles permettaient certes de maintenir à flot la situation financière des groupes bancaires, mais elles ont échoué dans leur tentative de redonner vie au crédit interbancaire. La coopération internationale n'en sort pas grandie non plus. Les institutions de Bretton Woods, le Fonds Monétaire International (FMI) en particulier, n'ont joué aucun rôle dans la gestion initiale de la crise. La Banque des règlements internationaux (BRI) ne fut d'aucune utilité non plus. Etant un organisme de production de normes, elle n'a pas de responsabilité opérationnelle.

29 Clairement, la crise a pris les gouvernements et les institutions internationales par surprise. Le 10 octobre 2008, les ministres des finances du G7 ont publié une déclaration forte appelant à la coordination des plans de sauvetage des gouvernements et des banques centrales. Celle-ci a été suivie d'une feuille de route élaborée lors d'un sommet exceptionnel du G20[12]. En revanche les déclarations précédentes en 2008 montrent que la communauté internationale était tout sauf préparée à agir pour prévenir l'aggravation de la crise[13]. La réticence du G8 et des ministres des finances

12 Outre le G8, la Chine, le Chili, l'Afrique du Sud, le Mexique, le Brésil, la Turquie, la Corée du Sud, l'Inde, l'Indonésie et la présidence européenne ont participé au G20.

13 En avril 2008, le même G7 des finances affichait un certain optimisme quant à la réso-

du G7 à aborder la question des institutions financées par effet de levier et l'opacité de l'industrie de la finance structurée ne sont pas une surprise. En 2007, les tentatives de la présidence allemande du G8 d'ouvrir le débat sur le renforcement de la réglementation des fonds d'arbitrage *hedge funds* ont été étouffées dans l'œuf par les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Il est évident que l'intense lobbying politique des autorités de supervision et de régulation financière et de décideurs politiques par l'industrie financière a permis de faire prévaloir la politique du moins disant en matière de réglementation. En ce sens, la crise actuelle ne doit pas seulement se comprendre en des termes techniques. La crise met en évidence une crise plus structurelle de la démocratie et comment les politiques publiques et les décisions devant servir l'intérêt général ont été minées par les intérêts privés du lobby financier.

30 La vision du rôle de l'Etat dans les marchés financiers a clairement été altérée dans l'opinion publique par la manière dont les gouvernements et les banques centrales ont répondu à la crise depuis le 15 septembre 2008. Aux Etats-Unis la proposition initiale du plan de sauvetage à $700Mds – qui a été présentée dans une note de trois pages par le Trésor américain ne contenant aucune condition préalable pour les sociétés bénéficiaires – a provoqué un débat politique houleux qui s'est terminé par un rejet par la Chambre des représentants. La conception initiale du plan de sauvetage a été perçue au mieux comme le résultat d'un vide politique et de l'absence de leadership et, au pire comme un nouvel exemple de la collusion d'intérêts entre élites politiques et industrie financière mondiale. Les élites de Washington, il était dit, utiliseraient l'argent du contribuable pour sauver leurs amis de « Wall Street, la cupide, Wall Street, la corrompue ». Les faits avérés concernant les liens personnels entre la banque d'affaires Goldman Sachs et des autorités de supervisions clefs aux Etats-Unis et au niveau mondial, n'ont pas arrangé la situation.

> "La réglementation doit répandre la responsabilité et non les risques."

Re-réglementer au nom de l'économie réelle

31 Les mesures d'urgence et leurs conséquences appellent à une coopération et un dialogue politique au niveau international pour satisfaire aux nécessaires contreparties au sauvetage du système financier. La réflexion sur une nouvelle architecture réglementaire doit débuter. En préalable, toute discussion sur la réglementation financière doit commencer par la fonction publique des services financiers qui est celle de servir l'économie réelle. La règlementation financière est communément associée à trois objectifs : (i) maintenir la stabilité financière en s'assurant de la solvabilité des acteurs du marchés, (ii) protéger les investisseurs contre les défaillances et les fraudes, et (iii) assurer des marchés financiers « efficients et efficaces ». La nécessité de réglementer pour éviter l'insolvabilité, les défaillances et les fraudes va de soi et ne porte pas à un trop grand nombre de polémiques

---

lution de la crise et se contentait d'un simple appel à la mise en œuvre des recommandations du Forum pour la Stabilité Financière (FSF) publiées quelques semaines auparavant. L'attention principale des recommandations du FSF porte sur la réglementation prudentielle des banques (Bâle II et autres procédures de gestion du risque, ainsi que la coopération entre régulateurs et banques centrales), les agences de notation du crédit et sur la transparence et la valorisation des produits structurés et des transactions hors-bilan. Par contre la déclaration d'avril du G7 finance – réaffirmée dans la déclaration finale du G8 en juin – ne dit mot sur le rôle des institutions financées par effet de levier, telles que les fonds d'arbitrage *hedge funds* et les fonds de capital-investissement *private equity* dans la crise financière actuelle. Bien au contraire, la déclaration d'avril 2007 appelle à la poursuite de l'ouverture des marchés de capitaux et à faciliter les services financiers transfrontaliers.

autres que les moyens d'y parvenir : règles contraignantes et publiques vs instruments des marchés et non-contraignants. La poursuite du troisième objectif en revanche – assurer l'efficacité et l'efficience des marchés – peut prendre différents chemins. Une discussion sur la re-réglementation nécessite donc une clarification des objectifs liés à « l'efficacité » des marchés financiers : est-ce la croissance économique en termes absolus ou est-ce une compréhension plus qualitative de la croissance combinée à une répartition équitable de la richesse dans la société ?

32 Selon l'idéologie économique qui a prévalu au sein des institutions financières internationales (IFI) – le consensus de Washington – les marchés financiers sont par définition efficients et l'économie réelle et la société en général ne peuvent que bénéficier de leur efficacité. Tout débat sur l'impact des marchés financiers sur la croissance et les inégalités a été écarté par ces mêmes IFI au nom des « choix sociétaux » des nations : certaines sont considérées comme plus « réceptives » à la question de l'équité que d'autres. Il n'y a pas de voie unique à l'efficacité des marchés – il nous était dit – et tout objectif de redistribution des richesses doit se faire après coup par les Etats, notamment sous forme de filets de sécurité sociale.

Enjeux et questions pour une réglementation future

33 La re-réglementation nécessiterait d'importantes réformes des mécanismes de coopération internationale. Le régime actuel date des accords de Bretton Woods de 1944. Une nouvelle architecture est nécessaire, non pas pour réguler les taux de change comme cela était l'objectif en 1944, mais pour assurer une couverture réglementaire des marchés financiers internationaux – c'est-à-dire une couverture à la fois des produits *et* des institutions – ainsi qu'une coopération pour effectivement détecter et dissuader les comportements excessivement risqués dans le système financier mondial.

34 Une plus forte réglementation est nécessaire afin d'adosser les marchés financiers à l'économie réelle et ses besoins. La réglementation doit répandre la responsabilité et non les risques, et ce parmi les institutions et les marchés et pour protéger les objectifs sociaux et de développement, dont le droit des ménages salariés au logement et à une retraite décente. Plus fondamentalement, la re-réglementation doit s'attaquer aux défauts du système financier international, qui ont été mis en évidence par la crise actuelle :

- Un modèle de croissance insoutenable, alimentant la compression des salaires, les prêts rapaces, une consommation financée par la dette et le transfert des risques du marché sur le dos des salariés (retraites, logement) ;
- Une industrie de la 'finance structurée' incontrôlable dans laquelle les risques du crédit n'étaient pas dispersés mais bien cachés : un système dans lequel la réglementation faisait défaut, était minée par les conflits d'intérêt et qui, une fois combinée à des règles comptables et prudentielles rigides, a provoqué un processus d'autodestruction des actifs ;
- Une généralisation des arbitrages réglementaires entre juridictions et au sein même des institutions financières qui a permis de brouiller les lignes entre systèmes bancaires réglementés et systèmes obscurs, qui a permis aux groupes financiers de pratiquer la double comptabilité par l'utilisation de transactions hors bilan et qui a encouragé des prises de risques et des stratégies de levier d'endettement irresponsables.

- Une gouvernance actionnariale et un court-termisme des entreprises s'attaquant à l'intégrité des marchés et aux intérêts long terme des parties prenantes. La crise a mis en évidence la médiocre gestion du risque par des CA inefficaces ; elle a mis en évidence le gaspillage de l'argent dépensé ces dernières années dans des rémunérations de dirigeants, des dividendes par action et des programmes de rachat d'actions indécents.

35 Cette dernière partie identifie un certain nombre d'enjeux et de questions permettant de s'attaquer aux causes évoquées ci-dessus et ainsi entamer un débat sur la re-réglementation des marchés financiers et la forme qu'elle pourrait prendre à l'avenir. Trois grands objectifs sont proposés :

- *Consolider la coopération internationale et les systèmes de garanties financières ;*
- *Diversifier le secteur financier et protéger les objectifs de développement social ;*
- *Répandre la responsabilité le long de la chaîne d'investissement.*

Consolider la coopération internationale et les systèmes de garanties financières

> "On ne peut attendre du contribuable qu'il paie pour sauver des institutions financières quand celles-ci utilisent les paradis fiscaux pour éviter de payer la part de la fiscalité qui leur revient."

36 Un consensus apparaît sur la nécessite de consolider les trois formes de garantie financière qui existent à travers les économies de l'OCDE, à savoir : (i) les règles prudentielles pour les banques, (ii) l'harmonisation des systèmes de garantie des dépôts, et (iii) la coordination des banques centrales en tant que prêteurs en dernier ressort. La consolidation des systèmes actuels – à commencer par l'interdiction de toute forme de transaction hors bilan – serait vitale, mais en soi ne permettrait pas de sanctuariser l'économie réelle face aux excès des marchés financiers. Le mandat et la redevabilité des banques centrales, le cadre global régissant les flux internationaux de capitaux ainsi que la coopération internationale entre régulateurs – couvrant les banques, les assurances, les autres services financiers, la fiscalité – doivent aussi être au cœur des débats.

Reconsidérer le mandat et les mécanismes de redevabilité publique des banques centrales

37 Les banques centrales ont été généreuses en liquidités depuis le début de la crise. Cela n'a pas permis d'éviter la transformation de la crise de liquidité en une crise plus profonde de solvabilité, mais au moins cela a-t-il permis de maintenir le système à flot et éviter un effondrement total du secteur bancaire. En revanche, les banques centrales ont fait preuve d'une incompétence singulière dans l'anticipation, sans parler de la prévention de la formation d'une bulle spéculative sur les marchés du crédit et des transferts de risque crédit.

- Les banques centrales doivent être dotées du mandat nécessaire à la détection et la dissuasion des bulles financière spéculatives, leur permettant d'agir quand les prix d'une catégorie d'actifs financiers atteignent des niveaux « irrationnels ».

38 Par ailleurs, la gestion de la crise par certaines banques centrales indépendantes, et la BCE en particulier, a été durement critiquée par les syndicats pour leur absence de considération pour l'économie réelle, notamment concernant la gestion des taux d'intérêt. L'indépendance des banques centrales peut s'avérer nécessaire pour protéger la politique monétaire d'influences politiques inappropriées. En revanche l'indépendance insti-

tutionnelle ne doit pas aller à l'encontre de l'obligation de redevabilité publique à laquelle ces institutions doivent être soumises eu égard à l'impact de leurs décisions sur l'économie réelle et les ménages salariés.

- Les principes de bonne gouvernance voudraient que les institutions représentatives réglementées de l'économie réelle, dont les partenaires sociaux (syndicats et employeurs) aient leur mot à dire dans le processus de décision des banques centrales.

Assurer une réglementation prudentielle équitable pour les banques

39 Quel est l'intérêt de règles comptables et de la surveillance bancaire si l'on peut si aisément se débarrasser de ses engagements hors bilan ? Le resserrement attendu des obligations de rétention de fonds propres à travers l'OCDE et au-delà pourrait avoir des effets indirects. On peut imaginer une banque qui transférerait le surcoût lié à de telles mesures sur le dos des clients par une hausse des frais financiers et/ou un transfert des risques du taux d'intérêt (par exemple, limiter l'offre à des prêts à taux variable). Autre conséquence indésirable, les règles prudentielles aurait un effet 'pro-cyclique' sur la gestion du risque par les banques, comme mis en évidence actuellement avec la combinaison de règles de valorisation au prix des marchés sensibles aux cycles économiques et des ratios stricts de fonds propres. Les effets pro-cycliques des obligations réglementaires de rétention de fonds propres ne sont pas choses nouvelles et ont été débattus à maintes reprises dans le cadre de la mise en œuvre de Bâle II. Ce qui importe du point de vue de l'économie réelle c'est la constitution de réserves durant les cycles de croissance par les banques réglementées – ce pour faire face à tout retournement de la conjoncture – et qu'elles procèdent ainsi sans en transférer la charge à leurs clients ou aux entreprises.

- Toute forme de transaction hors bilan doit être interdite.
- Les régulateurs doivent assurer des obligations de rétention de fonds propres et des règles comptables contre-cycliques ainsi qu'une surveillance active des banques et des conglomérats financiers.

Brider les flux internationaux de capitaux

40 Comment concilier la nécessaire réglementation de toutes les structures d'investissements avec la liberté d'investir à l'étranger et la circulation des capitaux ? Les cadres d'action pour l'investissement étranger tels que préconisés par les institutions du type Banque Mondiale, FMI et OCDE ont imposé une ouverture sans condition des marchés de capitaux, de biens et services à nombre de pays en développement. La crise actuelle montre que toute levée des restrictions aux flux de capitaux internationaux doit être soumise à condition afin de garantir des réglementations nationales fiables et des institutions publiques et privées robustes. Les négociations actuelles sur le commerce des services dans le cadre de l'Accord Général sur le Commerce des Services (AGCS) de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) doivent être reconsidérées à cet égard.

- L'accès aux investissements et aux capitaux étrangers doit être conditionné à l'existence de réglementations nationales fiables, dont le respect de normes de gouvernance et de transparence reconnues au niveau international.

En finir avec les centres financiers offshore

41 La crise et le rôle joué par les entités d'investissements peu régulés changent-ils la donne concernant la coopération internationale par la

surveillance des centres financiers offshore (CFO) ? L'arbitrage réglementaire intra groupe et entre juridictions et la croissance sans entrave des fonds d'investissements privés comme indiqués ci-dessous ne peuvent être traités dans le cadre de l'OCDE uniquement. Les CFO tels qu'ils existent au sein de l'OCDE et au-delà continuent de s'opposer aux normes de base en matière de transparence en imposant le secret bancaire strict, des sanctions pénales pour la divulgation d'informations sur la clientèle et en adoptant une politique de non-coopération avec le Dialogue International sur la Fiscalité de l'OCDE. De manière plus générale, il est nécessaire d'agir fermement pour arrêter l'hémorragie qui frappe les revenus de l'Etat et qui est provoquée par les paradis fiscaux. On ne peut attendre du contribuable qu'il paie pour sauver des institutions financières quand celles-ci utilisent les paradis fiscaux pour éviter de payer la part de la fiscalité qui leur revient. Les gouvernements doivent agir en conséquence pour protéger leur assiette fiscale et compenser la baisse attendue des impôts sur les sociétés.

- L'appui politique et la coopération doivent être intensifiés pour garantir une véritable surveillance des centres financiers *offshore* afin de les aligner avec les réglementations *onshore*.

Du personnel en nombre suffisant pour les autorités de surveillance et de contrôle

42 Même les réglementations les plus « sophistiquées » seront de peu d'utilité si dans le même temps les administrations publiques qui ont la charge d'en assurer la mise en œuvre manquent de personnels, d'équipements, d'expertise et de technologies. Dans certains pays de l'OCDE, les coupes budgétaires ont considérablement affaibli l'expertise et la capacité globale de l'administration à assurer une surveillance convenable du secteur financier.

- Les gouvernements doivent satisfaire aux besoins des autorités publiques de surveillance et de contrôle en personnel et en accès à l'expertise et à la technologie.

> "S'en remettre simplement à une bonne gouvernance interne et des gestions du risque "sophistiquées" ne résoudra pas le problème."

Diversifier la finance et protéger les objectifs de développement social

43 Le financement de droits aussi basiques que l'accès à un logement décent ou une retraite décente ne peut être dicté par des organismes à but lucratif. Les institutions financières qui ont des objectifs sociaux comme par exemple les régimes de financement des retraites et les services financiers solidaires, doivent être protégées et promues. Les prêts hypothécaires doivent être liés aux revenus des ménages et non à la valeur spéculative future du bien qui est ainsi financé. L'accès au crédit à la consommation doit être encadré par la réglementation pour permettre la transparence la plus totale et pour plafonner le coût du crédit, ainsi que des programmes d'éducation financière, notamment pour les ménages à bas salaire.

- Les gouvernements doivent revoir et si nécessaire améliorer la législation sur la protection des consommateurs afin de protéger les ménages des pratiques rapaces d'organismes de prêt et de la politique commerciale agressive de certaines banques.

Diversifier le secteur financier et soutenir les services financiers solidaires

46 L'accès au logement ne doit pas être dicté par la valeur actionnariale ou la croissance annuelle des revenus par action. Les solutions alternatives à l'industrie financière à but lucratif, tels que les banques coopératives, les caisses d'épargne et les mutuelles d'assurance doivent être soutenues par

des politiques publiques actives afin d'assurer une diversité des acteurs du secteur financier. Par ailleurs, la croissance phénoménale des fonds d'investissements souverains, notamment dans les pays émergents, a bouleversé le paysage des propriétaires d'actifs.

- Les services financiers solidaires tels que les systèmes coopératifs, les mutualistes et la micro-finance ciblée négociée avec les partenaires sociaux nationaux doivent être soutenus activement par les politiques publiques.
- La diversification de l'industrie financière requiert un débat renouvelé sur le rôle des fonds d'investissement détenu par les pouvoirs publics et la nécessité d'assurer que ces fonds respectent les critères de redevabilité publique.

Protéger les régimes de retraites des salariés

47 Les gouvernements reconnaissent-ils que les fonds de pension sont des institutions financières distinctes compte tenu des objectifs sociaux qu'ils poursuivent en matière de retraites ? Quelles en seraient les implications concernant la réglementation du financement et de la politique d'investissement des régimes des retraites ? Les règles de financement et d'investissement des fonds de pension doivent être fondées sur des principes de prudence stricts et limiter l'exposition aux produits à haut risque. Les règles comptables d'entreprises s'appliquant aux engagements en matière des retraites doivent être suffisamment flexibles pour permettre leur lissage sur la durée et éviter les effets pro-cycliques sur le bilan de l'entreprise abondant au régime.

- L'objet social d'une pension décente qui est porté par les régimes des retraites doit être mis en avant à la fois dans la réglementation sur le financement des fonds de pension et leur politique d'investissement.

48 La crise a démontré les dangers liés aux systèmes de retraites individualisés. Elle a aussi révélé les risques liés aux plans d'actionnariat salarié qui exposent doublement les salariés au risque de l'entreprise : de par leur emploi, de par leur épargne salarial. Bien que l'actionnariat salarié peut être intéressant dans certaines circonstances, pour autant il ne doit pas se substituer à la rémunération équitable des salariés ou au financement des retraites.

- Les systèmes de retraites individualisés à contribution définie et les autres comptes d'épargne non garantis doivent être revus afin d'assurer une retraite décente des salariés concernés.

Taxation internationale

49 Il serait temps de redécouvrir les propositions de taxation internationale des flux financiers à la lumière des comportements spéculatifs à court terme sur les marchés des matières premières. La proposition initiale d'une taxe Tobin sur le marché spot des transactions monétaires visait à contrer la volatilité provoquée par la spéculation à court terme. Que ces objectifs puissent être atteints par d'autres moyens reste en suspens. En revanche, l'instrument de la taxation internationale a fait preuve d'efficacité pour le financement d'objectifs de « biens publics » dont la lutte contre les inégalités mondiales et les initiatives de financement solidaire, comme par exemple la lutte contre le SIDA en Afrique.

- Un régime international de taxation des transactions financières doit être envisagé dont les revenus pourraient soutenir les institutions financières poursuivant des objectifs sociaux.

Répandre la responsabilité tout au long de la chaîne d'investissement

Réformer l'industrie de la notation du crédit

50 Les appels au renforcement de la surveillance et des mécanismes de prévention des conflits d'intérêt des agences de notation du crédit sont bienvenus. A l'instar du secteur de l'audit lors de l'épisode Enron 2001-2002, l'organisation oligopolistique de l'industrie de la notation du crédit ne semble pas être compatible avec l'impératif d'une notation indépendante et libre de tout conflit d'intérêt. Au-delà du renforcement de la transparence et de la prévention des conflits d'intérêt des agences de notation du crédit, l'organisation oligopolistique du secteur est-elle acceptable ? Faut-il promouvoir des agences de notation publiques ? Quelles seraient les implications au regard du développement des pratiques de notation extra-financière et de soutenabilité ?

- Les gouvernements doivent s'attaquer à l'organisation oligopolistique du secteur de la notation du crédit, notamment par la création d'agences publiques et le développement de la notation extra-financière.

Réglementer les transferts de risque du crédit et des produits dérivés

51 Les discussions en cours sur la régulation des agences de notation du crédit sont bienvenues mais pour autant elles ne s'attaquent pas au cœur du problème, à savoir l'opacité et l'absence de réglementation de l'industrie de la finance structurée (*asset-backed securities, credit default swaps*). S'en remettre simplement à une bonne gouvernance interne et des gestions du risque « sophistiquées » ne résoudra pas le problème. Après avoir liquidé les produits existants, la coopération internationale doit faire en sorte que les modèles futurs « octroi puis cession » des transferts du risque du crédit sont créés, approuvés et échangés sous la surveillance stricte des commissions d'opérations de bourse ou organismes de contrôle équivalents. De plus, ceux qui créent ces produits structurés ne doivent pas être en mesure de s'en débarrasser aussi facilement ; ils doivent garder la propriété d'une proportion importante de ces produits.

- Toutes les formes de transfert du risque crédit doivent être sous la surveillance des autorités publiques d'opérations de bourse.

52 Certaines formes de transactions sur les bourses d'actions et les marchés de matières premières ont été identifiées par les autorités publiques pour leur impact négatif sur les marchés. L'utilisation de techniques *hedging* de couverture contre la volatilité future des prix sans réelle propriété des actifs sous-jacents a contribué à la hausse spéculative des prix des matières premières.

- Des contrôles réglementaires doivent limiter les comportements spéculatifs sur les bourses, dont celles des marchés des matières premières et de l'énergie.

Réglementer les fonds d'investissements privés et les conglomérats

53 Quelle est la logique qui consiste à laisser des sociétés d'investissements privées et les accords entre investisseurs qui régissent leurs fonds opérer de par les frontières et sans véritable surveillance réglementaire ? L'échappatoire réglementaire créé par la croissance des fonds d'arbitrage *hedge funds* et des fonds de capital-investissement *private equity* doit être éliminé. Parce qu'ils ne sont pas réglementés et parce qu'ils font appel à l'endettement par effet de levier de manière excessive, les groupes d'investissements privés et les fonds qu'ils opèrent externalisent des coûts qui sont non seulement supportés par le système financier mais aussi par l'économie réelle tout

entière. De par leur taille et la perméabilité juridique avec les investisseurs institutionnels réglementés – assurance, fonds de pension, banques – les gouvernements sont dans l'obligation d'assurer des procédures correctes de certification, de divulgation d'information et de rétention de capital pour ces institutions. Il n'est pas exclu qu'une convergence ait lieu dans un futur proche entre sociétés de capital-investissement *private equity,* fonds d'arbitrage *hedge funds* et les banques d'affaires. La distinction entre Goldman Sachs et KKR ou Blackstone, qui par ailleurs ont élargi leurs offres de service au conseil aux entreprises, devient de plus en plus difficile à faire. La restructuration en cours du secteur bancaire aux Etats-Unis devrait accélérer ce rapprochement. A cet égard la résolution du parlement européen de septembre 2008 concernant les fonds *private equity* et *hedge funds*, constitue une avancée positive dans la mesure où elle appelle à une législation paneuropéenne des fonds p*rivate equity*.

- Les sociétés privées d'investissements telles que les *hedge funds* et les fonds *private equity* doivent être réglementées pour assurer une couverture réglementaire équitable de l'ensemble des fonds d'investissements collectifs.

54 L'empilement de différentes catégories de service financier – banque, assurance, salle des marchés, investissement privé – dépendant de différentes juridictions au sein d'un seul et même groupe financier constitue-t-il une situation saine du point de vue du régulateur ? Au lieu d'accroître la concurrence entres les acteurs financiers, le processus de désintermédiation des marchés financiers a donné naissance à des conglomérats mondiaux cumulant différents métiers financiers, relevant de différentes réglementations et d'autorités de surveillance.

- La couverture réglementaire et la surveillance doivent être renforcées pour les conglomérats financiers, pour leurs activités transfrontalières et pour leurs activités intragroupes.

Renverser la perversité des incitations financières des dirigeants et des intermédiaires

55 L'élaboration et l'approbation de la rémunération de l'ensemble des acteurs de la filière – dirigeants de société, gestionnaires d'actifs, banquiers, agences de notation, etc. – doivent être alignées sur les objectifs de stabilité à long terme et de performance de l'économie réelle. Seules la réglementation et une fiscalité ciblée peuvent aligner les incitations du secteur financier avec les intérêts de l'économie réelle. « L'autorégulation » et les normes volontaires sont tout simplement inefficaces.

- La rémunération des intermédiaires de la filière financière et des dirigeants d'entreprise doit être réglementée et structurée de manière à remplir des objectifs contractuels multi-annuels alignés sur les performances de l'entreprise dans sa totalité et approuvée par des tierces parties indépendantes, tels que l'assemblée générale des actionnaires.
- Des clauses rétroactives doivent être systématisées et les parachutes dorés interdits.

Combattre le court-termisme des entreprises

56 Outre la rémunération des dirigeants, la crise actuelle révèle d'autres aspects du court-termisme d'entreprise dévoilé par la crise d'Enron de 2001-2002. Au-delà de l'incompétence manifeste des CA, dont ceux en charge de la gestion du risque, des contentieux « anciens » en matière de gouvernance et de redevabilité des CA refont surface à travers l'OCDE. En l'occurrence plusieurs banques qui ont été touchées par la crise étaient

dirigées par des PDG « impériaux » qui ne faisaient face à aucun contre pouvoir du côté du CA. Ces mêmes groupes financiers ont attribué des dividendes et des programmes de rachat d'actions bien généreux au profit des actionnaires durant la récente période de croissance 2003-2006. Le *cash flow* devait être « libéré » – il nous était dit – pour créer de la « valeur actionnariale » au lieu d'être alloué aux réserves de l'entreprise. L'argent qui a été rendu aux actionnaires manque cruellement à ces mêmes groupes qui aujourd'hui doivent être recapitalisés.

- Des incitations réglementaires et fiscales doivent être introduites pour garantir que la distribution des bénéfices – dividendes par action, programmes de rachat d'actions, mises en réserves – soit cohérente avec l'objectif de durabilité à long terme de l'entreprise.
- Au-delà de la gestion du risque, c'est bien la redevabilité du CA, dont la stricte séparation des fonctions de président du conseil et de directeur général, qui doit être respectée dans les systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise

Sources

CROTTY & EPSTEIN 2008 "Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown", James Crotty & Gerald Epstein, Working Paper 181, PERI, University of Massachusetts, October 2008

ETUC 2008 "The financial crisis and the economic recession: a turning point for casino capitalism", ETUC Executive Committee, 15 October 2008

LAZONICK 2008 "The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy" William Lazonick, University of Massachusetts Lowell and Stockholm School of Economics, Revised September 2008

Documentation des organisations syndicales affiliées au TUAC, ainsi que de la CSI, des Fédérations Syndicales Internationales, l'OCDE, le FMI, la BRI et la couverture médiatique de la crise

“TUAC’s mission is to contribute to the establishment of the social, economic and political conditions which are essential to safeguard the principles of free citizenship and democratic institutions, and which above all can ensure a progressive improvement in the life and labour of the people”.

Vincent Tewson, then General Secretary of the British Trades Union Congress (TUC) elected as the Trade Union Advisory Committee’s first Secretary 1948.

TUAC

Trade Union Advisory Committee to the OECD (TUAC)
15, rue La Pérouse – 75016 Paris – France
Tel.: +33 (0)1 55 37 37 37
tuac@tuac.org
www.tuac.org