

INSTITUT EUROPEEN DE L'UNIVERSITE DE GENEVE

COLLECTION EURYOPA
VOL. 75-2012

**L'évolution de la réglementation financière européenne
suite à la crise 2007-2010**

Mémoire présenté pour l'obtention du
Master en études européennes
Par Beata Wachalowicz-Garcia

Rédigé sous la direction de Nicolas Levrat
Jurée : Céline Carrère
Genève, janvier 2012

« Il n'y aura pas de paix en Europe si les États se reconstituent sur une base de souveraineté, avec ce que cela entraîne de politique de prestige et de protection économique [...] Les pays d'Europe sont trop étroits pour assurer à leurs peuples la prospérité et les développements sociaux indispensables. Cela suppose que les États d'Europe se forment en une fédération ou en une unité européenne qui en fasse une unité économique commune ».

Jean MONNET,
Discours au Comité de Libération Nationale
prononcé le 5 août 1943.

Résumé

Abstract

L'objectif de ce travail de mémoire est d'analyser l'impact du droit de l'Union européenne sur les mesures employées par les États membres de l'UE durant la crise financière mondiale 2007-2010, ainsi que les nouvelles dispositions introduites depuis l'éclatement de celle-ci.

L'étude met en évidence les principaux dysfonctionnements du système de régulation qui ont conduit à la crise, donne une description détaillée des mesures de soutien mises en œuvre ainsi que les montants engagés par les autorités publiques dans l'Union européenne. Ce travail examine également les réformes réglementaires destinées à combler les lacunes que la crise récente a fait ressortir.

The current dissertation aims to analyze the impact of the European Union law on the measures employed by the EU Member States during the global financial crisis 2007-2010, and the new provisions introduced since its outbreak.

The study highlights the main dysfunctions of the regulatory system that led to the crisis, gives a detailed description of the support measures implemented and the amounts incurred by public authorities in the European Union. This thesis also examines the regulatory reforms designed to fill in the gaps that the recent crisis has drawn attention to.

Remerciements

Je souhaite adresser ici mes remerciements les plus sincères aux personnes qui m'ont apporté leur aide et l'encouragement pendant la rédaction de ce travail de mémoire.

J'adresse mes remerciements les plus chaleureux à mon mari pour sa contribution, son soutien, sa grande patience et la correction de ce travail. Sans lui ce mémoire n'aurait jamais vu le jour.

Je tiens à remercier sincèrement le Professeur Nicolas Levrat pour ses commentaires et suggestions inestimables qui m'ont permis de nettement améliorer ce travail.

Mes remerciements s'adressent également à mes amis proches et à ma famille qui m'ont soutenue et encouragée au cours de la réalisation de ce mémoire.

Sommaire

Résumé- Abstract	III
Remerciements	IV
Table des Figures	2
Avertissement	3
1. Introduction	
1.1. Objectifs de l'étude	4
1.2. Hypothèse et questions de recherche	4
1.3. Conceptualisation et définitions	5
1.4. Note sur la bibliographie et les sources	6
1.5. Aperçu	6
2. La crise financière de 2007 et ses causes	
2.1. Les origines de la crise	7
2.2. La crise des subprimes	7
2.3. La chute de Lehman Brothers	16
2.4. Implications pour l'économie mondiale	22
3. Gestion de la crise financière au niveau de l'Union européenne	
3.1. La Banque centrale européenne et sa politique monétaire	25
3.2. La Commission européenne face aux mesures de soutien budgétaire	27
4. Régulation de l'activité bancaire au sein de l'Union européenne	
4.1. L'historique de l'harmonisation du droit bancaire et financier au niveau européen	44
4.2. Réforme réglementaire suite à la crise financière	53
4.3. Le nouveau cadre européen de surveillance	63
5. Conclusion	
5.1. Les difficultés et limites de la recherche, et les pistes pour un approfondissement	68
Bibliographie	69
Annexe Chronologie des principaux événements de la crise	82
Table des matières	85

Table des Figures

Figure 1: Taux directeurs US et indice des prix de l'immobilier	9
Figure 2: Taux de croissance du PIB réel	23
Figure 3: Taux directeur de la BCE	26
Figure 4: Déficit public en % du PIB	40
Figure 5: Dette publique en % du PIB	41
Figure 6: Le « processus Lamfalussy »	51
Figure 7: Éléments clés pour un système financier sain et responsable	54
Figure 8: Un nouveau cadre européen de surveillance financière	64

Avertissement

Ce travail se penche sur la crise financière entamée en 2007, mais ne traite pas de la crise de la dette souveraine qui lui succède.

Les sources bibliographiques, juridiques et les événements survenus après le 1^{er} septembre 2011 ne sont pas traités.

1. Introduction

“If you owe your bank a hundred pounds, you have a problem, but if you owe a million, it has”.

John Maynard Keynes

“If you owe your bank a billion pounds everybody has a problem”.
The Economist

La crise financière qui a secoué l'économie mondiale dès l'été 2007 est la pire que l'Union européenne ait connue depuis sa création et, selon certains auteurs¹, elle aurait même pu menacer son existence. Cette crise à l'échelle mondiale a eu des conséquences dramatiques non seulement pour l'UE mais pour la majorité de ses partenaires financiers (les États-Unis, la Chine, le Japon, l'Inde), ainsi que pour les pays se trouvant dans son voisinage proche (à l'Est, au Moyen-Orient ou en Afrique). Elle a mis en exergue à la fois la nécessité et les limites de l'action européenne commune ainsi que la faiblesse des réglementations existantes. Elle a aussi à nouveau ouvert le débat sur le rôle que les pouvoirs publics ont à jouer dans l'économie.

En mobilisant les moyens d'intervention publique, la crise a mis en évidence leur utilité. En effet, l'État est le seul acteur économique qui – grâce à ses instruments beaucoup plus puissants, ainsi que sa rationalité propre qui vise l'intérêt général et diffère de ce fait de celui des agents privés – peut aller à rebours quand l'économie est à la baisse et les forces privées du marché sont impuissantes.

En outre, la crise a remis en question la capacité des marchés à s'autoréguler et a souligné la nécessité de se doter d'un cadre juridique adéquat, y compris au plan européen et international, d'une part pour limiter la durée et l'ampleur de la récession, et d'autre part pour réduire la fréquence et la profondeur des crises futures. Il est important de s'intéresser à ceci car les crises s'avèrent extrêmement coûteuses pour les économies qu'elles touchent en termes des dépenses publiques substantielles qu'elles imposent, mais aussi en termes de coûts sociaux très importants.

1.1. Objectifs de l'étude

L'objectif de ce travail est d'analyser l'impact du droit de l'Union européenne sur les mesures employées par les États membres de l'UE durant la crise, ainsi que les nouvelles dispositions introduites depuis l'éclatement de celle-ci.

À cette fin, deux plans d'analyse ont été identifiés et étudiés. Au premier niveau, l'étude se concentrera sur les mesures prises pendant la crise par la Banque centrale européenne dans le cadre de sa politique monétaire, ainsi que sur les actions entreprises par les États membres qui relèvent de leur politique budgétaire. Une attention particulière sera portée sur l'incidence du droit de l'Union européenne sur ces dernières, notamment en ce qui concerne les règles établies par le Pacte de stabilité et de croissance et les dispositions européennes sur les aides d'État. À un deuxième niveau, l'analyse portera sur les efforts employés par les institutions européennes pour renforcer la réglementation bancaire et financière et établir un nouveau cadre de surveillance.

1.2. Hypothèse et questions de recherche

Au départ, l'idée derrière ce travail de mémoire était d'analyser les actions entreprises par les pouvoirs publics durant la crise financière récente dans le but de juger s'il était possible de parler d'un retour

¹ Voir par exemple: AA, « Europe's Existential Threat », *Boston Globe*, 13 mars 2009.

progressif des pouvoirs publics dans l'économie après une longue période de règne de l'approche du *laissez-faire* pour tout ce qui touchait à la sphère bancaire et financière. Ce fort engagement étatique présent tant en Europe qu'aux États-Unis faisait apparaître de nombreuses questions et inquiétudes sur la durée et l'ampleur de cette intervention.

Toutefois, durant la phase exploratoire de ce travail, d'autres questions se sont révélées plus intéressantes et plus pertinentes. Tout d'abord, dans cette recherche de solutions à la crise, quelle est la place de l'Union européenne ? A-t-elle été capable d'exercer un *leadership* ? Quel rôle a-t-elle assumé en tant qu'autorité publique pendant la crise ? Et quel rôle ont pu jouer les institutions européennes ? D'autre part, l'Union européenne était-elle bien armée pour gérer une crise d'une telle ampleur ? S'est-elle dotée des nouveaux outils d'action pour ce faire ? De manière générale, la crise a-t-elle permis d'accélérer le processus d'intégration et le développement du marché unique européen des services financiers ?

Après cette première phase d'exploration, l'hypothèse de recherche qui a été retenue pour l'analyse est la suivante ; la crise financière entamée en 2007 a permis à l'intégration européenne de progresser beaucoup plus vite et d'une manière beaucoup plus profonde que si elle n'avait pas eu lieu.

1.3. Conceptualisation et définitions

Avant de commencer l'analyse, il convient de clarifier quelques notions clés dont une définition précise sera indispensable pour la bonne compréhension de cette étude.

Tout d'abord, la notion de pouvoirs publics sous-tend dans ce travail tout ce qui relève du secteur public par opposition au secteur privé. Autrement dit, tout ce qui est *hors marché*. Il s'agit donc des États *stricto sensu*, c'est-à-dire des gouvernements nationaux, mais également des autorités de l'Union européenne telles que la Commission européenne, le Conseil ou le Parlement européen. Sont aussi incluses dans cette notion les autorités monétaires ; les banques centrales nationales et la Banque centrale européenne. Celles-ci, même si elles sont indépendantes, font partie du pôle public et sont ainsi *hors marché*.

Deuxièmement, il est important de faire une distinction entre régulation et réglementation. La réglementation désigne l'ensemble des normes établies par l'autorité publique qui régissent les rapports entre les acteurs. Dans le cas de la réglementation bancaire et financière, ces acteurs sont les institutions financières. La régulation peut s'expliquer par opposition au *laissez-faire*, elle vise à donner une stabilité au système afin d'assurer son bon fonctionnement. La régulation bancaire est « un ensemble de règles, d'incitations et de pratiques des autorités publiques de supervision qui visent à instaurer et à maintenir la stabilité financière. Un système bancaire et financier est stable s'il est capable d'absorber les chocs sans apparition de processus cumulatifs de nature à entraver le transfert de fonds disponibles aux projets d'investissement efficaces et le paiement des transactions dans l'économie »².

Bien évidemment, il sera utile pour cette étude de définir la crise financière, malgré que, comme l'a remarqué l'économiste américain Raymond Goldsmith, cette définition soit du même genre qu'une belle femme ; difficile à définir, mais facilement reconnaissable une fois rencontrée³. Les crises financières peuvent être très diverses suivant les types de marchés ou les institutions financières qu'elles frappent. Ainsi il y a des crises bancaires, immobilières, boursières, de change, de la dette souveraine et de nombreuses autres⁴. L'historien de l'économie, Charles P. Kindleberger, dans son célèbre ouvrage *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, définit la crise financière comme une brève mais forte détérioration subite de tous ou plusieurs indicateurs financiers⁵. Dans le cas de la crise bancaire (un type de crise financière), ce sont les banques qui subissent une telle détérioration. La crise systémique est une forme paroxystique de la crise financière, elle « peut avoir pour origine un choc microéconomique (la

² Frederic S. MISHKIN (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, 9e éd., Paris, Pearson Education, 2010, p. 335.

³ Charles Poor KINDLEBERGER, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, London, Basingstoke, Macmillan, 1989, p. 6.

⁴ Robert BOYER (et al.), *Les crises financières : rapport*, Paris, La Documentation française, 2004, p. 13.

⁵ Charles Poor KINDLEBERGER, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, *op. cit.*, 1989, p. 6.

faillite d'une institution financière) ou macroéconomique (le défaut de ménages pauvres) qui se propage à une partie importante du système financier avec une transmission au secteur réel de l'économie »⁶ et de ce fait elle met en cause la stabilité du système financier global.

1.4. Note sur la bibliographie et les sources

La bibliographie de ce travail de recherche est surtout composée par des textes de droit communautaire. En font partie les textes juridiquement contraignants ainsi que les mesures dites de « droit mou » (*soft law*) qui sont plus ou moins contraignantes pour les États membres, il s'agit notamment ici des Communications de la Commission européenne. Les ouvrages généraux de droit financier et bancaire de l'Union européenne font également partie de la bibliographie.

Le nombre d'ouvrages traitant du sujet de la crise, un sujet toujours d'actualité, reste restreint, surtout en ce qui concerne l'analyse juridique et non économique. Ce sont donc les articles de presse qui ont pu fournir les nombreuses informations nécessaires pour écrire ce travail de mémoire.

1.5. Aperçu

L'étude est subdivisée en cinq parties, la première étant cette introduction.

La deuxième expose le problème central de la recherche ; la crise et ses causes. Elle met en évidence les principaux dysfonctionnements du système de régulation qui y ont conduit et donne ainsi la base pour comprendre le sujet et les réponses réglementaires qui ont été élaborées par la suite afin de combler ces lacunes. Il fournit également les définitions clés, dont le but est de mettre en évidence les notions essentielles sur lesquelles la future réglementation a été basée.

Le chapitre qui suit donne une description détaillée des mesures de soutien employées (et les montants engagés), allant des injections de liquidités par la Banque centrale européenne, en passant par les recapitalisations et les garanties couvrant les dettes, jusqu'aux liquidations des institutions défailtantes. De nombreux États ont exploité au maximum le degré de flexibilité offert par le Pacte de stabilité et de croissance et par les règles concernant les aides d'État. Cette partie du travail explique comment ces deux dispositifs ont été adaptés afin de mieux répondre aux circonstances exceptionnelles de la crise.

La quatrième partie est entièrement dédiée à l'examen des instruments juridiques destinés à la prévention d'une crise financière. Elle expose d'abord les principaux efforts consacrés à l'harmonisation de la réglementation bancaire et financière européenne depuis les années 70, pour ensuite examiner dans quelle mesure la crise récente a pu stimuler le développement de celle-ci. Une importance particulière sera donnée au nouveau cadre de supervision financière.

Le chapitre cinq conclut le travail.

⁶ Christophe BOUCHER, Hélène RAYMOND, « Les crises bancaires et financières » in Christian DE BOISSIEU (sous la dir. de), *Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation*, 3e éd., Paris, Economica, 2009, p. 90.

2. La crise financière de 2007 et ses causes

"You only find out who is swimming naked when the tide goes out".
Warren Buffett

Le présent chapitre traite de la crise et de ses causes⁷. Il est important de comprendre ce qui y a conduit avant de passer à l'analyse des réponses publiques qui ont été apportées, surtout en ce qui concerne la nouvelle réglementation qui traite spécifiquement les problèmes identifiés comme étant les causes de la crise.

La crise financière récente est née dans le secteur confiné des crédits hypothécaires américains à risque, toutefois en raison de la globalisation financière elle s'est vite propagée à l'ensemble de l'économie mondiale. D'abord financière, puis bancaire, elle a été suivie par un ralentissement économique profond encore visible aujourd'hui. Les conséquences de cette crise, incluant une dette publique importante, incomberont aux générations futures. Bien que les problèmes commencent à l'été 2007, leur origine est à chercher précédemment.

2.1. Les origines de la crise

La crise de 2007 fait suite à l'éclatement de la bulle spéculative de l'immobilier. Cette dernière a été largement soutenue par son mode de financement lié à la titrisation du risque ; principe qui consiste à transférer le risque associé à un crédit à plusieurs investisseurs en sortant le crédit du bilan des banques. Le recours massif à cette technique, qui était censée mieux répartir les risques, a accru de manière importante le volume des crédits offerts sur le marché et a finalement fait prendre d'énormes risques aux bailleurs de fonds qui pensaient investir dans des produits « sûrs », puisque notés par les agences de notation en tant que triple A.

Le point suivant traite plus en détail la formation de cette crise.

2.2. La crise des subprimes

Le terme *subprime* fait référence à un type de prêt hypothécaire dont la qualité de l'emprunteur est considérée comme la plus faible parmi les trois catégories existantes⁸ aux États-Unis.

Pour comprendre les origines de la crise des *subprimes*, il faut remonter au début des années 2000. À ce moment, les États-Unis se relèvent de la crise boursière de 2001 et de l'éclatement de la bulle « Internet », et doivent faire face à une période incertaine après les attaques du 11 septembre. Pour soutenir la croissance américaine entrée en récession, la Réserve fédérale (Fed) baisse rapidement et considérablement son taux directeur pour atteindre 1 % en juillet 2003. Ces taux particulièrement bas ont été maintenus pratiquement jusqu'à fin 2004, ce qui représente une période particulièrement longue.

La faiblesse des taux d'intérêts et l'abondance de liquidités ont amené les investisseurs institutionnels à chercher de nouveaux types de placements produisant un rendement plus élevé que de simples obligations, mais avec un risque malgré tout limité. L'ingénierie financière a permis aux banques de proposer une gamme de produits dérivés répondant à ces attentes du marché. La titrisation a alors pris son

⁷ Pour une chronologie des principaux événements de la crise voir Annexe 1.

⁸ Les autres catégories sont *Alt(ernate)-A* et *prime* (également appelée *A-paper*). Cette dernière étant la moins risquée, alors que la première est considérée comme à risque moyen. Source : Frederic S. MISHKIN (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, op. cit., 2010, p. 276.

envol⁹. Cette technique a donné la possibilité à un nombre croissant de personnes d'accéder à la propriété. À ce moment, la volonté politique était clairement favorable à ce que même les gens les plus pauvres, y compris les NINJA¹⁰, puissent faire l'acquisition d'un bien immobilier.

Cette expansion du crédit a entraîné une augmentation de la demande pour les biens immobiliers, participant ainsi à l'augmentation des prix (jusqu'à l'automne 2006 aux États-Unis et jusqu'en 2008 en Europe¹¹) qui a participé à la formation d'une bulle spéculative.

Aux États-Unis, le système de crédit hypothécaire fonctionne selon un modèle où les emprunteurs ne sont pas tenus de rembourser le capital durant la durée de l'emprunt. Ils doivent uniquement payer les intérêts de la dette et ce n'est qu'à l'échéance de leur crédit qu'ils pourront amortir leur dette. Cela signifie qu'ils paieront pendant toute la durée de l'emprunt des intérêts sur la totalité de la somme prêtée. Ce système suppose que les clients des banques se seront suffisamment enrichis pour pouvoir épargner les sommes nécessaires au remboursement du crédit.

Les prêts *subprime* sont souvent accordés à taux variable pour une durée de 30 ans. Après une période initiale de 2 ou 3 ans durant laquelle des taux fixes attractifs sont pratiqués, la *reset period* est atteinte et un taux variable bien moins favorable est appliqué¹². Ce taux est indexé sur un indice et majoré d'une « prime de risque » élevée. C'est en général à ce moment que les difficultés commencent pour les emprunteurs, et c'est ce qui s'est effectivement passé aux États-Unis à partir de 2005.

Durant les années qui ont précédé la crise, les banques ont eu de plus en plus recours à la titrisation et se sont de moins en moins préoccupées de la gestion de leur risque de crédit, puisque celui-ci était transféré aux investisseurs. Ceci a créé un problème d'aléa moral car les grandes banques ont été amenées à penser que si leur plus mauvais scénario se réalisait, l'État ne les laisserait pas tomber. Un des effets de ce relâchement dans l'évaluation du risque a été que plus aucun apport initial n'était exigé de la part de l'emprunteur lorsque celui-ci souhaitait faire l'acquisition d'un bien immobilier. La réglementation insuffisante du marché hypothécaire américain, résultat de la déréglementation financière (*cf.* point 2.2.1), n'a certainement pas aidé à mettre en place les garde-fous qui auraient été nécessaires¹³.

Entre 2001 et 2005, le marché des *subprimes* aux États-Unis est passé de 180 milliards de dollars à 625 milliards¹⁴.

Après avoir maintenu le loyer de l'argent à un taux très bas et pendant une période exceptionnellement longue (du début 2002 à l'été 2004, *cf.* Figure 1), la Fed amorce en juin 2004 une remontée de son taux directeur¹⁵, passant de 1 % à 5,25 % en l'espace de deux ans. Cette augmentation du taux a eu des répercussions directes sur le montant des mensualités dues par les débiteurs après la période du *reset*, conduisant les plus fragiles d'entre eux à un défaut de paiement.

Au printemps 2006, alors que les taux d'intérêt sont encore en train de monter, les prix de l'immobilier se stabilisent puis se mettent à baisser. Malgré ce contexte, les crédits *subprime* continuent à être massivement

⁹ Selon le rapport de Larosière, l'émission de titres adossés à des actifs (ABS) aux États-Unis est passée de 337 milliards de dollars en 2000 à plus de 1'250 milliards en 2006. Source : Point 10 du Rapport Larosière, 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

¹⁰ NINJA est l'abréviation de *No income, no job, no assets*.

¹¹ Michel AGLIETTA, *La crise: Les voies de sortie*, Michalon éditions, Paris, 2010, p. 37.

¹² Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière*, 2e éd., Paris, Presses universitaires de France, 2009, p. 34.

¹³ Voir point 17 du Rapport Larosière, 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

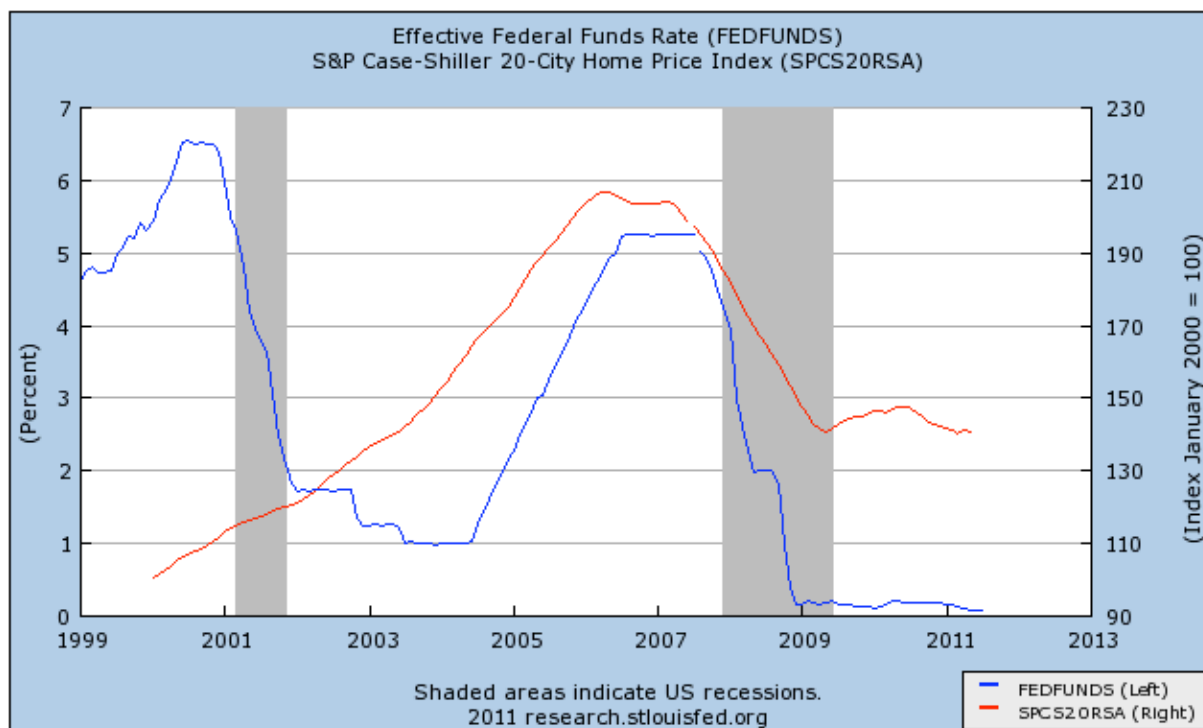
¹⁴ *Ibid.*, point 8.

¹⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm#2007>.

accordés et les produits dérivés issus de leur titrisation continuent d'être notés par les agences de notation comme très sûrs jusqu'au printemps 2007¹⁶.

C'est avec l'éclatement de la bulle spéculative de l'immobilier que la crise des *subprimes* va se déclencher de manière abrupte. Les défauts de paiements vont se succéder¹⁷ ce qui va conduire les investisseurs à se retirer du marché des produits dérivés, contribuant ainsi à alimenter la chute de leur valeur et à raréfier leurs échanges.

FIGURE 1: TAUX DIRECTEURS¹⁸ US ET INDICE DES PRIX DE L'IMMOBILIER¹⁹



Dans ce contexte de baisse importante des prix de l'immobilier (*cf.* Figure 1), les banques n'ont plus été en mesure de vendre les habitations hypothéquées à un montant leur permettant de récupérer les sommes prêtées. L'afflux simultané de biens immobiliers à vendre a définitivement entraîné l'effondrement de ce marché²⁰ et a mené à la disparition de plusieurs sociétés actives dans le domaine du crédit hypothécaire à risque.

Les prochains points dressent le tableau des principaux éléments ayant participé à la formation et à l'éclatement de cette crise.

¹⁶ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, *op. cit.*, 2010, p. 39.

¹⁷ Le taux de défaillance a pu atteindre 20 %. Source : Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière*, *op. cit.*, 2009, p. 35.

¹⁸ Le *federal funds effective rate* correspond au taux d'intérêt moyen pondéré auquel les institutions de dépôt se prêtent des fonds. La banque centrale des États-Unis parvient à faire converger ce taux vers son taux directeur (*federal funds target rate*) grâce à des opérations d'*open market* qui consistent en l'achat et la vente de bons du Trésor sur le marché interbancaire. En pratique, l'*effective rate* suit donc de très près le *target rate*. Source : Federal Reserve Bank of New York.

¹⁹ Source : Federal Reserve Bank of St. Louis.

²⁰ La perte lors de la revente s'est élevée jusqu'à 40 %. Source : Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière*, *op. cit.*, 2009, p. 35.

2.2.1. La déréglementation bancaire

L'origine de la déréglementation des marchés remonte au début des années 80, époque où Ronald Reagan et Margaret Thatcher imposent la suppression de certaines contraintes réglementaires²¹. Cette déréglementation s'inscrit dans le mouvement de libéralisation économique qui a pour objectif de supprimer tout obstacle pouvant entraver la concurrence, ainsi que de favoriser le *laissez-faire* économique au travers d'une réduction du contrôle de l'État. L'hypothèse d'efficience des marchés²², largement acceptée par les milieux financiers, a apporté la caution académique nécessaire pour soutenir les demandes de dérégulation émises par les banques²³. Or la libéralisation financière, accompagnée d'une insuffisance de supervision bancaire, a rendu les banques plus vulnérables aux chocs macroéconomiques.

La déréglementation bancaire aux États-Unis s'est traduite par l'abrogation du *Glass-Steagall Act* en 1999. La disparition de cette loi a permis aux banques d'investissement d'effectuer des opérations jusque-là restreintes aux banques commerciales (par exemple l'acceptation de dépôts va leur permettre de participer à la création de crédit), et à ces dernières d'émettre et de détenir des valeurs mobilières. L'apparition de banques « universelles »²⁴ comme Citigroup, UBS et Deutsche Bank ne s'est pas fait attendre.

De surcroît, l'adoption aux États-Unis en 2000 de la *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA), a confirmé le refus de donner à la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)²⁵ le pouvoir de réglementer le marché d'échange des produits dérivés, en particulier le marché de gré à gré (*over-the-counter* ou OTC). Bien qu'il ne soit pas certain qu'une supervision de ces marchés aurait permis d'observer la formation d'une bulle spéculative et d'anticiper la crise des *subprimes*, une plus grande transparence sur les acteurs impliqués ainsi que sur les volumes échangés aurait vraisemblablement pu contribuer à une gestion plus efficace de la crise²⁶.

2.2.2. L'aléa moral

L'aléa moral (*moral hazard*) désigne le principe qui veut qu'un agent (une personne ou une entreprise) une fois assuré se conduise de façon plus risquée que s'il était totalement exposé risque²⁷. Un exemple pourrait être le cas d'un conducteur automobile couvert par une assurance qui le protège du risque d'amendes liées à des excès de vitesse. Il est dès lors très probable que son comportement change et qu'il se mette à rouler plus vite faisant ainsi courir un risque financier plus important pour son assureur. Les assureurs peuvent prendre certaines mesures pour essayer de réduire l'aléa moral. Dans le cas de l'automobiliste, l'assureur peut introduire une franchise ce qui mènera le conducteur à s'exposer au risque.

²¹ François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, Lausanne, LEP Loisirs et pédagogie, 2009, p. 13.

²² L'hypothèse d'efficience des marchés (*efficient market hypothesis* ou EMH) a été développée par le professeur Eugene Fama de l'université de Chicago dans les années 60. Le concept central de l'EMH est que le prix d'un actif financier reflète toutes les informations disponibles qui influencent sa valeur. Ainsi, tout écart par rapport à la valeur d'équilibre ne peut pas durer et de ce fait les bulles ne peuvent pas se former. Voir : Eugene F. FAMA, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 25 mai 1970, pp. 383-417. En ligne : <http://www.jstor.org/stable/2325486>. Voir également : AA, « Efficiency and beyond », *The Economist*, 16 juillet 2009. En ligne : <http://www.economist.com/node/14030296>.

²³ Paul DE GRAUWE, « The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies », *CEPS Policy brief*, No. 178, novembre 2008, p. 2.

²⁴ Une banque « universelle » désigne un établissement bancaire qui regroupe les activités traditionnelles de la banque de détail (gestion des dépôts et prêts) ainsi que celles de la banque d'investissement (émissions de titres, courtage). Source : François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, op. cit., 2009, pp. 14 et 79.

²⁵ La *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) est une agence indépendante, fondée en 1974 par le Congrès américain, dont le mandat est de réglementer les marchés à terme et d'options aux États-Unis. Source : <http://www.cftc.gov>.

²⁶ La Fed n'a par exemple pas pu anticiper que la faillite de la banque Lehman Brothers allait mettre en difficulté des fonds commun de placements. Source : Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, op. cit., 2010, pp. 66, 67 et 101.

²⁷ AA, « Aléa moral, institutions et crise », *Économie & Finance*, 15 décembre 2008. En ligne : <http://www.economie-finance.com/alea-moral-institutions-crise>.

Avant la crise, les banques ont pu avoir un comportement plus enclin à prendre des risques sachant qu'un prêteur de dernier ressort (une banque centrale) viendrait les secourir en cas de problème de liquidité ou même de solvabilité. Les plus grands de ces établissements ont pu prendre le pari qu'en raison de leur importante taille et de leur rôle dans l'économie, les autorités ne pouvaient les laisser disparaître sans prendre le risque d'une crise systémique désastreuse. Cette situation correspond au concept du *too big to fail* (« trop grand pour faire faillite »). Les autorités doivent à ce moment faire un arbitrage entre les conséquences sur l'économie liées à la faillite d'un établissement bancaire et une intervention de leur part qui pourrait être interprétée par les autres acteurs sur le marché comme un signe qu'ils seront également sauvés en cas de difficultés.

De la même manière qu'un assureur privé tente d'éviter l'impact de l'aléa moral, les autorités de régulation essaient de limiter ses conséquences au travers de la supervision et de la réglementation des activités des banques et des institutions financières. Toutefois le cadre réglementaire en place n'a pas permis d'empêcher des dérapages. Les États-Unis ont renforcé celui-ci par la création d'une nouvelle agence de réglementation²⁸ (*Financial Stability Oversight Council*) dont l'un des principaux objectifs consiste à évaluer l'impact économique lié aux limitations réglementaires²⁹ qui ont pour but de réduire le risque systémique.

En Europe, la Commission européenne a également introduit des mesures³⁰ visant à prévenir le risque d'aléa moral (ce point est développé dans la section 3.2.1.2).

Les banques qui ont massivement converti leurs prêts en titres adossés à des créances hypothécaires (*mortgage-backed security* ou MBS) ou à des actifs (*asset-based security* ou ABS) grâce au processus de titrisation, ou qui se sont débarrassées du risque de crédit au travers de la vente de produits dérivés de crédit (*credit default swap* ou CDS), avaient perdu toute incitation à évaluer correctement la qualité de leurs emprunteurs et ont donc été sujettes à un certain aléa moral. Ceci a eu pour conséquence d'aboutir à une situation de sous-évaluation généralisée du risque.

2.2.3. Le miracle de la titrisation

L'innovation dans le domaine de l'ingénierie financière durant ces deux dernières décennies s'est traduite par l'essor de la titrisation au travers de « valeurs mobilières adossées à des actifs » (*asset-backed security* en anglais) et par le développement de nouveaux types de produits financiers³¹. La complexité de ces derniers a parfois pu échapper aux dirigeants des sociétés bancaires ou à leurs responsables de la gestion des risques.

La titrisation est une technique financière qui permet de transformer des créances en produits financiers négociables en bourse après leur passage par des structures *ad hoc*³², appelées *Conduit* ou *Special Purpose Vehicle* (SPV)³³. Ces structures sont mises en place par le cédant qui est à l'origine de l'opération de

²⁸ La nouvelle agence de réglementation créée est un des éléments introduits dans la loi *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* entrée en vigueur le 21 juillet 2010, Sec. 123. En ligne : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

²⁹ Ces mesures réglementaires visent à limiter la taille des institutions financières et réduire ainsi le risque d'aléa moral associé aux cas *too big to fail*.

³⁰ Voir considérant 27 de la Communication de la Commission – Application des règles en matière d'aides d'État aux mesures prises en rapport avec les institutions financières dans le contexte de la crise financière mondiale, *Journal officiel* n° C 270, 25 octobre 2008, pp. 8-14.

³¹ CDS – *credit default swap*, CDO – *collateralized debt obligations*.

³² François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, op. cit., 2009, p. 55.

³³ Ce type de structure hors bilan est généralement utilisé lors d'opérations de déconsolidation, de titrisation ou de financement de projets spécifiques importants (p.ex. : centrale électrique). Elle peut prendre la forme d'une société ou d'un *trust*. Cette structure offre l'avantage d'isoler la société qui l'a créée du risque financier du SPV. De la même manière, le SPV est protégé du risque de faillite ou de défaut du cédant, ce qui garantit à l'investisseur la priorité sur la perception des flux de trésorerie générés. Juridiquement, la banque n'a aucun rapport avec l'investisseur du fait que le SPV est interposé entre les deux. D'un point de vue fiscal, ces structures sont la plupart du temps basées dans des

titrisation des créances hypothécaires³⁴. L'objectif de ce type d'opération consiste à transférer le risque à un investisseur. Cela présente l'avantage pour la banque de pouvoir sortir des créances de son bilan et de réaliser un bénéfice immédiat grâce aux commissions perçues sur la vente des produits titrisés.

Généralement le processus de titrisation repose sur l'acquisition par une banque d'investissement d'un portefeuille de crédits individuels peu liquides auprès de banques régionales ou de courtiers³⁵. Pour être titrisés, les crédits doivent être de nature homogène (même catégorie d'actifs) et avoir une certaine indépendance statistique³⁶ (p. ex. crédits hypothécaires de différentes régions géographiques). Ces crédits sont ensuite regroupés sous forme de *pools* constitués par des lots de 1000³⁷ à 5000³⁸ crédits d'une valeur de 100'000 à 500'000 dollars chacun. La constitution de ces *pools* est sensée permettre de mieux distribuer le risque de crédit.

La banque, à travers son SPV, va alors émettre des titres en contrepartie de ces *pools* en y introduisant le principe de subordination, c'est-à-dire en appliquant un classement par ordre de priorité de remboursement. Cela se traduit dans la plupart des cas par un découpage du portefeuille en trois tranches en fonction de la solvabilité des emprunteurs³⁹. La tranche « supérieure » est celle qui présente le moins de risques et est donc celle qui offre les rendements les plus faibles. Cette tranche est appelée *senior* ou *super-senior* et représente environ 70 à 80 % du portefeuille. La tranche « intermédiaire » est appelée *mezzanine* et couvre 10 à 20 % du portefeuille. La dernière tranche, *equity*, est la plus risquée mais offre les meilleurs rendements. Elle représente environ 5 à 10 % du portefeuille.

Chacune de ces tranches va donner lieu à une notation de la part des agences de notation en fonction de sa qualité. Pour cette raison, les agences de notation sont souvent impliquées dans le processus de structuration qui permet de définir l'épaisseur et le contenu de chaque tranche. L'objectif pour la banque étant d'obtenir la note AAA (triple A) pour la meilleure tranche. En effet, cette note leur permet de s'assurer que leur produit pourra être acheté par les plus gros investisseurs (assurances, fonds de pension), et dont les politiques internes les contraignent à investir uniquement dans des produits notés AAA. La tranche *mezzanine* est souvent associée à la note BBB (investissement raisonnable), alors que la tranche *equity* est notée C (spéculative).

La quête des banquiers, à la recherche de produits porteurs de davantage de rendements, a amené leurs ingénieurs financiers à la création de CDOs (*collateralized debt obligations*). Ces produits ne sont pas directement basés sur des créances hypothécaires, mais peuvent être adossés à des obligations d'entreprises (on parle alors de *collateralized bond obligation*) ou à des prêts bancaires (*collateralized loan obligation*). D'autres types de CDOs existent comme par exemple les CDOs « synthétiques »⁴⁰ qui sont adossés à un dérivé de crédit (*credit default swap*) ou les CDOs adossés à des produits structurés tels que des ABS, MBS, RMBS (*residential mortgage-backed security*) qui sont eux-mêmes issus d'un processus de titrisation⁴¹. Ce dernier type de CDO est souvent constitué à partir de la tranche *mezzanine* d'un MBS (notée BBB)⁴² qui est la plus difficile à vendre⁴³. Grâce au processus de titrisation qui lui est appliqué, et au principe de subordination, la banque va pouvoir générer de nouveaux titres notés triple A. Finalement, on trouve aussi des CDOs « au carré » ou « au cube » qui sont adossés à des tranches de CDOs issues d'une titrisation précédente.

paradis fiscaux afin de bénéficier d'une imposition plus favorable. Source : Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière, op. cit.*, 2009, p. 28-29.

³⁴ *Ibid.*, p. 28.

³⁵ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie, op. cit.*, 2010, p. 27.

³⁶ Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière, op. cit.*, 2009, p. 27.

³⁷ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie, op. cit.*, 2010, p. 27.

³⁸ François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète, op. cit.*, 2009, p. 56.

³⁹ *Ibid.*, p. 59.

⁴⁰ Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière, op. cit.*, 2009, p. 39.

⁴¹ François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète, op. cit.*, 2009, p. 68.

⁴² *Ibid.*, p. 68.

⁴³ Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière, op. cit.*, 2009, p. 39.

Les produits financiers créés en utilisant la technique de titrisation sont négociés hors bourse, sur le marché secondaire de gré à gré. Le fait que ces produits aient été échangés sur ce type de marché, échappant à toute supervision, n'a pas permis aux pouvoirs publics ni aux institutions financières d'avoir connaissance de l'exposition des acteurs du marché, rendant ainsi l'évaluation des risques particulièrement difficile à établir. Le manque de transparence sur le marché de gré à gré a également contribué à un assèchement du crédit interbancaire⁴⁴ au moment où la crise a éclaté, nécessitant l'intervention des banques centrales (*cf.* point 2.3).

Le développement de l'ingénierie financière, ainsi que dans une certaine mesure l'influence de l'argumentation soutenant l'hypothèse de l'efficacité des marchés, ont faussement pu laisser croire que l'utilisation de ces nouveaux produits financiers conduirait à une meilleure répartition du risque⁴⁵, réduisant ainsi le risque systémique et le besoin de régulation des marchés financiers par les gouvernements ou les banques centrales⁴⁶. Cependant, le manque de fiabilité des notes émises sur ces produits par les agences de notation a conduit à une sous-évaluation du risque. Cette évaluation incorrecte du risque peut s'expliquer pour diverses raisons. D'une part des conflits d'intérêts ont pu apparaître en raison du modèle d'affaires des agences de notation et de leur manque d'indépendance quant à la notation de produits qu'elles ont structurés (ce thème est développé plus en détail au point 2.2.5). D'autre part, ce manque de fiabilité peut s'expliquer par l'insuffisance de données historiques sur l'évolution de la valeur des produits dérivés, en particulier en période de récession. Ces carences ont pu conduire à un biais vers le haut des notes délivrées⁴⁷.

Avec le recul, nous pouvons nous interroger sur le fait que les acteurs du marché (les investisseurs, les banquiers, et les pouvoirs publics) n'aient pas décelé la faille de cette nouvelle classe d'actifs qui rapportait davantage que des obligations ordinaires et qui était tout aussi bien notée⁴⁸. Selon l'expression anglo-saxonne « *There's no such thing as a free lunch* »⁴⁹, le rendement potentiel d'un investissement est lié aux risques encourus.

La cupidité et l'influence du secteur financier sur le monde politique peuvent en partie expliquer les défaillances et faiblesses des pouvoirs publics à assurer leurs responsabilités de gouvernance du système financier afin de prévenir le risque de crise systémique.

2.2.4. L'effet de levier

Un facteur supplémentaire ayant également fortement contribué à la crise des *subprimes* réside dans l'emploi d'un effet de levier. Ce mécanisme permet de fortement amplifier le rendement des fonds propres investis en ayant recours à l'emprunt pour financer l'acquisition de titres. Plus la proportion de l'emprunt est importante, meilleur sera le rendement en cas d'évolution favorable du titre. Par contre en cas de baisse du titre, les pertes seront elles aussi très importantes. L'effet de levier provient du fait qu'uniquement une faible quantité de dépôts est exigée.

Dans le cas de figure où le marché baisse et que la valorisation (*mark-to-market*⁵⁰) des titres détenus engendre une perte potentielle supérieure au dépôt initial, la banque prêteuse va effectuer un appel de marge (*margin call*) afin de reconstituer son coussin de sécurité. En pratique, cela signifie que lorsque le montant des dépôts effectués par l'emprunteur ne suffit plus à couvrir la perte enregistrée par les titres déposés en garantie, le prêteur va exiger de l'emprunteur qu'il augmente la somme en dépôt d'un montant au moins équivalent à la perte enregistrée.

⁴⁴ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, *op. cit.*, 2010, pp. 67-68.

⁴⁵ *Ibid.*, p. 30.

⁴⁶ Paul DE GRAUWE, « The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies », *op. cit.*, novembre 2008, p. 2.

⁴⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores, *CNMV annual report regarding its actions and the securities markets*, Madrid, 2009, p. 47. En ligne : http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/AnnualReport2009_weben.pdf.

⁴⁸ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, *op. cit.*, 2010, p. 30.

⁴⁹ Cette expression a été popularisée par l'économiste Milton Friedman qui l'a utilisée dans le titre de son ouvrage de 1975.

⁵⁰ La valeur de l'actif va correspondre au prix auquel il peut être vendu sur le marché.

Le recours à des effets de levier trop importants a mené à la chute de plusieurs *hedge fund* au début de la crise des *subprimes*, lorsque le marché s'est retourné et que la valeur des actifs titrisés s'est mise à baisser. La chute de la banque Bear Stearns a d'ailleurs été initiée suite à la faillite de deux de ses *hedge funds* ayant largement utilisé ces techniques⁵¹.

2.2.5. Les limites de l'indépendance des agences de notation

Les normes comptables et les agences de notation ont également contribué à renforcer la croyance que les marchés financiers sont capables de s'autoréguler⁵².

En principe, les agences de notation ont pour objectif de noter de manière impartiale et « juste » les banques et leurs produits financiers. Or certaines critiques font état de possibles conflits d'intérêts⁵³ poussant les agences de notation à émettre des opinions biaisées.

Dans le cadre des règles prudentielles « Bâle II »⁵⁴, une des deux méthodes de calcul des exigences de fonds propres relatives au risque de crédit consiste à évaluer ce risque de manière « standard ». Pour cela les banques peuvent s'appuyer sur des évaluations externes du crédit⁵⁵. Selon cette réglementation, les autorités de contrôle nationales sont responsables de la procédure permettant aux agences de notation d'être reconnues en tant qu'organisme externe d'évaluation du crédit (OEEC)⁵⁶.

L'objectivité, l'indépendance et la crédibilité sont trois des six critères d'éligibilité⁵⁷ auxquels les agences de notation doivent satisfaire pour être reconnues. Or il apparaît que plusieurs cas concrets auraient pu sérieusement remettre en question le rôle joué par ces agences et éventuellement conduire à un renforcement de leur réglementation avant l'éclatement de la crise.

Alors que les agences de notation avancent que la valeur de leurs notations, source de revenus, repose sur leur réputation, certains observateurs⁵⁸ font remarquer que plusieurs erreurs de notation significatives⁵⁹ n'ont pas entraîné de baisse de leur chiffre d'affaires. Les agences de notation ont d'ailleurs échappé à des poursuites judiciaires en argumentant que leurs notations n'étaient rien d'autre que l'expression d'une opinion⁶⁰ et étaient donc protégées par le Premier Amendement à la Constitution américaine.

⁵¹ François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, op. cit., 2009, p. 75.

⁵² Paul DE GRAUWE, « The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies », op. cit., novembre 2008, p. 5.

⁵³ Voir Frank PARTNOY, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », *University of San Diego Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 07-46, May 2006, p. 69. En ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

Voir également Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, op. cit., 2010, p. 102.

⁵⁴ Le dispositif « Bâle II » a été publié par le Comité de Bâle sous l'égide de la Banque des règlements internationaux. Il a pour objectif de parvenir à une convergence internationale sur une révision des règles prudentielles relatives à l'adéquation des fonds propres des banques à dimension internationale.

⁵⁵ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Dispositif révisé, Version compilé, Banque des Règlements Internationaux, juin 2006, p. 20. En ligne : <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

⁵⁶ *Ibid.*, p. 29.

⁵⁷ Les six critères d'éligibilité sont : objectivité, indépendance, accès international/transparence, communication, ressources, crédibilité. Source : *Ibid.*, p. 30.

⁵⁸ Kenneth C. KETTERING, « Securitization and its discontents: the dynamics of financial product development », *Cardozo Law Review*, Vol. 29:4, 2008, p. 1697. En ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012937.

⁵⁹ Enron en 2001. En 2005, les agences de notation ont été critiquées pour avoir maintenu la dette de General Motors et de Ford à un niveau supérieur à celui qui aurait dû être (*junk*).

⁶⁰ Voir Frank PARTNOY, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », op. cit., May 2006, p. 72. En ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

Voir également AA, « Measuring the measurers », *The Economist*, 31 mai 2007. En ligne : <http://www.economist.com/node/9267952>.

L'indépendance de ces agences est également fortement remise en cause en raison du modèle d'affaires prédominant qui repose sur une relation où la partie qui souhaite être notée paie l'agence de notation pour recevoir ce service. Des conflits d'intérêts⁶¹ ont pu apparaître en raison du rôle joué par ces agences qui ont apporté conseil à l'élaboration de nouveaux produits financiers qu'elles devaient par la suite noter.

En raison des exigences liées aux critères d'éligibilité des OEEC fixés par Bâle II, ainsi que celles définies par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) pour désigner leur équivalent⁶² aux États-Unis, le nombre d'agences de notation reconnues est resté relativement limité ce qui a pu conduire à une situation de faible concurrence, parfois qualifiée d'oligopole⁶³. On ne peut cependant pas conclure qu'un nombre d'agences plus important aurait permis d'aboutir à une situation où les notations seraient plus fiables. La raison de ce constat réside dans la divergence d'intérêts entre l'émetteur qui va payer pour la notation et qui cherche à ce que celle-ci soit la « meilleure » possible, et l'investisseur qui désire obtenir une opinion fiable émise par une organisation crédible et disposant d'une certaine notoriété. Dans ce contexte, il semble difficile pour les nouveaux entrants de parvenir à trouver des émetteurs disposés à payer pour des notations plus fiables (et éventuellement d'une plus grande indépendance) mais qui leurs sont moins favorables ; ceci d'autant plus que pour obtenir la crédibilité nécessaire auprès des investisseurs, la notoriété de l'agence de notation joue un rôle prépondérant. À l'heure actuelle, les trois leaders (Standard and Poor's, Moody's et Fitch Ratings) représentent environ 90 %⁶⁴ du marché !

Il paraît difficile, en l'état actuel des choses, d'imaginer parvenir à améliorer la qualité des notations, et à garantir l'indépendance des agences de notation, sans un renversement du modèle d'affaires dominant en faveur d'un système basé sur le financement par les investisseurs.

D'autres critiques font état d'abus commis par certaines agences de notation qui ont pu exercer une forme de chantage en émettant des notations non sollicitées sur des sociétés⁶⁵, puis en les « encourageant » à payer pour obtenir leur notation de façon périodique. Au cas où l'entreprise ne répond pas favorablement aux sollicitations, elle prend le risque de voir sa notation abaissée avec l'impact financier que cela peut représenter pour elle.

Dans le cas particulier des banques, l'« approche standard »⁶⁶ de l'évaluation du risque de crédit repose sur les OEEC. Afin de prévenir les abus liés aux évaluations non sollicitées mentionnées précédemment, le dispositif de Bâle II a introduit de manière explicite des mesures⁶⁷ permettant aux autorités de contrôle de supprimer la reconnaissance d'une agence de notation. Cette disposition a un effet dissuasif important en raison de l'impact direct sur le chiffre d'affaires de l'OEEC sanctionnée.

⁶¹ AA, « Who rates the raters? », *The Economist*, 23 mars 2005. En ligne : <http://www.economist.com/node/3786551>.

⁶² Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs).

⁶³ Voir par exemple: AA, « A Triple-A Idea », *The Wall Street Journal*, 15 avril 2009; AA, « AAA Oligopoly », *The Wall Street Journal*, 26 février 2008; AA, « Measuring the measurers », *op. cit.*, 31 mai 2007.

⁶⁴ Matthieu RUF, « Les indispensables mal-aimées », *l'Hebdo*, 4 mai 2011. En ligne : http://www.hebdo.ch/les_indispensables_malaimées_101677_.html

⁶⁵ Le cas de Hannover Re est particulièrement frappant. Voir : Alec KLEIN, « Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say », *Washington Post*, 24 novembre 2004, p. A01. En ligne : <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A8032-2004Nov23.html>.

⁶⁶ L'« approche standard » de l'évaluation du risque de crédit est une des deux méthodes autorisées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire ; la deuxième étant l'« approche fondée sur les notations internes », sous réserve de l'approbation explicite de l'autorité de contrôle de la banque. Source : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, *op. cit.*, juin 2006, art. 108, p. 20. En ligne : <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

⁶⁷ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, *op. cit.*, Juin 2006, art. 108, p. 33. En ligne : <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

L'utilisation de plus en plus fréquente des notations de crédit, régies par un cadre réglementaire strict, a pu conduire à une baisse des incitations pour les investisseurs à effectuer une évaluation des risques en bonne et due forme de manière indépendante⁶⁸.

Face à ces nombreuses critiques, l'Organisation internationale des commissions de valeurs⁶⁹ (OICV) a publié en 2003 une déclaration des principes⁷⁰ régissant les activités des agences de notation. Ce document a été suivi en 2004 par la publication des fondements du code de conduite de l'OICV à l'usage des agences de notation de crédit qui a été révisé en 2008⁷¹.

Malgré tous les efforts déployés par les régulateurs pour exiger davantage d'indépendance de la part des agences de notation, on peut constater qu'il n'est pas forcément évident pour celles-ci de résister à la pression des gouvernements et de faire face aux critiques. L'intervention de Barack Obama du 8 août 2011, où il réagit à l'abaissement de la notation de la dette publique américaine par Standard & Poor's trois jours auparavant, illustre bien cela : « peu importe ce que les agences de notation peuvent dire, les États-Unis ont toujours été et resteront toujours un pays triple A »⁷².

2.3. La chute de Lehman Brothers

Jusqu'en septembre 2008, l'Europe n'est pas encore trop durement touchée par la crise qui règne aux États-Unis. Celle-ci prend de l'ampleur après la chute de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers le 15 septembre 2008.

Initialement, en 2007, ce n'est qu'un nombre limité de banques européennes qui ont été touchées par la crise. Ce sont essentiellement les banques dépendantes de la vente de produits titrisés⁷³ pour financer leurs prêts, et celles qui ont été fortement exposées au marché du *subprime* américain au travers de produits dérivés de crédit⁷⁴, qui sont le plus violemment frappées.

Lorsque les problèmes liés aux *subprimes* sont apparus, les investisseurs se sont mis à douter de la qualité des produits titrisés car ils n'étaient pas en mesure de savoir si ceux-ci étaient liés aux crédits *subprimes*. Ils se sont par conséquent détournés de ce type de produit entraînant une baisse importante de la valeur de ces actifs. Les banques qui détiennent à ce moment des produits issus de la titrisation sont confrontées à plusieurs problèmes. D'une part, elles ne sont pas capables de clairement identifier les risques contenus dans leur portefeuille d'investissement, et d'autre part elles ne sont plus capables de se défaire de ces produits car plus personne n'est disposé à en assumer le risque. Le manque de transparence sur le marché de gré à gré, où s'échangent les produits titrisés, ne permet pas aux pouvoirs publics de mesurer l'étendue du problème. Chaque banque arrive alors à la conclusion qu'elle ne doit pas être la seule à rencontrer ces

⁶⁸ Amadou N.R. SY, « The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets », *IMF Working Paper*, WP/09/129, June 2009, p. 11. En ligne : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>.

⁶⁹ L'OICV est une organisation internationale fondée en 1983. Elle compte parmi ses membres des autorités de surveillance des marchés telles que la *Securities and Exchange Commission*, mais également des marchés d'échanges (SIX Swiss Exchange), et d'autres organisations telles que la Commission européenne ou le Fonds monétaire international. Seules les autorités de surveillance des marchés qui sont membres ordinaires disposent d'un droit de vote. L'organisation est actuellement composée de 114 membres ordinaires, 11 membres associés et 74 membres affiliés. Source : <http://www.iosco.org/about/>.

⁷⁰ *IOSCO Statement of Principles Regarding The Activities of Credit Rating Agencies*, OICV, 25 septembre 2003. En ligne : <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20030930/02.pdf>.

⁷¹ *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, OICV, May 2008. En ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

⁷² Barack OBAMA, « America is still a "Triple-A" country », *CBS News*, 8 août 2011. En ligne : http://www.cbsnews.com/8301-503544_162-20089603-503544.html.

⁷³ La banque Northern Rock a dû solliciter l'aide de la Banque d'Angleterre au mois de septembre 2007 en raison de ses problèmes de liquidités. Source : AA, « Northern Rock ne parvient pas à rassurer, l'action plonge », *Le Point*, 17 septembre 2007, <http://www.lepoint.fr/archives/article.php/201020>.

⁷⁴ La banque allemande IKB a frôlé la faillite en juillet 2007 en raison de sa forte exposition aux produits dérivés des crédits *subprimes*. Source : AA, « IKB pourrait faire perdre plus de cinq milliards d'euros à KfW », *Le Point*, 17 décembre 2007, <http://www.lepoint.fr/archives/article.php/214959>.

difficultés, et la méfiance vis-à-vis des autres établissements s'installe. Cette perte de confiance conduit rapidement à une paralysie du marché du crédit interbancaire qui oblige les banques centrales à intervenir afin d'assurer le financement de l'économie réelle par une injection massive de liquidités⁷⁵ dans le système bancaire, se substituant ainsi aux banques commerciales. De plus, l'application des normes comptables en vigueur conduit les banques à devoir inscrire de nombreuses provisions à leur bilan, et les oblige à vendre de nouveaux actifs dont la valeur ne cesse de baisser. Ce réajustement de la taille des bilans renforce encore davantage la baisse des marchés financiers.

À partir du moment où les agences de notation ont commencé à baisser leurs notes sur les produits dérivés, les banques ont dû augmenter leur niveau de fonds propres pour répondre aux contraintes réglementaires relatives au nouveau niveau de risque. Les banques se sont alors tournées vers des fonds souverains, et finalement vers l'État, pour obtenir les financements nécessaires. D'une crise de liquidité, la situation s'est transformée en une crise de solvabilité pour de nombreux établissements.

Finalement, le pic de cette crise bancaire est atteint au moment de la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. Le fait que l'État ait pris la décision de ne pas lui porter secours, a déclenché un véritable séisme financier avec une perte totale de confiance au niveau mondial, débouchant sur une crise de liquidité à grande échelle qui a également touché de nombreux établissements financiers européens.

Les points qui suivent décrivent les principaux facteurs ayant contribué au déclenchement de la crise bancaire.

2.3.1. Le rôle des normes comptables

Pour Richard Fuld, le CEO de la défunte Lehman Brothers, les normes comptables appliquées aux banques d'investissement ainsi que les ventes à découvert nues sont deux des facteurs ayant joué un rôle prépondérant dans le déroulement de la crise bancaire⁷⁶.

Aux États-Unis, la norme comptable proposée par le *Financial Accounting Standards Board* (FASB)⁷⁷, et qui s'applique pour la valorisation des actifs financiers détenus pour les activités de négoce, repose essentiellement sur le concept de valorisation à la juste valeur (*fair value*). Cette norme (FAS 157) est entrée en vigueur pour les sociétés dont l'année fiscale débute après le 15 novembre 2007⁷⁸. Plus particulièrement, la norme impose de reconnaître l'actif au plus faible du coût historique (synonyme du coût d'acquisition) ou de la juste valeur. Bien que l'objectif de cette norme soit de fournir une information plus transparente aux investisseurs, elle a aussi été la source de nombreux problèmes pour les établissements financiers devant l'appliquer. Dans une situation où le marché est liquide, la valeur de l'actif peut effectivement être représentée par son prix de vente immédiat. Le terme de *mark-to-market* est alors utilisé en référence à cette méthode d'évaluation. Par contre, quand le marché n'est plus liquide, la modélisation est utilisée pour estimer la *fair value*. On parle alors de *mark-to-model*.

Lorsque le marché est fortement haussier, comme cela peut être le cas lors d'une bulle spéculative, la valeur de l'actif augmente fortement. En revanche, en période de crise, la liquidité du marché peut sévèrement diminuer et la valeur de l'actif chuter à un seuil inférieur à la valeur des flux de trésorerie générés par le sous-jacent, ou à la valeur auquel l'actif pourrait être vendu à plus longue échéance si celui-ci était détenu à titre d'investissement. Le caractère procyclique de ces normes comptables a conduit à

⁷⁵ Des centaines de milliards chaque jour. Source : Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, op. cit., 2010, p. 71.

⁷⁶ AA, « Richard Fuld's Statement To The Congressional Committee (In Full) », *Here is the city*, 7 octobre 2008. En ligne : http://hereisthecity.com/2008/10/07/statement_of_richard_s_fuld_jr/.

⁷⁷ Le *Financial Accounting Standards Board* (FASB) est une organisation non-gouvernementale à but non lucratif dont la mission est : « establish and improve standards of financial accounting and reporting that foster financial reporting by nongovernmental entities that provides decision-useful information to investors and other users of financial reports ». Source : <http://www.fasb.org>.

⁷⁸ FASB, *Summary of Statement No. 157*. En ligne : <http://www.fasb.org/st/summary/stsum157.shtml>.

d'importantes pertes financières suite aux nombreuses dépréciations d'actifs qui ont dû être comptabilisées.

En Europe, ce sont essentiellement les normes comptables établies par l'*International Accounting Standards Board* (IASB)⁷⁹ qui s'appliquent. Bien que la norme comptable applicable soit différente, elle fait appel au même concept de juste valeur. La disposition concernant l'option de la juste valeur, contenue dans la norme IAS 39 « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation », a été reprise dans règlement CE n° 1864/2005⁸⁰ du 15 novembre 2005. Les dispositions relatives à l'option de la juste valeur avaient initialement été exclues⁸¹ de la réglementation européenne par la Commission en raison des craintes formulées par la BCE et les autorités de surveillance prudentielle. Ces dernières s'inquiétaient que cette option puisse être utilisée de façon inappropriée⁸². Après une consultation des parties intéressées, l'IASB a décidé de réviser⁸³ l'application de l'option de la juste valeur en limitant son utilisation « aux situations dans lesquelles son application produit une information plus pertinente, en éliminant ou en réduisant sensiblement une discordance d'évaluation ou de comptabilisation ("discordance comptable") »⁸⁴.

L'IASB travaille actuellement au remplacement de la norme IAS 39 par une nouvelle (IFRS 9) qui est prévue pour entrer en vigueur au début de 2015. Celle-ci devrait être basée sur un modèle de reconnaissance anticipée des pertes au travers de provisions comptables.

En résumé, en période d'expansion économique, la comptabilisation à la juste valeur accroît de manière artificielle la capitalisation des banques, ce qui les encourage à prêter davantage pour faire un meilleur usage de leur capital. Pour pouvoir effectuer de nouveaux prêts, les banques vont lourdement s'endetter avec pour conséquence une forte augmentation de l'effet de levier. Par contre, en cas de ralentissement économique, les effets peuvent être désastreux.

2.3.2. La vente à découvert (*short selling*)

Selon le CEO de Lehman Brothers, la vente à découvert « à nu » (*naked short selling*) a été une des principales causes de la chute de Lehman Brothers et Bear Stearns⁸⁵.

Le principe de la vente à découvert consiste à vendre un bien ou un titre financier que l'on ne possède pas au moment de la vente, mais que l'on sait pouvoir obtenir à la date d'exécution. Le vendeur peut s'assurer qu'il disposera du bien ou du titre en l'empruntant à un intermédiaire financier en échange d'une commission, en l'achetant avant d'avoir à le livrer ou en exerçant une option d'achat. On parle généralement de vente à découvert « nue » lorsque le vendeur n'a pas pris de dispositions pour s'assurer qu'il sera en mesure de délivrer les titres à l'échéance. Cette pratique est très contestée en raison du risque important que la transaction ne puisse être conclue.

⁷⁹ L'*International Accounting Standards Board* (IASB) est une organisation non-gouvernementale à but non lucratif dont la mission est : « develop a single set of high quality, understandable, enforceable and globally accepted *International Financial Reporting Standards* (IFRS) through its standard-setting body ». Source : <http://www.ifrs.org>.

⁸⁰ Règlement (CE) n° 1864/2005 de la Commission du 15 novembre 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1725/2003 de la Commission du 29 septembre 2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne l'IFRIC 1 et les IAS 32 et 39, *Journal officiel* n° L 299, 16 novembre 2005, pp. 45–57.

⁸¹ *Ibid.*, considérant 5.

⁸² *Ibid.*, considérant 3.

⁸³ Le 16 juin 2005, l'IASB a publié l'amendement « Option juste valeur » à IAS 39 « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation ». Source : AA, « L'IASB publie l'amendement "Option juste valeur" à IAS 39 », *FocusIFRS*, 3 avril 2009. En ligne : <http://www.focusifrs.com/content/view/full/809>.

⁸⁴ Voir considérant 7 du Règlement (CE) n° 1864/2005 de la Commission du 15 novembre 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1725/2003 de la Commission du 29 septembre 2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne l'IFRIC 1 et les IAS 32 et 39, *Journal officiel* n° L 299, 16 novembre 2005, pp. 45–57.

⁸⁵ AA, « Richard Fuld's Statement To The Congressional Committee (In Full) », *op. cit.*, 7 octobre 2008. En ligne : http://hereisthecity.com/2008/10/07/statement_of_richard_s_fuld_jr/.

De manière générale, lors d'une vente à découvert « classique » (ou vente à découvert couverte) le vendeur fait le pari que le titre va baisser et espère ainsi dégager un profit. Ce type de vente offre plusieurs intérêts. Il permet non seulement de réaliser une plus-value en spéculant sur une baisse du prix, mais également de profiter d'un effet de levier pour maximiser le rendement de son investissement. D'autre part, la vente à découvert « classique » peut être utilisée pour se protéger contre le risque d'une chute importante de la valeur d'un titre qui est déjà détenu. Finalement, elle peut aussi servir à opérer des arbitrages entre le marché au comptant et le marché à terme.

Les ventes à découvert représentent un placement particulièrement spéculatif du fait que la perte peut théoriquement être illimitée. En effet, si contrairement aux attentes le cours du titre s'envole, les pertes réalisées peuvent devenir très importantes⁸⁶.

Des critiques ont été soulevées durant la crise par rapport à l'utilisation de la vente à découvert « nue », en raison notamment du risque de manipulation des cours qui peut être engendré par un vendeur qui propagerait de fausses rumeurs⁸⁷ pouvant mener à une perte de confiance sur les marchés. Ce type de comportement (*short and distort*) peut être considéré comme de la fraude et poursuivi pénalement⁸⁸. La directive 2003/6/CE⁸⁹ sur les abus de marché interdit à l'article 5 les manipulations de marché dont fait partie la diffusion de rumeurs⁹⁰. On peut toutefois imaginer qu'il ne soit pas facile pour les autorités de régulation d'enquêter en raison du manque de transparence existant sur le marché de gré à gré. Un autre risque important provient précisément du fait que la plupart des ventes à découvert sont pratiquées sur le marché de gré à gré, c'est à dire en dehors d'un marché d'échange réglementé et liquide. Ce type de marché ne fait pas appel au mécanisme de compensation⁹¹, et n'offre ainsi pas la transparence nécessaire aux investisseurs. Le manque d'information sur les transactions de gré à gré empêche également aux organes de régulation toute supervision et ne leur permet pas d'identifier une montée du risque systémique. Les ventes à découvert sont également critiquées en raison de la forte volatilité qu'elles peuvent générer suite à d'importants mouvements de marché.

Durant l'été 2008, afin de freiner la volatilité observée sur le marché des actions, plusieurs régulateurs nationaux d'États membres de l'UE (tels que *U.K. Financial Services Authority, Autorité des marchés financiers*) et des États-Unis (*Securities and Exchange Commission*) sont intervenus afin d'imposer de nouvelles dispositions relatives à la vente à découvert^{92 93 94}. Ces mesures allaient être d'une portée et durée différentes d'un pays à l'autre, mais allaient essentiellement se traduire par des obligations de divulgation d'opérations de vente à

⁸⁶ Olivier AUBERGER, « L'affaire Volkswagen va engendrer une perte record pour les hedge funds », *Investir – Le Journal des Finances*, 1 novembre 2008. En ligne : <http://archives.investir.fr/2008/jdf/20081101ARTHBD00062-l-affaire-volkswagen-va-engendrer-une-perte-record-pour-les-hedge-funds.php>.

⁸⁷ Jenny ANDERSON, « A New Wave of Vilifying Short Sellers », *The New York Times*, 30 avril 2008. En ligne : <http://www.nytimes.com/2008/04/30/business/30shorts.html>.

⁸⁸ Alex J. POLLACK, « Financial Interest Disclosures Can Protect Markets From “Short & Distort” Manipulators », *Legal Opinion Letter, Washington Legal Foundation*, Vol. 16, No. 16, p. 2. En ligne : <http://www.wlf.org/upload/060206pollackLOL.pdf>.

⁸⁹ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *Journal officiel n° L 96*, 12 avril 2003, pp. 16-25.

⁹⁰ *Ibid.*, article premier, §2, alinéa c).

⁹¹ Une chambre de compensation facilite les transactions sur un marché financier et diminue le risque systémique en s'interposant entre l'acheteur et le vendeur. Les acteurs du marché n'ont plus de flux transactionnels avec les nombreuses contreparties initiales, mais uniquement avec la chambre de compensation qui va dès lors assumer le risque de contrepartie (principe de novation) et procéder à la compensation multilatérale des flux ce qui va contribuer à la liquidité du marché. Source : Bertrand JACQUILLAT, Vivien LÉVY-GARBOUA, *Les 100 mots de la crise financière, op. cit.*, 2009, p. 99.

⁹² U.K. Financial Services Authority, « FSA statement on short positions in financial stocks », 18 septembre 2008. En ligne : <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>.

⁹³ Autorité des marchés financiers, « Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier », Paris, 19 septembre 2008. En ligne : http://www.amf-france.org/documents/general/8421_1.pdf.

⁹⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, « SEC Enhances Investor Protections Against Naked Short Selling », Washington, 15 juillet 2008. En ligne : <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-143.htm>.

découvert dépassant un certain seuil ou à des interdictions totales ou partielles de ces transactions⁹⁵. Leur objectif consistait à jouer le rôle de coupe-circuit pour éviter une spirale négative faisant chuter les prix des titres financiers et pouvant engendrer des risques systémiques. Les mesures qui ont été prises à ce moment par les États membres n'ont pas été coordonnées en raison de « l'absence de cadre législatif propre à la vente à découvert dans l'Union européenne »⁹⁶. De nouvelles réglementations relatives à la vente à découvert ont été introduites depuis (*cf.* section 4.2.8).

2.3.3. Les CDS et le risque de contrepartie

Avec la titrisation, les produits dérivés de crédit ont constitué les principaux mécanismes du transfert de risque de crédit. Les contrats de change sur risque de crédit (*credit default swaps* ou CDS) ont permis aux banques d'effectuer des prêts tout en transférant le risque à une contrepartie. Ce type de produit dérivé a pour objectif de permettre une meilleure séparation entre les rôles de financement et de gestion des risques. Comme cela a pu être observé durant la crise, un risque de défaut de la contrepartie existe.

Ces produits se sont très rapidement développés dans les années qui ont précédé l'éclatement de la crise. Le solde dû relatif à ces produits représentait en 1999 l'équivalent de 2 % du PIB mondial, alors qu'il se chiffrait à 105 % de celui-ci à la fin de 2007⁹⁷.

Un CDS consiste en une transaction entre un acheteur et un vendeur de protection (un assureur). Le premier vend au second (en échange de primes périodiques) le risque d'un crédit qu'il conserve dans son bilan⁹⁸. Le vendeur de protection supporte désormais le risque pour lequel il est rémunéré sans avoir eu à effectuer un investissement. Il n'est pas tenu de provisionner des fonds pour garantir qu'en cas d'évènement de crédit il sera capable d'acquitter la valeur du prêt à l'acheteur de protection. Le montant des primes versées par ce dernier varie en fonction de l'évolution de la perception du risque de crédit de l'actif sous-jacent. Dans le cas où la probabilité d'évènements de crédits a été mal estimée, des pertes considérables vont frapper le vendeur de protection. On peut alors mieux comprendre pourquoi Warren Buffet a qualifié les CDS d'« armes financières de destruction massive ».

L'institution financière, qui a pu transférer son risque de crédit, n'est plus obligée de conserver dans son bilan du capital en réserve contre ce crédit. La généralisation de ce processus va participer à l'augmentation du levier de crédit. Puisque les banques pouvaient se défaire du risque de crédit grâce au mécanisme du CDS, elles se sont rapidement engagées sur cette voie qui leur permettait de générer du profit au travers d'activités de courtage de crédit (*Originate and Distribute*⁹⁹). Elles avaient donc tout intérêt à accorder des crédits et à en revendre le risque. Cette dynamique a pu contribuer à une augmentation du prix de l'immobilier.

L'utilisation de CDS a aussi pu jouer un rôle dans la dégradation générale de la qualité des crédits, puisque les banques avaient moins d'incitations à contrôler leur niveau de risque de crédit du fait que celui-ci était transféré à un assureur. On peut ici parler d'une situation où l'aléa moral est intervenu.

Contrairement à ce qui avait été initialement projeté, au lieu de favoriser une meilleure distribution du risque, les CDS ont contribué à concentrer celui-ci dans un nombre relativement limité d'acteurs sur ce marché. Avec un peu de recul, on peut imaginer que les banques ont sous-estimé le risque de contrepartie, c'est-à-dire le risque que la partie avec laquelle elles ont un contrat ne tienne pas ses engagements (livraison, paiement). En effet, en cas de crise majeure, elles n'ont pas suffisamment pris en considération

⁹⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, « SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets », Washington, 19 septembre 2008. En ligne : <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>.

⁹⁶ Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (COM(2010) 482 final), 15 septembre 2010, p. 2.

⁹⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores, *CNMV annual report regarding its actions and the securities markets*, Madrid, 2009, p. 45. En ligne : http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/AnnualReport2009_weben.pdf.

⁹⁸ Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, *op. cit.*, 2010, p. 22.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 26.

le risque de défaut important lié à la concentration des acteurs sur le marché des CDS. L'assureur américain AIG aurait pu être emporté par la crise sans une intervention massive de la Fed pour lui garantir une ligne de crédit qui lui permette de faire face à ses obligations contractuelles.

En septembre 2009, les leaders du G20 réunis à Pittsburgh sont convenus que: «Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges ou via des plates-formes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard »¹⁰⁰.

2.3.4. Les faiblesses du gouvernement d'entreprise

Au début du mois de septembre 2008, alors que la panique commençait à se répandre à Wall Street et que de nombreux employés du secteur financier avaient de plus en plus de raisons de s'inquiéter pour leur avenir professionnel et leur fonds de pension, Lehman Brothers cherchait à obtenir auprès de son conseil d'administration l'approbation de « parachutes dorés » d'un montant de plus de 20 millions dollars pour trois de ses directeurs sur le départ. Richard Fuld, CEO de l'établissement, aurait quant à lui perçu une rémunération de 480 millions de dollars entre l'an 2000 et la faillite de la banque¹⁰¹.

Ces événements symbolisent relativement bien les dérives qui ont pu avoir lieu dans le monde de la finance avant la crise. Le système qui s'était mis en place reposait en grande partie sur des rémunérations basées sur l'atteinte d'objectifs à court terme, et donc allant à l'encontre de toute logique économique. Les politiques de bonus ont pu inciter les traders à prendre des risques excessifs dans le but de réaliser d'importants bénéfices pour leur employeur et à percevoir ainsi de confortables primes. Ce système était à sens unique, et dans l'éventualité où les positions prises par le trader conduisaient à des pertes pour son établissement, celles-ci n'entraînaient pas de malus. Cette asymétrie a contribué à une prise de risque irraisonnée¹⁰².

De leur côté, les dirigeants d'établissements financiers ont également profité à titre personnel des politiques de rémunération existantes dans le secteur. Ces dernières s'appuient en grande partie sur l'attribution de *stock-options* permettant à leur détenteur d'acquérir à terme des actions de leur entreprise à un prix défini à l'avance. En cas de forte augmentation de la valeur boursière de ses titres, leur détenteur peut les vendre au prix du marché et réaliser ainsi une plus-value. Alors que ce système de compensation a été pensé dans le but de renforcer la gestion de l'entreprise à long terme, il a abouti à une pratique encourageant la maximisation à court terme de sa valeur boursière¹⁰³. De plus, en période de bulle spéculative la performance des sociétés sur les marchés d'échanges a pu croître fortement alors que leur valeur économique a pu stagner ou même diminuer. Cette situation a contribué à l'enrichissement personnel de plusieurs dirigeants, alors même qu'ils prenaient des décisions stratégiques pour leurs entreprises néfastes sur le long terme.

Le rôle qui aurait dû être tenu par les comités de rémunération n'a certainement pas été rempli. De plus, les faiblesses existantes en termes de gouvernement d'entreprise n'ont pas permis aux contre-pouvoirs de fonctionner afin d'empêcher ces dérives. Aucune des banques d'investissement américaines ne disposait avant la crise d'une séparation entre les fonctions de directeur exécutif et celui de président du conseil d'administration. Dans le cas de Lehman Brothers, on peut s'interroger sur les capacités des membres du conseil d'administration, censés être indépendants, à exercer leur rôle de contre-pouvoir. Un de ses membres faisant partie du comité d'audit, ainsi que du comité financier et de gestion du risque, était un

¹⁰⁰ Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (COM(2010) 484 final), Bruxelles, 15 septembre 2010.

¹⁰¹ AA, « Fuld blames 'crisis of confidence' », *CNN Money*, 6 octobre 2008. En ligne : http://money.cnn.com/2008/10/06/news/companies/lehman_hearing/?postversion=2008100612.

¹⁰² Michel AGLIETTA, *La crise : Les voies de sortie*, op. cit., 2010, p. 106.

¹⁰³ *Ibid.*, p. 107.

producteur de théâtre¹⁰⁴. Le comité de rémunération comptait également parmi ses membres une ancienne actrice âgée de 82 ans au moment de la faillite de la banque. On trouvait aussi au conseil d'administration une amirale retraitée. Ces éléments soulèvent des questions quant aux qualifications nécessaires pour assurer la direction d'une institution financière d'une telle importance.

Les faiblesses des mécanismes de gouvernement d'entreprise n'ont fait que renforcer les défaillances de systèmes de gestion du risque. On peut soupçonner que de nombreux membres de conseils d'administration et de directions d'entreprises ne comprenaient simplement pas les risques auxquels leur entreprise était exposée en raison de la complexité des produits financiers qu'ils traitaient.

Afin de mieux réguler les aspects liés au gouvernement d'entreprise en Europe, la Commission européenne a adopté en avril 2009 deux recommandations¹⁰⁵ relatives aux politiques de rémunération (*cf.* section 4.2.2). Le 13 juillet 2009, elle publie une proposition de révision de modification de la directive sur les fonds propres¹⁰⁶ (dite CRD III) qui introduit des règles contraignant les banques et les sociétés d'investissement à mettre en place des politiques qui n'encouragent pas une prise de risque excessive (*cf.* section 4.2.1). Cette révision autorise également l'organe de supervision à sanctionner les sociétés qui ne respecteraient pas ce nouveau règlement.

2.4. Implications pour l'économie mondiale

2.4.1. Récession

Les conséquences de cette crise se sont rapidement fait ressentir sur l'économie réelle. En effet, la baisse de valeur des actifs mobiliers et immobiliers a amené les ménages à réduire leur consommation et à épargner davantage¹⁰⁷. De la même manière, les chefs d'entreprise ont eu tendance à réduire leurs investissements en raison des doutes planant sur leurs perspectives de croissance. De plus, les difficultés rencontrées par les banques vont les amener à renforcer les conditions d'octroi de prêts. Ces différents éléments vont contribuer à une baisse de la croissance et à faire entrer en récession en 2008 les États-Unis, puis l'Europe (*cf.* Figure 2).

Pour contrer les effets de la crise sur l'économie, les États et leur Banque centrale vont coordonner la mise sur pied de plans de relance reposant essentiellement sur trois axes. Tout d'abord, les taux directeurs vont être très fortement baissés pour faciliter le crédit. Ensuite, la fiscalité est revue pour augmenter le pouvoir d'achat des ménages et encourager la consommation. Finalement, des programmes d'investissement à long terme (infrastructures, recherche et éducation) sont mis en place pour tenter de limiter l'aggravation du chômage.

¹⁰⁴ AA, « Lehman Brothers: Peeking under The Board Façade », *Stanford Graduate School of Business*, 25 avril 2010, p. 2. En ligne : www.gsb.stanford.edu/cgrp/documents/CGRP03-LehmanBoard.pdf.

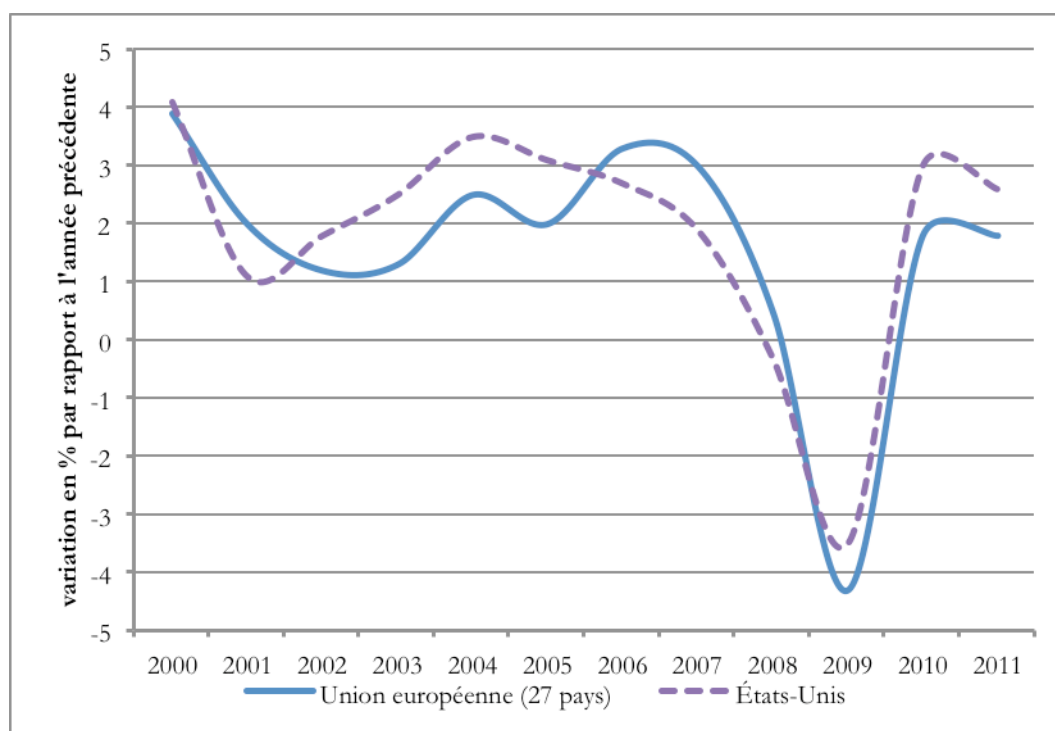
¹⁰⁵ Recommandation 2009/384/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers, *Journal officiel n° L 120*, 15 mai 2009, pp. 22–27.

Recommandation 2009/385/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *Journal officiel n° L 120*, 15 mai 2009, pp. 28–31.

¹⁰⁶ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération (COM(2009) 362 final), 13 juillet 2009..

¹⁰⁷ François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, *op. cit.*, 2009, p. 112.

FIGURE 2: TAUX DE CROISSANCE DU PIB RÉEL¹⁰⁸



Ces mesures vont conduire la plupart des gouvernements à s'endetter fortement et à émettre des obligations pour se financer.

2.4.2. Crise de la dette souveraine

Afin de financer les différentes mesures entreprises pour soutenir l'économie, les États vont lourdement s'endetter. Ceci dit, cet accroissement de la dette devra bien être réduit à moyen terme pour éviter de devoir recourir de manière trop importante à l'emprunt pour financer les intérêts de la dette et autres charges courantes. Pour atteindre cet objectif, les gouvernements qui se sont le plus endettés vont devoir identifier de nouvelles sources de revenu et surtout réduire leurs dépenses structurelles. L'incapacité à atteindre ces buts sera perçue par les marchés comme un signe négatif qui de surcroît participera à augmenter leur méfiance vis-à-vis de ces États, ce qui aura également pour conséquence d'élever les taux d'intérêt auxquels ils se financent, ajoutant ainsi de nouvelles difficultés à la sortie de crise.

Le prochain chapitre aborde plus en détail les questions relatives à la politique monétaire de la Banque centrale européenne et au soutien budgétaire apporté par les États membres de l'UE.

¹⁰⁸ Source : Eurostat.

3. Gestion de la crise financière au niveau de l'Union européenne

« L'État a besoin d'apporter un prompt secours, soit pour empêcher le peuple de souffrir, soit pour éviter qu'il ne se révolte ».

Montesquieu

« We have [...] used an exceptional set of non-standard policy tools. These tools, combined with the bold action taken by euro area governments over recent months, have played an essential role in preventing a collapse of the financial system and in bolstering confidence ».

Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank (ECB)
Ceremony conferring the honorary title of Doctor Honoris Causa
at the University of National and World Economy,
Sofia, 12 June 2009.

Au début de la crise, les gouvernements européens se sont surtout concentrés sur les réponses au plan national. Il paraît assez évident qu'une réponse coordonnée aurait été beaucoup plus appropriée pour gérer une crise globale d'une telle ampleur dans une région régie par des interdépendances économiques si profondes, particulièrement à l'échelle de la zone euro où le processus d'intégration financière¹⁰⁹ et la politique monétaire unique constituent des éléments clés. Néanmoins, la coordination internationale, même si elle était nécessaire, s'est avérée difficile à réaliser. Les mesures prises dans le cadre de la politique budgétaire, telles que la recapitalisation des banques, étaient semblables dans tous les pays, mais elles ont été décidées au niveau des gouvernements nationaux et non de l'UE. Il ne faut pas oublier que ces décisions ont dû être prises par les autorités nationales, car elles relèvent de la politique budgétaire et que la capacité fiscale à l'échelle de l'UE est quasi-inexistante.

Les efforts pour mettre en œuvre une réponse coordonnée sont arrivés plus tard (suite à une aggravation de la crise à la mi-septembre 2008) mais n'ont pas toujours été couronnés de succès en raison de capacités inégales de financement, de points de vue différents par rapport à la doctrine économique à suivre, ainsi que des effets inégaux de la crise sur les économies de divers pays, en fonction de leur structure bancaire et de la situation économique générale.

Malgré ces différences, le Conseil a réussi en fin de compte à agir de manière solidaire face à la majorité des problèmes posés par la crise financière. La *Déclaration sur un plan d'action concertée des pays de la zone euro*¹¹⁰ a été publiée lors de la réunion des chefs d'États de la zone euro en octobre 2008. Cette annonce exprime leur volonté d'adopter une approche coordonnée, ainsi que leur accord sur les principes à suivre pour contrer la crise : « assurer des liquidités suffisantes aux institutions financières ; faciliter le financement des banques qui est actuellement contraint ; apporter aux institutions financières les ressources en capital pour qu'elles continuent à financer correctement l'économie ; apporter une recapitalisation suffisante aux banques en difficulté ; assurer assez de flexibilité dans la mise en œuvre des règles comptables dans les circonstances exceptionnelles actuelles ; renforcer les procédures de coopération entre pays

¹⁰⁹ On peut parler d'intégration financière lorsque « les investisseurs et l'ensemble des opérateurs exerçant leurs activités sur le marché (i) sont soumis à un ensemble uniforme et cohérent de règles régissant les échanges ; (ii) ont un accès non différencié à l'ensemble des instruments et services financiers ; et (iii) bénéficient d'un traitement équitable et égal quand ils décident d'intervenir sur le marché. [...] Un degré élevé d'intégration financière suppose l'absence de barrières à l'entrée susceptibles de freiner l'accès des concurrents potentiels au marché et d'empêcher l'exercice de la concurrence ». Source : Adrian POP, « Le processus d'intégration financière en Europe : Quo Vadis ? », *Regards croisés sur l'économie*, No 3, 2008, p. 46.

¹¹⁰ *Déclaration sur un plan d'action concertée des pays de la zone euro*, 12 octobre 2008. En ligne : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13260_fr.pdf.

Européens»¹¹¹. Cette décision d'agir de manière concertée était assez surprenante étant donné que pendant la réunion du G4¹¹², quelques jours plus tôt (le 4 octobre), les chefs d'État ont affiché des volontés plutôt individualistes, particulièrement avec le refus par la Chancelière allemande de la mise en place d'un fonds commun d'aide¹¹³.

Cette approche coordonnée ne s'est pas limitée aux pays de la zone euro. Quatre jours après la publication de la *Déclaration*, le 16 octobre 2008, elle a été approuvée par le Conseil européen, cette fois-ci pour tous les États membres. Le Conseil européen s'est aussi montré solidaire avec les nouveaux pays membres dont les économies ont été gravement frappées par la récession. Le montant des fonds d'aide mis à la disposition des Pays d'Europe centrale et orientale (PECO) en novembre 2008 s'élevait à 12 milliards d'euros, et a été ensuite successivement élargi pour finalement atteindre 50 milliards en mars 2009¹¹⁴.

Selon l'opinion exprimée par Nicolas Sarkozy lors de son discours au Parlement européen en décembre 2008 : « Dans la crise financière, l'Europe a été unie. [...] L'Europe a essayé de défendre d'une seule voix ses convictions »¹¹⁵. La coordination au niveau de l'UE a certainement contribué à orienter l'économie européenne dans la bonne direction. Elle a aussi joué un rôle non négligeable lors des réunions du G20, surtout à Washington en novembre 2008, où l'Europe a assuré un rôle prédominant en profitant de l'absence du *leadership* américain de l'administration Bush¹¹⁶.

Le rôle de la présidence française de l'UE pendant la période critique de la crise ne peut pas être ignoré. Il me paraît important de souligner que si la crise avait éclaté une demi-année plus tard, la présidence du gouvernement eurosceptique tchèque n'aurait fort probablement pas été si dynamique, et il n'est pas certain que le Conseil européen aurait pu atteindre les mêmes résultats. Il est permis de penser que même la mise en place d'un groupe indépendant de la présidence tournante ne serait pas parvenu à faire avancer les choses de manière plus efficace, car pour ce faire il aurait fallu que ce groupe soit composé de membres ayant le poids politique suffisant pour rallier tous les pays membres de l'Union à ses décisions, ou qu'il dispose du pouvoir lui permettant d'agir sans l'aval des chefs d'État. Dans le premier cas, il semble peu vraisemblable qu'un membre de cette cellule dispose de l'influence nécessaire pour convaincre les pays à suivre ses recommandations. Dans l'autre cas, on imagine mal les États lâcher une part de leur souveraineté à un groupe supranational. De plus, la création de ce type de mécanisme aurait été sujette à l'approbation de tous les membres de l'UE, et il n'est de loin pas établi qu'un consensus aurait pu être atteint.

Dans ce chapitre, nous examinons d'abord la politique monétaire de la Banque centrale européenne, avant de passer aux mesures relevant de la politique budgétaire des États membres de l'UE. Ces mesures visent le court terme et permettent de minimiser la profondeur de la crise et la durée de la récession.

3.1. La Banque centrale européenne et sa politique monétaire

La politique monétaire est un « ensemble de décisions et des actions mises en œuvre par les autorités monétaires afin d'atteindre un certain nombre d'objectifs, par le biais de la quantité de monnaie qu'elle fournit à l'économie »¹¹⁷. La politique monétaire de la Banque centrale européenne, essentiellement guidée

¹¹¹ *Ibid.*, p. 2.

¹¹² Le G4 réunit l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France et l'Italie.

¹¹³ AA, « Le G4 soumet un plan d'action aux États membres de l'UE pour résoudre la crise », *EurActiv*, 5 octobre 2008. En ligne : <http://www.euractiv.fr/euro-finance/article/g4-soumet-plan-daction-etats-membres-ue-crise-financiere-001117>.

¹¹⁴ AA, « L'UE garantit une aide de 50 milliards aux nouveaux membres », *EurActiv*, 24 mars 2009.

¹¹⁵ Discours de Nicolas Sarkozy au Parlement Européen, Strasbourg, 16 décembre 2008, p. 2. En ligne : http://www.ambafrance-pt.org/IMG/pdf/Discours_Sarkozy_Parlement_europeen_16.12.2008_FR.pdf.

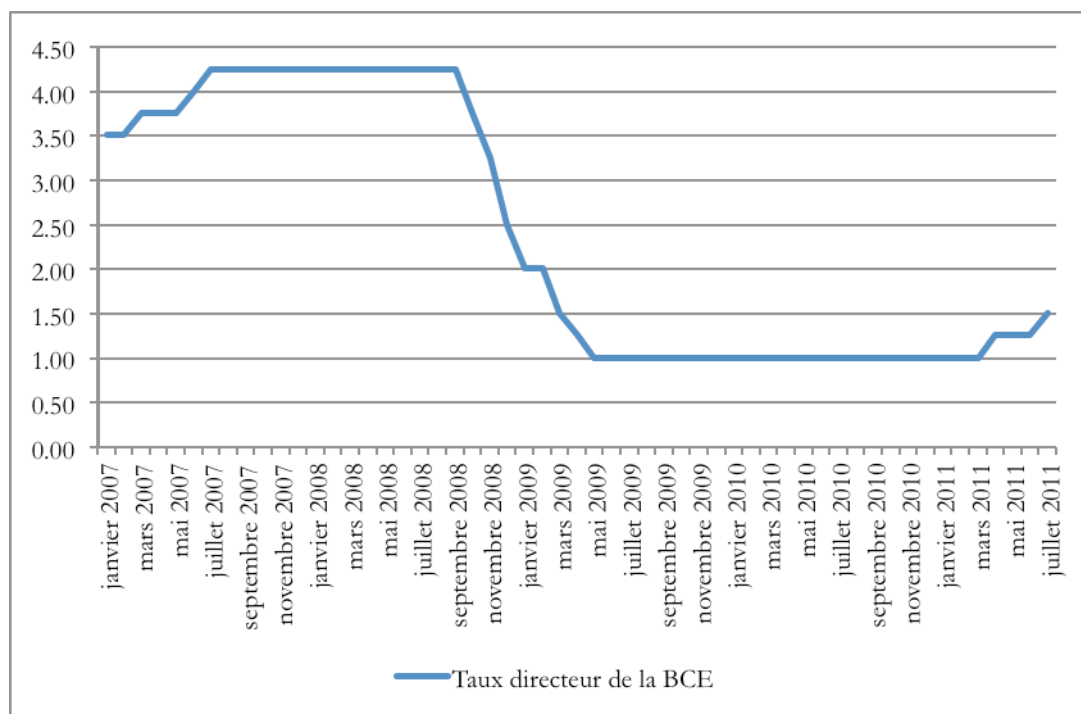
¹¹⁶ Joachim SCHILD, « La force de l'imprévisible : la présidence française de l'UE face à la crise financière. Un point de vue allemand. », *Regards sur l'économie allemande*, No 89, décembre 2008, p. 18.

¹¹⁷ Julien REYNAUD, « La politique monétaire de la Banque centrale européenne : définition, cadre et mise en œuvre » in Christian DE BOISSIEU (sous la dir. de), *Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation*, op. cit., 2009, p. 205.

par sa mission de « maintenir la stabilité des prix » (article 119 TFUE), a toujours été concentrée sur la lutte contre l'inflation par le biais de sa politique de taux d'intérêt¹¹⁸. De ce fait, elle a souvent été jugée¹¹⁹ comme manquant de souplesse et peu réactive à la conjoncture économique, ce qui – selon la logique économique – devrait fortement diminuer sa capacité à gérer les crises. En conséquence, elle a fait l'objet de nombreuses critiques de la part des États membres, en particulier de la France¹²⁰, surtout au début de la crise financière récente.

Malgré cela, ces critiques ne se sont pas réalisées. Dès le début de la crise, le 9 août 2007, quelques heures après que des tensions ont été observées sur les marchés financiers européens suite à l'effondrement des *subprimes* américains, la BCE a procédé à une injection record de 94,8 milliards d'euros¹²¹ de liquidités dans le système bancaire. Pour empêcher l'aggravation de la crise, suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, elle a abaissé son taux directeur de 0,5 %¹²². Entre ce moment et mai 2009, elle a procédé à sept baisses successives pour finalement s'arrêter au taux de 1 % en mai 2009, son niveau historique le plus bas¹²³ (cf. Figure 3). Ces actions de sauvetage ont été coordonnées avec les autres banques centrales importantes¹²⁴. C'est toutefois la BCE qui en a souvent pris l'initiative¹²⁵.

FIGURE 3: TAUX DIRECTEUR DE LA BCE¹²⁶



¹¹⁸ Jean-Claude ZARKA, *L'essentiel des institutions de l'Union européenne*, Paris, Gualino, 9e éd., 2006, p. 114.

¹¹⁹ Par exemple : John GRAHL, « Europe's inflexible bank », *Le Monde diplomatique*, juillet 2005. En ligne : <http://mondediplo.com/2005/07/05bank>.

¹²⁰ Par exemple : AA, « Sarkozy renouvelle les critiques de la BCE », *EurActin*, 17 septembre 2007.

¹²¹ Richard HIAULT, « Les banques centrales à la rescousse des marchés », *Les Echos*, 10 août 2007.

¹²² Claire GATINOIS, « Le geste exceptionnel des banques centrales ne calme pas les marchés », *Le Monde*, 10 octobre 2008.

¹²³ AA, « La BCE augmente son taux directeur à 1,25 % », *Le Monde*, 7 avril 2011. En ligne : http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/04/07/la-bce-augmente-son-taux-directeur-a-1-25_1504437_3234.html.

¹²⁴ Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque d'Angleterre, de Suisse, du Canada et de Suède. Source : Claire GATINOIS, « Le geste exceptionnel des banques centrales ne calme pas les marchés », *op. cit.*, 10 octobre 2008.

¹²⁵ *The financial crisis and the response of the European Central Bank: Speech by Jean-Claude Trichet*, Sofia, 12 juin 2009. En ligne : http://www.europa-eu-un.org/articles/en/article_8782_en.htm consulté le 17 novembre 2009.

¹²⁶ Source : BCE.

Cette politique a eu pour but de stimuler la croissance économique, de soutenir le financement des entreprises et des ménages par un assouplissement du marché du crédit, et de rétablir la confiance des marchés¹²⁷. Elle n'a apaisé ces derniers qu'après un certain délai, mais son résultat est non négligeable. La BCE a réagi d'une manière rapide, décisive et adéquate. Elle a pris une série de mesures sans précédent dans leur vitesse, nature et portée. Ces mesures ont permis d'éviter un *credit crunch* (assèchement du crédit), ainsi que le déclenchement d'une crise systémique. Elle a donc bien réussi son premier test en tant que prêteur de dernier ressort. Toutefois, une implication importante, due à l'injection de liquidités, est qu'elle peut avoir des conséquences sur l'inflation. Cela ne s'est pas produit dès le départ, car en raison des taux d'intérêt très bas, les banques se sont mises à accumuler une grande partie de ces liquidités comme une assurance contre les chocs futurs à la place de les utiliser pour une expansion du volume du crédit. Et puisque ces liquidités n'ont pas été investies dans l'économie réelle, elles n'ont donc pas été une source d'inflation. Cette situation est connue en finance sous le nom de « trappe de liquidité » (*liquidity trap*)¹²⁸. Elle implique que la politique monétaire est devenue inefficace pour faire redémarrer l'économie réelle, et c'est donc la politique budgétaire qui est appelée à stimuler cette dernière. C'est exactement ce qui est arrivé le 26 novembre 2008, lorsque la Commission a publié un *Plan européen pour la relance économique*¹²⁹ prévoyant une relance budgétaire massive. Nous allons voir cela plus en détail au point 3.2.2. Une chose importante à noter est que les tensions inflationnistes se sont finalement faites sentir en 2011, ce qui a conduit la BCE à relever son taux directeur de 25 points de base en avril 2011, puis de 25 points supplémentaires en juillet (*cf.* Figure 3) afin de combattre l'inflation dans la zone euro, malgré que les économies de plusieurs États, notamment de la Grèce, de l'Irlande ou du Portugal, étaient encore sévèrement marquées par les effets de la crise.

3.2. La Commission européenne face aux mesures de soutien budgétaire

L'action de la Commission européenne est restée assez limitée jusqu'à la fin de l'été 2008. C'est l'aggravation substantielle de la crise en septembre 2008 qui a finalement poussé cette institution à intervenir. Selon l'explication de Jean-Pierre Jouyet¹³⁰, « elle a été en retard sur le diagnostic de la crise financière : elle a longtemps cru que c'était une crise américaine, alors que c'était une crise d'origine américaine »¹³¹. L'inactivité de la Commission a aussi été justifiée par le manque de moyens financiers et de compétences pour intervenir dans les domaines bancaire, monétaire et de gestion économique. Ses capacités financières étroites limitent substantiellement son champ d'action car le budget de l'UE – qui s'élève à environ 1 % du PIB de ses États membres – finance presque entièrement des politiques spécifiques telles que les dépenses agricoles¹³². La Commission n'est non plus pas qualifiée pour effectuer des emprunts ou pour fournir des garanties de crédit.

L'absence de compétences de la Commission dans ces domaines, a mené à la « nationalisation » des réponses budgétaires dans la première phase de la crise¹³³, y compris dans l'offre de plans de sauvetage d'urgence aux institutions financières en difficulté et aux sociétés non financières¹³⁴. Ceci, à son tour, a souvent conduit à des nationalismes économiques, parmi lesquels la décision britannique d'utiliser une loi anti-terroriste afin d'empêcher les transferts de fonds de Grande-Bretagne vers les banques islandaises¹³⁵.

¹²⁷ Claire GATINOIS, « Le geste exceptionnel des banques centrales ne calme pas les marchés », *op. cit.*, 10 octobre 2008.

¹²⁸ La trappe de liquidité « désigne une forte montée de l'aversion collective pour le risque et le désir de préserver son capital par tous les moyens ». Source : François NERI, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, *op. cit.*, 2009, p. 108.

¹²⁹ Commission européenne, Communication de la Commission au Conseil européen – Un plan européen pour la relance économique (COM(2008) 800 final), Bruxelles, 26 novembre 2008.

¹³⁰ Actuellement président de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

¹³¹ Jean QUATREMER, « L'Europe est passée de l'influence à la puissance », *Un blog de Libération.fr*, 21 décembre 2009. En ligne : <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2008/12/leurope-est-pas.html>.

¹³² Jean-Claude ZARKA, *L'essentiel des institutions de l'Union européenne*, *op. cit.*, pp. 84-85.

¹³³ Avant l'aggravation de la crise suite à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

¹³⁴ Marek DABROWSKI, « The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration », *CASE Network Studies and Analyses*, No 384, 20 juillet 2009, p. 5.

¹³⁵ Tom BRAITHWAITE, (et al.), « Iceland and UK clash on Crisis », *Financial Times*, 10 octobre 2008.

Les compétences de la Commission européenne dans le domaine de la politique budgétaire se bornent aux règles du financement des aides publiques définies dans le cadre de la politique de concurrence et aux critères du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ces deux dispositifs sont examinés dans la présente section.

3.2.1. Les aides d'État dans le contexte de la gestion d'une crise financière

Les aides d'État, qui font partie de la politique de concurrence de l'Union européenne, sont interdites par le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne puisqu'elles sont susceptibles de fausser la concurrence et sont donc incompatibles avec le marché commun¹³⁶. D'après la Commission européenne, la concurrence dans le secteur des services financiers se fonde, principalement, « sur l'élimination de toute restriction institutionnelle dans l'exercice des activités financières dans le marché commun et sur la transparence et l'égalité des conditions dans l'exercice de ces activités lorsqu'elles sont comparables »¹³⁷. Ceci s'inscrit dans la logique de déréglementation qui a caractérisé ce secteur jusqu'à récemment.

Ceci dit, il peut y avoir des exceptions autorisant l'usage des aides d'État ; leur contrôle est opéré par la Commission européenne. L'article 107, §3 TFUE énumère les raisons qui peuvent être « considérées comme compatibles avec le marché intérieur :

- a) les aides destinées à favoriser le développement économique de régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi [...],
- b) les aides destinées à promouvoir la réalisation d'un projet important d'intérêt européen commun ou à remédier à une perturbation grave de l'économie d'un État membre,
- c) les aides destinées à faciliter le développement de certaines activités ou de certaines régions économiques, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun,
- d) les aides destinées à promouvoir la culture et la conservation du patrimoine, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges et de la concurrence dans l'Union dans une mesure contraire à l'intérêt commun,
- e) les autres catégories d'aides déterminées par décision du Conseil sur proposition de la Commission »¹³⁸.

L'article 107, §3, alinéa b) ne visait pas la crise financière, et jusqu'à la crise récente, la Commission n'avait admis le recours à cette disposition uniquement qu'à trois reprises¹³⁹. La plupart des aides d'État ont été adoptées par la Commission sur la base des raisons données sous la lettre c) de cet article. Dans les lignes directrices communautaires de 2004 concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté¹⁴⁰, la Commission a défini un régime général d'aide aux banques ou à d'autres entreprises en difficulté qui souligne expressément que « mis à part les cas prévus par l'article 87 [actuellement l'article 107 TFUE], paragraphe 2, en particulier les aides destinées à remédier aux dommages causés par des calamités naturelles ou par d'autres événements extraordinaires, qui ne sont pas

¹³⁶ Voir article 107 §1 TFUE (ex-article 87 TCE).

¹³⁷ Voir considérant 88 de la Décision 2006/940/CE de la Commission du 19 juillet 2006 concernant le régime d'aide C 3/2006 mis en œuvre par le Luxembourg en faveur des sociétés holdings 1929 et des holdings milliardaires [notifiée sous le numéro C(2006) 2956], *Journal officiel* n° L 366, 21 décembre 2006, pp. 47–61.

¹³⁸ Voir article 107 §3 TFUE (ex-article 87 TCE).

¹³⁹ En 1974 lors de la crise pétrolière, en 1987 pendant la crise de la drachme grecque, et en 1991 à nouveau au profit de la Grèce. Source : Frederic S. MISHKIN (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, op. cit., 2010, p. 448.

¹⁴⁰ Commission européenne, Communication de la Commission – Lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté, *Journal officiel* n° C 244, 1 octobre 2004, p. 2-17.

traités ici, la seule base sur laquelle les aides à des entreprises en difficulté peuvent être jugées compatibles est l'article 87 [actuellement l'article 107 TFUE], paragraphe 3, point c) »¹⁴¹.

3.2.1.1. Au début de la crise la Commission maintient les règles du régime classique des aides d'État

Lorsque la crise a montré ses premiers signes en Europe, en mettant en danger d'insolvabilité les banques les plus exposées aux obligations adossées à des actifs (CDOs), une première vague des mesures de sauvetage a vu le jour. La Commission a suivi les règles du régime classique de 2004 dans l'examen de ces premiers cas¹⁴². Il s'agit ici notamment de plans de sauvetage des trois banques allemandes IKB¹⁴³, Sachsen LB¹⁴⁴ et WestLB¹⁴⁵, une banque britannique Northern Rock¹⁴⁶ et une danoise Roskilde Bank¹⁴⁷.

À titre d'exemple, les problèmes financiers de Sachsen LB trouvaient leur source dans les investissements que la banque avait faits dans le marché des crédits hypothécaires américains à risque (*subprimes*). Face à cela un groupe de banques régionales et de caisses d'épargne a garanti à Sachsen LB une facilité de trésorerie jusqu'à 17 milliards d'euros. Sachsen LB a ensuite été vendue à Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) à l'exclusion du fonds d'investissement qui se trouvait à la source des problèmes de la banque. Celui-ci a été placé dans un véhicule d'investissement créé à cette fin et garanti par l'État libre de Saxe à hauteur de 2,75 milliards d'euros. Les autorités allemandes ont considéré que ces actions étaient conformes avec le principe de l'investisseur en économie de marché et ne constituaient donc pas d'aide d'État. La Commission a conclu qu'il s'agissait bien d'une aide d'État, mais que celle-ci remplissait toutes les conditions pour être considérée comme compatible avec le marché commun.

Comme mentionné au début de ce point, la Commission a examiné le cas de Sachsen LB et tous les autres sur la base de l'article 107, §3, alinéa c). Si nous analysons la décision de la Commission dans cette affaire plus en détail, nous pouvons constater qu'elle considère que « l'article 87 [actuellement l'article 107 TFUE], paragraphe 3, point b), du traité CE devait faire l'objet d'une application restrictive, en ce sens que l'aide doit non pas profiter à une entreprise ou un secteur économique, mais être destinée à remédier à une perturbation de toute l'économie d'un État membre »¹⁴⁸ et que « les informations produites par l'Allemagne n'ont pas convaincu la Commission du fait que les effets d'une faillite de la Sachsen LB sur le système pourraient prendre une ampleur telle qu'ils constitueraient "une perturbation grave de l'économie" de l'Allemagne au sens de l'article 87 [actuellement l'article 107 TFUE], paragraphe 3, point b) »¹⁴⁹.

3.2.1.2. La « communication bancaire » du 13 octobre 2008

La question de l'application de l'article 107, §3, alinéa b) TFUE aux mesures de soutien des banques en difficulté refait surface en octobre 2008 après l'aggravation de la crise suite à la chute de Lehman Brothers. La crise de confiance dans le secteur bancaire qui en a résulté a sérieusement perturbé le marché du crédit interbancaire et deux nouveaux plans de secours aux banques ont été présentés. Un pour une banque de crédit hypothécaire britannique Bradford et Bingley¹⁵⁰, l'autre pour une banque allemande Hypo Real

¹⁴¹ *Ibid.*, point 2.4.

¹⁴² Commission européenne, Communication de la Commission – Lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté, *Journal officiel n° C 244*, 1 octobre 2004, p. 2-17..

¹⁴³ Affaire C10/2008, aide à la restructuration en faveur d'IKB (décision du 21.10.2008).

¹⁴⁴ Affaire C9/2008, aide à la restructuration en faveur de Sachsen LB (décision du 4.6.2008).

¹⁴⁵ Affaire NN25/2008, WestLB (décision du 17.7.2008).

¹⁴⁶ Affaire NN70/2007, Northern Rock (décision du 5.12.2007).

¹⁴⁷ Affaire NN36/2008, Roskilde Bank (décision du 31.7.2008).

¹⁴⁸ Voir considérant 94 de la Décision de la Commission du 4 juin 2008 concernant une aide d'État C 9/08 (ex NN 8/08, CP 244/2007) accordée par l'Allemagne en faveur de la Sachsen LB [notifiée sous le numéro C(2008) 2269], *Journal officiel n° L 104*, 24 avril 2009, p. 34-50.

¹⁴⁹ *Ibid.*, considérant 95.

¹⁵⁰ Affaire NN41/2008, aide à la restructuration en faveur de Bradford et Bingley (décision du 1.10.2008).

Estate¹⁵¹. Lors de la réunion de l'Eurogroupe le 12 octobre 2008 (avec la participation exceptionnelle du Royaume-Uni), les États membres se sont mis à adopter de manière concertée les plans de soutien massifs à leurs banques, face au risque que la crise ne devienne systémique. Le jour suivant, la Commission a publié la *Communication sur l'application des règles en matière d'aides d'État aux mesures prises en rapport avec les institutions financières dans le contexte de la crise financière mondiale*¹⁵² (dite « communication bancaire ») qui pour la première fois admet l'application de l'article 107, §3, alinéa b) aux mesures de soutien aux banques. Elle en énumère trois types : les garanties couvrant les dettes des institutions financières, la recapitalisation des institutions financières et la liquidation contrôlée de ces dernières. La communication porte principalement sur les garanties publiques. Celles-ci sont établies par déclaration, législation ou régime contractuel. Les dettes qui peuvent être couvertes par ces garanties incluent les dépôts des particuliers (afin de limiter le risque d'une vague de retraits suite à une perte de confiance)¹⁵³ et certains types de dépôts interbancaires, sauf si ceux-ci bénéficient déjà d'une manière adéquate d'autres garanties¹⁵⁴. Par contre, ne devraient pas être couvertes les créances subordonnées ou tous les éléments du passif¹⁵⁵. Pour qu'elles puissent être admises, les trois types de mesures doivent répondre à un certain nombre de critères :

- Les critères d'admissibilité à ces mesures doivent être objectifs et « non-discriminatoires en raison de la nationalité, toutes les institutions de l'État membre concerné, y compris des filiales qui exercent dans celui-ci des activités importantes, devraient être couvertes par le régime »¹⁵⁶.
- Leur durée et leur portée doivent être limitées au minimum. Les États membres doivent revoir et justifier la poursuite de ces mesures tous les six mois. La prolongation est possible mais la durée maximale est, en principe, limitée à deux ans¹⁵⁷.
- Le montant des aides doit être limité au minimum nécessaire et prévoir une contribution significative du secteur privé¹⁵⁸.
- Les mesures doivent être assorties de mécanismes permettant de diminuer le risque d'aléa moral et d'utilisation abusive ; les bénéficiaires devant s'abstenir de certains comportements incompatibles avec la finalité de la garantie¹⁵⁹.
- Du fait de leur caractère temporaire ces aides doivent être suivies et accompagnées par des mesures d'ajustement et/ou par un plan de restructuration ou de liquidation¹⁶⁰.

Les facilités de trésorerie accordées par un État membre ou sa Banque centrale en temps de crise ne sont pas considérées par la Commission comme des aides d'État sous la condition qu'elles ne doivent pas être des « mesures spécifiques destinées à aider certains établissements bancaires en particulier mais des mesures générales s'adressant à tous les acteurs comparables du marché (c'est à dire en consentant des prêts à l'ensemble des acteurs du marché aux mêmes conditions) »¹⁶¹. Dans quelques cas très particuliers, comme dans le cas de Northern Rock¹⁶², même un soutien octroyé à une institution financière n'est pas considéré comme une aide d'État à condition que l'institution qui en bénéficie soit solvable, que la facilité

¹⁵¹ Affaire NN44/2008, aide à la restructuration en faveur de Hypo Real Estate (décision du 2.10.2008).

¹⁵² Commission européenne, Communication de la Commission – Application des règles en matière d'aides d'État aux mesures prises en rapport avec les institutions financières dans le contexte de la crise financière mondiale, *Journal officiel* n° C 270, 25 octobre 2008, pp. 8-14.

¹⁵³ *Ibid.*, considérant 19.

¹⁵⁴ *Ibid.*, considérant 21.

¹⁵⁵ *Ibid.*, considérant 23.

¹⁵⁶ *Ibid.*, considérant 18.

¹⁵⁷ *Ibid.*, considérant 24.

¹⁵⁸ *Ibid.*, considérants 25 et 26.

¹⁵⁹ *Ibid.*, considérant 27.

¹⁶⁰ *Ibid.*, considérants 28 et 29.

¹⁶¹ *Ibid.*, considérant 51.

¹⁶² Commission européenne, « Aides d'État : la Commission autorise une aide au sauvetage en faveur de Northern Rock » (IP/07/1859), Bruxelles, 5 décembre 2007.

de trésorerie soit valorisée selon sa valeur de marché et accordée par la banque centrale et pas par l'État avec un taux d'intérêt pénalisant¹⁶³.

Au moment de la publication de la « communication bancaire », de nombreux États membres avaient déjà annoncé leurs plans de soutien aux banques reposant sur des garanties publiques. C'est aussi pour cette raison que la Communication insiste autant sur ces dernières. Parmi les pays qui ont soutenu leurs banques avec des garanties publiques se trouvent le Danemark, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, la Lettonie, la Hongrie, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal, la Slovaquie, la Finlande, la Suède et le Royaume-Uni¹⁶⁴. Certains d'entre eux (la Danemark, l'Allemagne, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, la Hongrie, l'Autriche, la Slovaquie, la Suède et le Royaume-Uni) avaient décidé d'utiliser des mesures de recapitalisation en même temps que les garanties. Certains États ont réagi en combinant encore d'autres mesures¹⁶⁵. La Commission s'est employée à l'analyse et à l'autorisation de ces mesures sous l'angle de l'article 107, §3, alinéa b) TFUE et les premières décisions ont été publiées déjà le 13 octobre 2008, le jour même de la publication de la « communication bancaire ».

Dans le cas du Royaume-Uni, qui a employé les garanties de dettes et les recapitalisations pour stabiliser ses marchés financiers, la Commission a jugé que « les mesures étaient compatibles avec les règles communautaires sur les aides d'État puisqu'elles constituent un moyen approprié de remédier à une perturbation grave de l'économie du Royaume-Uni [article 87, paragraphe 3, point b), du traité CE] tout en évitant les distorsions de concurrence indues. Ces mesures prévoient un accès non discriminatoire, sont limitées dans le temps et dans leur portée et sont assorties de garde-fous visant à éviter les abus. Elles sont donc conformes aux orientations que la Commission vient de publier »¹⁶⁶.

La décision concernant le plan irlandais, publié le même jour¹⁶⁷, a rencontré plus de difficultés avant d'être acceptée. Le plan irlandais qui au départ prévoyait le soutien de six banques nationales et de leurs filiales a dû être modifié¹⁶⁸ pour inclure toutes les banques ayant une importance systémique dans l'économie irlandaise, indépendamment de leur origine, afin de se conformer à l'exigence d'accès non discriminatoire.

TABLEAU 1: SYSTÈMES DE GARANTIE EXAMINÉS PAR LA COMMISSION JUSQU'AU 31 MARS 2009: VOLUME MAXIMUM DE GARANTIE PAR PAYS

État membre	Volume de garanties (Mrd d'EUR)	Volume de garanties en % du PIB (2008)	Taille du secteur financier en % du PIB (2006)
Danemark	580,00 Voir note de bas de page ¹⁶⁹	259,27	5,3
Allemagne	400,00	16,30	4,8
Irlande	Voir note de bas de page ¹⁷⁰	-	10,2

¹⁶³ Voir considérant 51 de la Communication de la Commission – Application des règles en matière d'aides d'État aux mesures prises en rapport avec les institutions financières dans le contexte de la crise financière mondiale, *Journal officiel* n° C 270, 25 octobre 2008.

¹⁶⁴ Voir tableau 2 dans le Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009, pp. 18-19.

¹⁶⁵ Pour plus de détails voir l'encadré « Interventions des États membres en faveur d'établissements financiers: régimes et mesures ad hoc » dans : *Ibid.*, pp. 16-17.

¹⁶⁶ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission autorise le régime d'aides adopté par le Royaume-Uni en faveur des institutions financières » (IP/08/1496), 13 octobre 2008.

¹⁶⁷ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission approuve la nouvelle version du plan irlandais d'aide aux établissements financiers » (IP/08/1497), 13 octobre 2008.

¹⁶⁸ Affaire NN48/2008, Remedy for a serious disturbance in the economy (décision du 13.10.2008).

¹⁶⁹ « Le volume total de garanties accordées au titre du régime était estimé, au départ, à 500 milliards d'EUR.

Par la suite, le régime a été modifié pour y intégrer des garanties supplémentaires de 80 milliards d'EUR. » Source : Commission européenne, Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009, p. 18-19.

Grèce	15,00	6,56	4,5
Espagne	200,00	19,39	4,7
France	265,00	14,22	5,0
Italie	Voir note de bas de page ¹⁷¹	-	4,8
Lettonie	4,24	20,00	6,8
Hongrie	4,95	5,09	4,5
Pays-Bas	200,00	35,00	6,7
Autriche	90,00	33,29	5,4
Portugal	20,00	12,92	7,5
Slovénie	12,00	20,67	4,9
Finlande	50,00	28,06	2,6
Suède	150,00	46,20	3,7
Royaume-Uni	294,26	15,75	8,4
<i>Total</i>	<i>2285,45</i>	-	-

Source : Rapport de la Commission européenne¹⁷²

En ce qui concerne la liquidation contrôlée des institutions financières, le 5 novembre 2008 la Commission a autorisé la liquidation de la banque danoise Roskilde Bank. Le contrôle de la banque a été pris par une nouvelle entité dotée d'un capital qui lui a été accordé dans le contexte de ce plan de sauvetage. La Commission a estimé que cette liquidation était compatible avec les règles sur les aides d'État « puisqu'il s'agit d'une mesure appropriée et proportionnée visant à faire face à une grave perturbation de l'économie danoise tout en maintenant les distorsions potentielles de concurrence à un niveau minimal. Les mesures de liquidation sont donc compatibles avec l'article 87, paragraphe 3, point b, du traité CE »¹⁷³.

3.2.1.3. La « communication sur la recapitalisation » du 5 décembre 2008

Compte tenu que plusieurs États membres ont procédé à la recapitalisation de certains établissements financiers, et suite à la demande d'orientation émise par le Conseil ECOFIN du 2 décembre 2008, la Commission européenne a publié, le 5 décembre 2008, une *Communication sur la recapitalisation des établissements financiers dans le contexte de la crise financière actuelle: limitation de l'aide au minimum nécessaire et garde-fous contre les distorsions indues de concurrence*¹⁷⁴ (dite « communication sur la recapitalisation »). Alors que la « communication bancaire » énumérait déjà la recapitalisation parmi les mesures de soutien aux banques et définissait les critères pour qu'elle puisse être admise comme une aide d'État (*cf.* point précédent), la

¹⁷⁰« Bien que le montant total de la garantie n'ait pu être déterminé *ex ante*, le régime irlandais est limité dans sa dimension matérielle et temporelle. Le régime couvre, pour la période du 30 septembre 2008 au 29 septembre 2010, les dettes existant à la clôture des activités, le 29 septembre 2008, ou à tout moment par la suite, jusqu'au 29 septembre 2010, en ce qui concerne les dépôts des particuliers et des entreprises, les dépôts interbancaires, les créances prioritaires non garanties, les obligations foncières, les dettes subordonnées datées, à l'exclusion de tout emprunt intragroupe et de toute dette à l'égard de la Banque centrale européenne découlant d'opérations monétaires de l'eurosystème. Il ne peut être fait appel à la garantie après le 29 septembre 2010. » Source : *Ibid.*, p. 18-19.

¹⁷¹« En vertu du régime italien, une garantie de l'État peut être accordée jusqu'au 31 décembre 2009 sur les engagements émis par les banques italiennes après le 13 octobre 2008 et jusqu'au 31 décembre 2009. Les créances subordonnées, les obligations bancaires garanties, les instruments structurés ou produits complexes ou encore les produits comportant un élément dérivé sont explicitement exclus du bénéfice de la garantie, ce qui est le cas du capital réglementaire. Seuls les dépôts d'une durée résiduelle d'au moins trois mois et de cinq ans maximum sont éligibles, les dépôts d'une durée supérieure à trois ans ne pouvant excéder 25 % de la valeur totale des dépôts couverts par la garantie de l'État. Le régime prévoit en outre un plafond pour chaque banque bénéficiaire. » Source : *Ibid.*, p. 18-19.

¹⁷² Source : *Ibid.*, p. 18-19.

¹⁷³ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission approuve l'aide du gouvernement danois en faveur de la liquidation de Roskilde Bank » (IP/08/1633), 5 novembre 2008.

¹⁷⁴ Commission européenne, Communication de la Commission – Recapitalisation des établissements financiers dans le contexte de la crise financière actuelle: limitation de l'aide au minimum nécessaire et garde-fous contre les distorsions indues de concurrence, *Journal officiel* n° C 10, 15 janvier 2009, pp. 2-10.

« communication sur la recapitalisation » fournit des orientations plus détaillées, dont l'accent porte sur la mise en place de garde-fous afin de limiter les distorsions de concurrence.

Cette communication opère sur une distinction entre les banques fondamentalement saines et les banques en difficulté. Dans le premier cas, l'injection du capital public afin d'éviter l'assèchement du crédit pour les particuliers et les entreprises, sera bénéfique pour l'économie réelle. Dans l'autre cas, le soutien public permettra d'éviter les effets systémiques à court terme dans le cas d'une insolvabilité, et par l'intermédiaire de restructurations, de rétablir la viabilité de l'institution financière à long terme, ou au moins de soutenir sa liquidation.

La Commission donne son aval au système de tarification des recapitalisations des banques fondamentalement saines, qui a été recommandé par la BCE le 20 novembre 2008, et qui repose sur « les taux de base fixés par les banques centrales, auxquels une prime de risque est ajoutée de façon à prendre en compte le profil de risque de chaque banque bénéficiaire, le type de capitaux utilisés et le niveau de garde fous accompagnant la recapitalisation pour éviter toute mauvaise utilisation des fonds publics »¹⁷⁵. Pour les banques en difficulté, ces taux sont plus élevés et les garde-fous qui leur sont imposés, plus stricts. Afin d'inciter les banques à rembourser le capital injecté dès que possible, les taux de rémunération devront être assez élevés. De plus, la Commission propose que ces taux augmentent au fil du temps¹⁷⁶.

Six mois après une recapitalisation, la Commission procédera à l'examen d'un rapport qui lui sera transmis par l'État membre ayant utilisé cette mesure. Le rapport devrait inclure des précisions concernant les banques recapitalisées, les montants reçus, les conditions de la recapitalisation, l'utilisation du capital reçu ainsi que les stratégies de désengagement dans le cas des banques fondamentalement saines, ou les plans de restructuration s'il s'agit de banques en difficulté¹⁷⁷.

Les orientations de la Commission en matière de mesures de recapitalisation ont été notamment appliquées au plan de sauvetage financier de la banque allemande Commerzbank¹⁷⁸ et au plan français de recapitalisation des banques¹⁷⁹. Les deux plans, ayant été adoptés avant la publication de la Communication du 5 décembre 2008, ont dû être modifiés afin de se conformer aux éléments complémentaires annoncés dans celle-ci. À titre d'exemple, dans le cas du plan français, le taux de rémunération a été adapté aux nouvelles exigences. Les autorités françaises ont aussi dû mettre en place un mécanisme de sur-remboursement pour inciter les banques à rapidement rembourser le capital injecté, et les banques bénéficiaires ont dû s'engager à introduire des changements dans leur politique de rémunération en ce qui concerne les indemnités de départ.

TABLEAU 2: PLANS DE RECAPITALISATION EXAMINÉS PAR LA COMMISSION JUSQU'AU 31 MARS 2009: VOLUME MAXIMUM PAR PAYS

État membre	Volume de recapitalisation (Mrd d'EUR)	Volume des plans de recapitalisation en % du PIB (2008)
Danemark	13,50	6,03
Allemagne	80,00	3,26
Grèce	5,00	2,19
Espagne	30-50	2,91 – 4,85
France	21,50	1,15

¹⁷⁵ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission adopte des orientations concernant la recapitalisation des banques dans le contexte de la crise financière actuelle afin d'accroître les flux de crédits en faveur de l'économie réelle » (IP/08/1901), 8 décembre 2008.

¹⁷⁶ Voir considérant 31 de la Communication sur la recapitalisation des établissements financiers dans le contexte de la crise financière actuelle: limitation de l'aide au minimum nécessaire et garde-fous contre les distorsions indues de concurrence, *Journal officiel n° C 10*, 15 janvier 2009, pp. 2-10.

¹⁷⁷ *Ibid.*, considérant 40.

¹⁷⁸ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission approuve les modifications apportées au plan de sauvetage financier allemand » (IP/08/1966), 12 décembre 2008.

¹⁷⁹ Commission européenne, « Aide d'État: la Commission autorise le régime français de renforcement des fonds propres de certains établissements de crédit » (IP/08/1900), 8 décembre 2008.

Italie	15-20	1,00 – 1,33
Hongrie	1,04	1,07
Autriche	15,00	5,55
Slovénie	12,00	20,67
Suède	4,80	1,48
Royaume-Uni	63,00	3,37
<i>Total</i>	<i>273,84</i>	-

Source : Rapport de la Commission européenne¹⁸⁰

3.2.1.4. La « communication sur les actifs dépréciés » du 25 février 2009

Au cours de l'automne et de l'hiver 2008, la valeur de certains actifs a continué de baisser, cela a été le cas notamment des titres adossés à des créances hypothécaires américaines à risques (MBS). Durant cette période, de nombreux États membres ont envisagé l'adoption de plans de sauvetage des actifs bancaires dépréciés. Face à cela, le 25 février 2009, la Commission a publié les orientations européennes communes de traitement de ces actifs. La nouvelle *Communication concernant le traitement des actifs dépréciés dans le secteur bancaire de l'Union européenne*¹⁸¹ (dite « communication sur les actifs dépréciés »), souligne la nécessité d'une approche coordonnée afin d'éviter une course aux subventions entre les États membres et de limiter les distorsions de concurrence résultant des mesures de sauvetage. Elle complète la « communication bancaire », de même manière que cela a été le cas avec la « communication sur la recapitalisation », en énumérant un certain nombre de nouvelles exigences qui doivent être respectées par les mesures de soutien aux actifs dépréciés :

- « transparence totale et divulgation des dépréciations avant toute intervention de l'État,
- approche coordonnée de l'identification des actifs éligibles au sauvetage, par la création de catégories d'actifs éligibles («paniers»),
- approche coordonnée pour la valorisation *ex ante* des actifs sur la base de principes communs, notamment fondée sur la valeur économique réelle (plutôt que sur la valeur de marché), réalisée par des experts indépendants et certifiée par les autorités de supervision bancaire,
- validation par la Commission de la valorisation des actifs, dans le cadre des procédures d'aides d'État et sur la base de critères d'appréciation uniformes,
- répartition adéquate, entre les actionnaires, les créanciers et l'État, des coûts liés aux actifs dépréciés,
- rémunération adéquate de l'État, au moins équivalente à celle des bons d'État,
- prise en charge des pertes découlant de la valorisation des actifs sur la base de leur valeur économique réelle par la banque bénéficiaire de la mesure,
- alignement des incitations pour les banques à participer au sauvetage des actifs sur les objectifs d'intérêt général, en limitant à six mois le créneau pendant lequel les banques pourraient déclarer leurs actifs dépréciés,
- gestion des actifs concernés par le sauvetage en évitant les conflits d'intérêt,
- restructuration appropriée, notamment par l'adoption de mesures visant à éliminer les distorsions de concurrence, à l'issue d'une appréciation au cas par cas et en tenant compte du montant total des aides reçues par recapitalisation, octroi de garantie ou sauvetage d'actifs, dans le but d'assurer la viabilité à long terme et le fonctionnement normal du secteur bancaire européen »¹⁸².

¹⁸⁰ Source : Commission européenne, Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009, p. 20.

¹⁸¹ Commission européenne, Communication de la Commission du 25 février 2009 concernant le traitement des actifs dépréciés dans le secteur bancaire de l'Union européenne, *Journal officiel* n° C 72, 26 mars 2009, p. 1-22.

¹⁸² Commission européenne, « Aides d'État: la Commission publie des orientations sur le traitement des actifs dépréciés dans le secteur bancaire de l'UE » (IP/09/322), 25 février 2009.

Comme cela est le cas des mesures de recapitalisation, l'accord de la Commission sur les mesures de sauvetage sera valable six mois et les autorités devront présenter : les informations détaillées sur les actifs concernés par ces mesures, l'évaluation de la viabilité des banques en question, et les plans de leur restructuration dans les trois mois suivant la mise en place du plan de sauvetage.

3.2.1.5. La « communication sur les restructurations » du 23 juillet 2009

Suite à une multiplication des plans de restructuration de banques, la Commission a publié, le 23 juillet 2009, une *Communication sur le retour à la viabilité et l'appréciation des mesures de restructuration prises dans le secteur financier dans le contexte de la crise actuelle*¹⁸³ qui, avec les deux autres communications discutées ci-dessus, complète la « communication bancaire ».

La nouvelle communication définit les lignes directrices pour les aides à la restructuration qui consistent en trois principes de base. Tout d'abord, l'objectif des restructurations est que les banques soient viables à long terme et puissent fonctionner sans des aides d'État supplémentaires. Le plan de restructuration doit fournir les informations sur le modèle d'entreprise, sa structure organisationnelle, son financement, sa gouvernance d'entreprise, la gestion du risque, la gestion actif-passif, le flux de trésorerie généré, les engagements hors bilan, l'importance de l'endettement externe, l'adéquation présente et prévisionnelle des fonds propres, ainsi que le système d'incitations par le biais de la rémunération¹⁸⁴. Deuxièmement, la Commission insiste sur le fait que les banques bénéficiaires doivent contribuer le plus possible à leur restructuration en utilisant leurs ressources propres pour financer celle-ci. Finalement, les mesures doivent être prises afin de limiter le plus possible les distorsions de la concurrence.

Ces lignes directrices sur les aides aux restructurations, basées sur l'article 107, §3, alinéa b) et donc justifiées par une perturbation grave de l'économie d'un État membre, n'ont été en vigueur que temporairement jusqu'au 31 décembre 2010. À présent, les règles classiques sur la base de l'article 107, §3, alinéa c) s'appliquent de nouveau en la matière.

3.2.1.6. Mesures ad hoc

En plus des mesures de soutien aux banques énumérées par la « communication bancaire » (c'est-à-dire les garanties couvrant les dettes des institutions financières, la recapitalisation des institutions financières et la liquidation contrôlée de ces dernières), certains États membres ont eu recours à des interventions *ad hoc* pour aider quelques institutions financières individuelles ; soit parce que les régimes de portée générale n'y étaient pas applicables au moment où ces banques se sont trouvées en difficulté (les cas de Dexia, Fortis, KBC, Ethias et Parex Banka Latvia), soit parce que les plans de recapitalisation étaient absents dans les États membres concernés (les cas d'Anglo Irish Bank, ING, Aegon, SNS Reaal/New, Carnegie Investment Bank et Bank of Ireland), soit parce que les banques en question ne pouvaient prétendre à une aide de l'État (le cas de Sicherungseinrichtungsgesellschaft Deutscher Banken), ou pour d'autres raisons encore. Dans le contexte de la crise, ces mesures *ad hoc*, dont la valeur totale à la fin de mars 2009 s'élevait à 400 milliards d'euros (*cf.* Tableau 3), ont aussi été examinées par la Commission en vertu de l'article 107, §3, alinéa b).

TABLEAU 3: MESURES DE SAUVETAGE INDIVIDUELLES EXAMINÉES PAR LA COMMISSION JUSQU'AU 31 MARS 2009

Bénéficiaire	Affaire n°	État membre	Type de mesure	Volume (Mrd d'EUR)	Date de la décision de la Commission
Dexia	NN49/2008 NN50/2008	Belgique France	Garantie	150	19/11/2008

¹⁸³ Commission européenne, Communication de la Commission sur le retour à la viabilité et l'appréciation des mesures de restructuration prises dans le secteur financier dans le contexte de la crise actuelle, conformément aux règles relatives aux aides d'État, *Journal officiel* n° C 195, 19 août 2009, p. 9–20.

¹⁸⁴ *Ibid.*, considérant 11.

	NN45/2008	Luxembourg			
	C 9/2009	Belgique/ France/ Luxembourg	Garantie	16,9	13/03/2009
Fortis	N574/2008	Belgique	Garantie	150	19/11/ 2008
	NN42/2008	Belgique	Recapitalisation	7	03/12/2008
	NN46/2008- NN53a/2008	Luxembourg Pays-Bas			
KBC	N602/2008	Belgique	Recapitalisation	3,5	18/12/2008
Groupe Ethias	NN57/2008	Belgique	Recapitalisation	1,5	12/02/2009
Bayern LB	N615/2008	Allemagne	Garantie	4,8	18/12/2008
			Recapitalisation	10	
Nord/LB	N655/2008	Allemagne	Garantie	20	22/12/2008
IKB	N639/2008	Allemagne	Garantie	5	22/12/2008
Sicherungsein- richtungsgesell- schaft deutscher Banken	N17/2009	Allemagne	Garantie	6,7	21/01/2009
Anglo Irish Bank	N9/2009	Irlande	Recapitalisation	1,5	14/01/2009
Bank of Ireland	N149/2009	Irlande	Recapitalisation	3,5	26/03/2009
Parex Banka Latvia	NN68/2008	Lettonie	Garantie	0,775	24/11/2008
	NN3/2009		Recapitalisation	0,2 Mrd	11/02/2009
			Liquidité	LVL	
				1,5 Mrd	
				LVL	
ING	N528/2008	Pays-Bas	Recapitalisation	10	13/11/2008
Aegon	N569/2008	Pays-Bas	Recapitalisation	3	27/11/2008
SNS Reaal/New	N611/2008	Pays-Bas	Recapitalisation	0,750	10/12/2008
Banco Privado Português S.A.	NN 71/2008	Portugal	Garantie	0,450	13/03/2009
Kaupthing Bank	NN2/2009	Finlande	Garantie	Voir note de bas de page ¹⁸⁵	21/01/2009
Carnegie Investment Bank	NN64/2008	Suède	Liquidité	5 Mrd SEK	15/12/2008
<i>Total</i>				<i>393,29</i>	

Source : Rapport de la Commission européenne¹⁸⁶

3.2.1.7. Le cadre temporaire du 17 décembre 2008

Il convient de noter que l'application de l'article 107, §3, alinéa b) TFUE ne se limite pas uniquement aux banques. Le 17 décembre 2008 la Commission a publié une *Communication sur le cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle*¹⁸⁷ (dite « cadre temporaire ») qui prévoit l'application de cet article aux aides d'État visant les entreprises (les PME et les grandes sociétés) frappées par le rationnement de crédit, afin de les

¹⁸⁵ Garantie contre les risques juridiques. Budget non disponible à ce stade.

¹⁸⁶ Source : Commission européenne, Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009, pp. 21-22.

¹⁸⁷ Commission européenne, Communication de la Commission — Cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle, *Journal officiel* n° C 16, 22 janvier 2009, pp. 1-9.

encourager à investir et stimuler ainsi l'économie réelle. Quelques modifications techniques ont été apportées à ce « cadre temporaire » en février 2009, puis en décembre 2009¹⁸⁸. En tant que solution temporaire, elle devait rester en vigueur jusqu'au 31 décembre 2010. Les mesures prévues par ce « cadre temporaire » incluent :

- « une aide forfaitaire maximale de 500 000 euros par entreprise [...]»;
- des garanties d'État pour les prêts assortis d'une réduction de prime;
- des prêts bonifiés, notamment pour la fabrication de produits verts (satisfaisant précocement aux normes de protection environnementale ou allant au-delà de ces normes);
- une aide sous forme de capital-investissement, pouvant atteindre 2,5 millions d'euros par PME et par an (au lieu du 1,5 million d'euros actuel) pour autant qu'au moins 30 % (au lieu des 50 % actuels) des coûts d'investissement soient couverts par des investisseurs privés »¹⁸⁹.

TABLEAU 4: APERÇU DES MESURES EXAMINÉES PAR LA COMMISSION AU TITRE DU CADRE TEMPORAIRE JUSQU'AU 31 MARS 2009

État membre	500 000 EUR par entreprise	Garantie	Prêts à taux réduit	Prêts à taux réduit pour des produits verts	Aides au capital-investissement
Belgique		N117/2009 20/03/2009			
Allemagne	N668/2008 30/12/2008	N27/2009 27/02/2009	N661/2008 30/12/2008 N38/2009 19/02/2009		N39/2009 3/02/2009
Espagne				N140/2009 30/03/2009	
France	N7/2009 19/01/2009	N23/2009 27/02/2009	N15/2009 04/02/2009	N11/2009 03/02/2009	N119/2009 16/03/2009
Lettonie	N124/2009 19/03/2009				
Luxembourg	N99/2009 27/02/2009	N128/2009 11/03/2009			
Hongrie	N77/2009 24/02/2009	N114/2009 10/03/2009	N78/2009 24/02/2009		
Autriche	N47a/2009 20/03/2009				N47d/2009 26/03/2009
Portugal	N13/2009 19/01/2009				
Royaume-Uni	N43/2009 04/02/2009	N71/2009 27/02/2009		N72/2009 27/02/2009	

Source : Rapport de la Commission européenne¹⁹⁰

¹⁸⁸ Commission européenne, Communication de la Commission modifiant le cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle, *Journal officiel* n° C 303, 15 décembre 2009, p. 6.

¹⁸⁹ Commission européenne, « Aides d'État: la Commission adopte un cadre temporaire à l'intention des États membres afin de lutter contre les effets du resserrement du crédit sur l'économie réelle » (IP/08/1993), 17 décembre 2008.

¹⁹⁰ Source : Commission européenne, Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009, p. 27.

Les États ont souvent eu recours aux mesures admises par cette communication. L'exemple le plus connu étant probablement les aides accordées par quelques pays, notamment par la France (N23/2009), l'Allemagne (N27/2009) et le Royaume-Uni (N71/2009), à leurs industries automobiles.

La modernisation des règles en matière d'aides d'État a largement facilité le processus de leur acceptation et diminué de ce fait les charges administratives subies par les États membres lors de la demande. De plus, les 26 catégories d'aides peuvent être désormais accordées par les gouvernements nationaux sans que la Commission doive en être notifiée¹⁹¹. Ceci est bien évidemment très important, surtout dans le cas de troubles économiques graves comme la crise récente où ce type de mesures nécessite une adoption rapide.

Puisque les sommes mises en jeu par les plans de relance budgétaire sont substantielles, ce type d'interventions soulève des problèmes importants, surtout au niveau de la soutenabilité des finances publiques. Les procédures budgétaires des États membres de l'Union européenne sont soumises à des règles visant à garantir la soutenabilité budgétaire, notamment celles établies par le Pacte de stabilité et de croissance. Nous allons maintenant analyser ces dernières.

3.2.2. Le Pacte de stabilité et de croissance

Le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) est un mécanisme de coordination et de contrôle des politiques économiques et budgétaires basé sur la surveillance multilatérale. Il a été établi pour favoriser une gestion saine des finances publiques, afin d'éviter qu'une politique budgétaire laxiste menée par un État membre ne pénalise les autres États à travers les taux d'intérêt, ainsi que la confiance dans la stabilité économique de la zone euro. Il vise à assurer une convergence soutenue et durable des économies des États membres de la zone euro, qui est nécessaire pour le bon fonctionnement de l'Union monétaire et économique (UEM). À plus long terme, la coordination des politiques économiques doit permettre d'anticiper la montée des dépenses liées à la transition démographique vers des sociétés plus âgées. Le PSC a été adopté au Conseil européen d'Amsterdam le 17 juin 1997¹⁹². Il est fondé sur les articles 121 et 126 TFUE¹⁹³ et comporte un volet préventif et un volet correctif.

Le volet préventif, basé sur l'article 121 TFUE et le règlement n° 1466/97¹⁹⁴ modifié en 2005 par le règlement n° 1055/2005¹⁹⁵, vise à surveiller les positions budgétaires des États membres et à coordonner leurs politiques économiques. Il s'agit d'une mesure préventive afin d'assurer la discipline budgétaire nécessaire pour le bon fonctionnement de l'UEM. Il concerne aussi bien les États membres de la zone euro que ceux qui n'y participent pas. Les premiers doivent présenter à la Commission des « programmes de stabilité », qui contiennent les objectifs des comptes publics à moyen terme (OMT) et qui sont actualisés chaque année. Les États en dehors de la zone euro, présentent des « programmes de convergence ». Ces programmes sont ensuite examinés par le Conseil qui peut demander à l'État membre de le modifier en cas de besoin. Si le Conseil détecte qu'il y a un dérapage des finances publiques de l'État membre par rapport à son OMT, il peut lui adresser une « alerte précoce » (sur la base de l'article 121, §4 TFUE) en vue d'empêcher l'apparition d'un déficit excessif.

Le volet correctif, basé sur l'article 126 TFUE et le règlement n° 1467/97¹⁹⁶ modifié en 2005 par le règlement n° 1056/2005¹⁹⁷, reprend les fameux « critères de convergence » du Traité de Maastricht.

¹⁹¹ *Ibid.*, pp. 23-24.

¹⁹² Résolution du Conseil européen relative au pacte de stabilité et de croissance, Amsterdam, 17 juin 1997, *Journal officiel* C 236, 2 août 1997.

¹⁹³ Ces articles ont été introduits en 1992 par le Traité de Maastricht, dans le cadre de la mise en place de l'UEM.

¹⁹⁴ Règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, *Journal officiel* n° L 209, 2 août 1997, pp. 1-5.

¹⁹⁵ Règlement (CE) n° 1055/2005 du Conseil du 27 juin 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, *Journal officiel* n° L 174, 7 juillet 2005, pp. 1-4.

¹⁹⁶ Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, *Journal officiel* n° L 209, 2 août 1997, pp. 6-11.

L'article 126 définit la procédure de contrôle des déficits publics excessifs reposant sur les valeurs de référence contenues dans le protocole annexé au traité : un déficit des administrations publiques¹⁹⁸ inférieur à 3 % du PIB et une dette publique inférieure à 60 % du PIB. Afin d'exercer son contrôle, le Conseil peut émettre des recommandations à un État membre lorsqu'un déficit excessif a été constaté. Lorsqu'aucune action suivie d'effets n'a été prise, le Conseil peut rendre publiques ses recommandations. Il peut également mettre en demeure l'État si aucune suite n'est donnée dans un délai prédéterminé. Le Conseil peut finalement décider de sanctionner celui-ci en exigeant qu'un dépôt important soit effectué auprès de la Communauté. Ce dépôt peut se transformer en amende si le déficit excessif n'est pas comblé. Le règlement n° 1467/97 vise à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs de manière à ce qu'elle joue un rôle véritablement dissuasif. Le règlement précise les cas exceptionnels dans lesquels un déficit supérieur à 3 % du PIB peut être autorisé. Font partie de ces cas : les circonstances inhabituelles¹⁹⁹ indépendantes de la volonté de l'État membre concerné et ayant des effets sensibles sur la situation financière, ainsi qu'une grave récession économique²⁰⁰.

La réforme du PSC en 2005 vise une amélioration de la gouvernance économique et budgétaire par un renforcement du volet préventif du Pacte, et une amélioration de la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs. Le volet préventif prend désormais en considération les caractéristiques de l'économie de chaque État membre pour définir l'objectif budgétaire à moyen terme (OMT). La procédure en cas de déficit excessif est fondée sur une approche plus politique. Un taux de croissance négatif ou une baisse cumulative de la production pendant une période prolongée de croissance très faible par rapport au potentiel de croissance pourront être considérés comme un dépassement exceptionnel de la valeur de référence, et ainsi éviter le lancement d'une procédure. Le Conseil précise dans son rapport²⁰¹ les « autres facteurs pertinents » à considérer lors de l'évaluation d'un déficit excessif. Parmi ces facteurs, notons les dépenses visant à encourager la R&D et l'innovation, et les dépenses liées aux réformes du système de pensions. Les délais prévus pour corriger le déficit excessif sont étendus, et une plus grande attention est donnée à la dynamique de la dette²⁰², sans que ne soient toutefois instaurés de nouveaux mécanismes contraignants.

Cet assouplissement des règles du PSC introduit par la réforme de 2005 a permis de mener une politique budgétaire expansionniste sans qu'il soit nécessaire de les suspendre durant cette période difficile. Le Conseil européen du 11 et 12 octobre 2008 avait insisté sur ce fait, en affirmant que « le Pacte de stabilité et de croissance révisé demeure la pierre angulaire du cadre budgétaire de l'UE. Il offre la flexibilité permettant la mise en œuvre de l'ensemble des mesures du plan de relance »²⁰³. Le Conseil Ecofin, réuni le 2 décembre 2008, a davantage insisté sur le fait que le PSC « constitue le cadre approprié pour la politique budgétaire en Europe, en cohérence avec l'objectif de soutenabilité des finances publiques à long terme »²⁰⁴. Ceci dit, il était souvent reproché au Pacte de ne pas tenir suffisamment compte de la situation conjoncturelle et de favoriser indirectement des politiques procycliques, car le PSC ne dispose pas des outils juridiques nécessaires pour contraindre les États qui augmentent leurs dépenses en période de haute conjoncture à revenir à l'équilibre budgétaire. Ils ne sont donc pas incités à construire une sorte de

¹⁹⁷ Règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, *Journal officiel* n° L 174, 7 juillet 2005, pp. 5–9.

¹⁹⁸ On entend par publiques ce qui est relatif au gouvernement général, c'est-à-dire les administrations centrales, les autorités régionales ou locales et les fonds de sécurité sociale, à l'exclusion des opérations commerciales, telles que définies dans le Système européen de comptes économiques intégrés.

¹⁹⁹ Par exemple : catastrophes naturelles, actes terroristes ou autres chocs asymétriques.

²⁰⁰ Baisse du PIB supérieure ou égale à 2 %.

²⁰¹ Rapport du Conseil au Conseil européen « Améliorer la mise en œuvre du pacte de stabilité et croissance », 20 mars 2005. En ligne : http://www.eu2005.lu/fr/actualites/documents_travail/2005/03/21stab/stab.pdf.

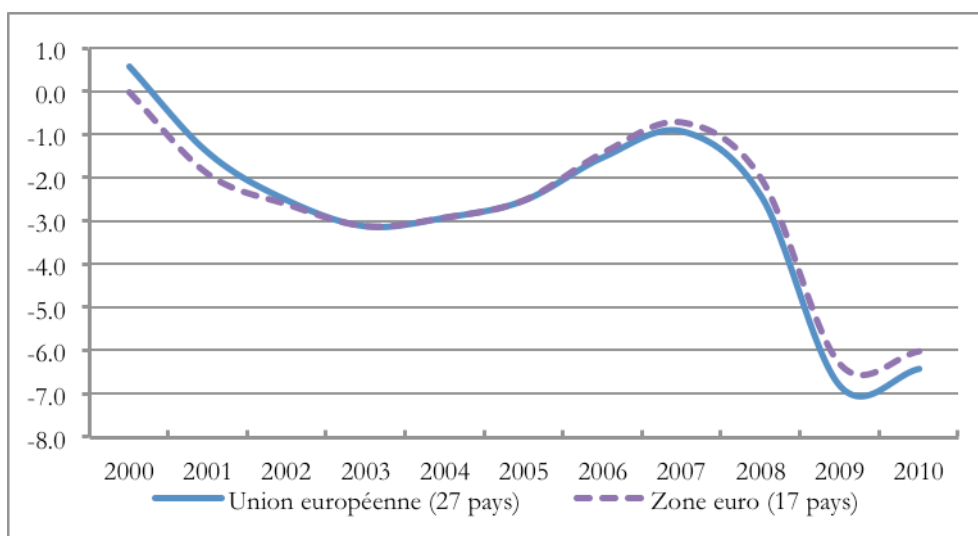
²⁰² La dynamique de la dette publique est la variation du taux d'endettement public entre deux périodes (en général une période correspond à une année).

²⁰³ Conclusions de la Présidence du Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008, Bruxelles, 12 décembre 2008, p. 7. En ligne : http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ec/104669.pdf.

²⁰⁴ Conseil de l'Union européenne, 2911^e session du Conseil Affaires économiques et financières – Communiqué de presse, Bruxelles, le 2 décembre 2008. En ligne : http://consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ecofin/104531.pdf.

« matelas » qui leur permettra d'augmenter leurs dépenses en période de la crise sans devoir sévèrement contrôler celles-ci afin de ne pas dépasser le seuil des 3 %. Le manque de ce « matelas » s'est clairement fait sentir durant la crise. Dans sa communication de 12 mai 2010 intitulée *Renforcer la coordination des politiques économiques*,²⁰⁵ la Commission souligne que le non-respect des règles et des principes du Pacte dans le passé, faute de procédures de surveillance suffisantes, a conduit à l'accumulation des déséquilibres budgétaires avant la crise, qui à leur tour ont exercé des tensions particulièrement fortes sur le fonctionnement de l'UEM et ont rendu l'économie de l'Union, dans son ensemble, vulnérable à la crise et à la récession. Pour cette raison, les niveaux des déficits publics et des dettes publiques ont largement dépassé les valeurs de référence définis par le PSC (cf. Figures 4 et 5). Malgré cela, la Commission insiste sur le fait que le Pacte reste « un cadre adapté pour sortir de la crise dans de bonnes conditions »²⁰⁶, néanmoins il est nécessaire de se doter d'un système de résolution des crises, des mécanismes préventifs et correctifs supplémentaires et d'une coordination politique plus approfondie.

FIGURE 4: DÉFICIT PUBLIC EN % DU PIB²⁰⁷

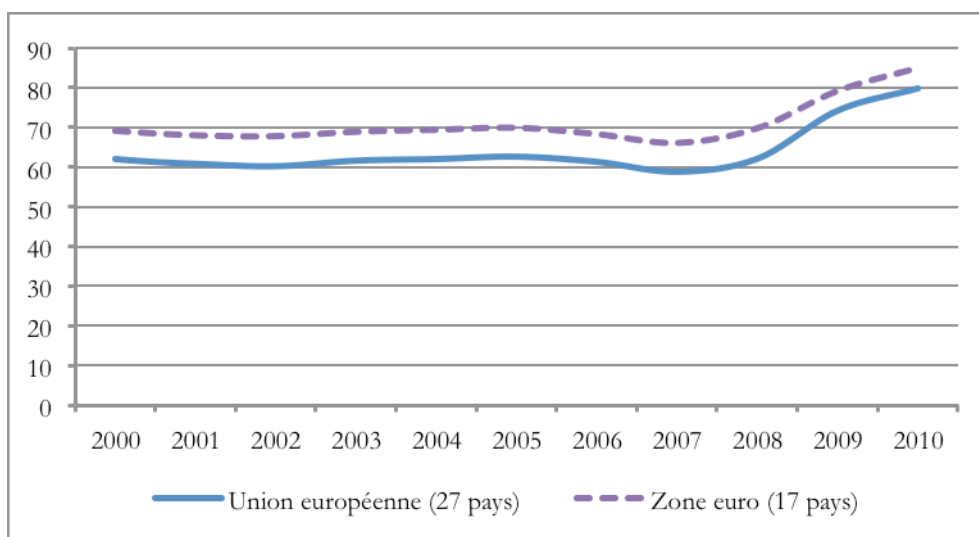


²⁰⁵ Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, Comité économique et social européen et au Comité des régions - Renforcer la coordination des politiques économiques (COM(2010) 250 final), 12 mai 2010.

²⁰⁶ *Ibid.*, p. 2.

²⁰⁷ Source : Eurostat.

FIGURE 5: DETTE PUBLIQUE EN % DU PIB²⁰⁸



Ainsi, dans le but de renforcer la gouvernance économique dans l'Union européenne, la Commission a proposé le 29 septembre 2010 un paquet de six propositions législatives²⁰⁹ qui comprend une réforme ambitieuse du PSC. Ces propositions prévoient notamment des sanctions pour les États membres de la zone euro. Lorsqu'un État s'éloignerait d'une manière importante de son objectif à moyen terme il serait sanctionné par un dépôt portant intérêt. Dans le cas où un État entrerait dans la situation de déficit excessif, il devrait faire un dépôt de 0,2 % de son PIB ne portant pas intérêt qui sera ensuite converti en amende si l'État ne se conforme pas aux recommandations sur la correction de ce déficit. Afin d'éviter la situation qui s'est produite en novembre 2003 (lorsque la France et l'Allemagne ont franchi le seuil des 3 % mais les procédures de déficit excessif ont dû être suspendues après que le Conseil eut refusé de suivre les recommandations de la Commission et de ramener les déficits en dessous de 3 % du PIB), les propositions de sanctions faites par la Commission seraient automatiquement considérées comme adoptées. Pour prévenir l'exécution des étapes suivantes, il faudrait que le Conseil la rejette à la majorité qualifiée dans un délai de dix jours. Les premiers accords politiques sur cette réforme ont déjà été conclus, notamment entre la France et l'Allemagne²¹⁰, l'objectif est que ces nouvelles mesures soient adoptées d'ici 2013.

²⁰⁸ Source : *Ibid.*

²⁰⁹ Commission européenne, Proposition de Règlement (UE) n° .../... du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs (COM(2010) 522 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Directive du Conseil sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres (COM(2010) 523), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro (COM(2010) 524 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro (COM(2010) 525 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1466/97 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques (COM(2010) 526 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques (COM(2010)527 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, « Gouvernance économique de l'UE : la Commission présente un ensemble complet de propositions législatives » (IP/10/1199), Bruxelles, 29 septembre 2010.

²¹⁰ AA, « Le Pacte de stabilité sera renforcé, le traité réformé », *EurActiv.fr*, 19 octobre 2010. En ligne : <http://www.euractiv.fr/pacte-stabilite-renforce-traite-reforme-article>.

Le 26 novembre 2008, la Commission a publié un *Plan européen pour la relance économique*²¹¹ qui prévoyait une relance budgétaire coordonnée s'élevant à 200 milliards d'euros (1,5 % du PIB de l'UE) destinée à soutenir l'économie réelle et l'emploi en stimulant la demande. L'impact budgétaire de ce plan de relance, des mesures de sauvetage de banques discutées dans le point précédent, ainsi que la crise elle-même, ont fait que les déficits et les dettes publiques ont considérablement augmenté. En 2009, une majorité des États membres ont enregistré des déficits publics supérieurs aux 3 % du PIB fixés par le PSC. Certains l'ont fait en 2008 déjà. Même si dans le cas d'une grave récession économique ceci est autorisé par le Pacte, les procédures de déficit excessif ont dû être ouvertes afin d'« éviter une augmentation des taux d'intérêt à long terme qui accroîtrait la charge de la dette et les coûts de financement pour les ménages et les entreprises, freinant ainsi la reprise économique elle-même »²¹². Ainsi le 2 décembre 2009, les procédures de déficit excessif de l'Allemagne, de l'Autriche, de la Belgique, de l'Italie, des Pays-Bas, du Portugal, de la République tchèque, de la Slovaquie et de la Slovénie ont été ouvertes et le nombre total de pays soumis à cette procédure s'élevait à vingt²¹³. Le 13 juillet 2010, trois pays supplémentaires (la Bulgarie, le Danemark et Chypre) ont rejoint cette liste.

D'après l'article 3, §4 du règlement n° 1467/97²¹⁴, dans le cas de circonstances particulières, le délai pour corriger le déficit excessif est plus long que la durée habituellement permise d'une année. Cette disposition a permis à la Commission de définir des dates limites suffisamment éloignées pour permettre une correction des déficits²¹⁵.

Les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance n'ont pas été en mesure de prévenir les déséquilibres budgétaires. La crise a puissamment démontré à quel point il est important de maintenir les finances publiques en bonne santé afin d'avoir une marge de manœuvre budgétaire en temps de crise. La réforme du Pacte, nouvellement proposée, vise à améliorer cette situation, il n'est cependant pas certain qu'elle soit adoptée.

En contrepartie de son rôle limité dans le domaine budgétaire, la Commission européenne dispose d'autres compétences qui pourraient être utiles face à la crise, notamment celle de proposer²¹⁶ de nouvelles législations²¹⁷. De ce fait, elle est un organe moteur de l'Union ; une fonction qu'elle ne semble guère avoir assuré pendant la première phase de la crise (jusqu'à la mi-septembre 2008). Cette « absence » de la Commission s'est faite sentir à tel point, qu'au cours de l'automne 2008 nombreux étaient ceux qui ont réclamé une attitude plus proactive de sa part, notamment le *think tank* Notre Europe – fondé par Jacques Delors – qui a souligné que « la continuité et la cohérence de l'action de l'Union doivent être assurées par la Commission européenne »²¹⁸.

²¹¹ Commission européenne, Communication de la Commission au Conseil européen – Un plan européen pour la relance économique (COM(2008) 800 final), Bruxelles, 26 novembre 2008.

²¹² Commission européenne, « Décisions en matière de procédure de déficits excessifs: le Pacte de Stabilité et de Croissance comme ancre pour les stratégies de consolidation budgétaire » (IP/09/1964), Bruxelles, 11 novembre 2009.

²¹³ Plus tôt la même année, des procédures de déficit excessif ont été ouvertes pour l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, la Lettonie, la France, Malte, la Lituanie, la Roumanie et la Pologne. Le Royaume-Uni figurait sur la liste depuis le 8 juillet 2008 et la Hongrie depuis 2004. Source : http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm.

²¹⁴ Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, *Journal officiel* n° L 209, 2 août 1997, pp. 6–11.

²¹⁵ 2015 pour l'Irlande et le Royaume-Uni, 2014 pour la Grèce, 2013 pour la plupart des autres pays. Pour les délais précis, consulter : http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm.

²¹⁶ La fonction de la Commission est aussi d'appliquer ses nouvelles législations une fois celles-ci adoptées. Cependant le processus décisionnel dans l'Union européenne est trop long et peu réactif pour être efficace en cas de crise violente.

²¹⁷ Jean-Claude ZARKA, *L'essentiel des institutions de l'Union européenne*, op. cit., p. 64.

²¹⁸ AA, « Un besoin d'Union face à la crise », *Le Monde*, 11 décembre 2008.

Face à ces critiques, dès le début d'octobre 2008, la Commission a été considérablement plus active. En novembre 2008, elle a publié un *Plan européen pour la relance économique*²¹⁹ et a chargé un groupe d'experts, sous la direction de Jacques de Larosière, de produire un rapport présentant des recommandations sur la surveillance et la régulation financière de l'UE. En mai 2009, la Commission a pleinement soutenu ce rapport, publié en février 2009²²⁰, en proposant un plan ambitieux de réformes²²¹ et la création des nouvelles autorités européennes de contrôle²²², et en insistant sur sa mise en œuvre accélérée. Cette réforme a été approuvée par le Conseil européen du 19 juin 2009²²³. Nous allons voir ces nouvelles mesures réglementaires dans le chapitre suivant.

²¹⁹ Commission européenne, Communication de la Commission au Conseil européen - Un plan européen pour la relance économique (COM(2008) 800 final), 26 novembre 2008.

²²⁰ Rapport Larosière, 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

²²¹ Commission européenne, Communication de la Commission – Surveillance financière européenne (COM(2009) 252 final), 27 mai 2009.

²²² Le Conseil européen du risque systémique (CERS) et le Système européen de surveillance financière (SESF).

²²³ AA, « EU leaders back financial supervision overhaul », *Eur.Actif*, 19 juin 2009.

4. Régulation de l'activité bancaire au sein de l'Union européenne

“The world we have created today as result of our thinking thus far has problems which cannot be solved by thinking the way we thought when we created them”.

Albert Einstein

Les crises sont toujours des événements très durs et celle qui a débuté en 2007 l'a été particulièrement car elle a été suivie par l'une des plus graves récessions économiques depuis des décennies (cf. Figure 2). Nous avons vu au chapitre 2 que la crise récente résulte, en grande partie, d'un manque de régulation financière adéquate. Il est donc important de s'intéresser à ce problème afin de pouvoir construire ou améliorer les dispositions actuelles, pour pouvoir mieux se protéger des crises futures et d'en atténuer les conséquences.

Le secteur bancaire, responsable de l'octroi de crédits aux autres secteurs d'activité, ainsi qu'aux particuliers, occupe une place déterminante dans l'économie. Son bon fonctionnement est de ce fait indispensable pour la bonne marche de celle-ci dans son ensemble. D'autant plus que la faillite d'une banque peut avoir des effets désastreux, car il existe un grand risque de contagion interbancaire. Soit parce que les autres établissements bancaires touchés par sa faillite vont devenir eux-mêmes insolubles, soit parce que les particuliers, ayant perdu confiance en leur banque et craignant qu'elle ne devienne défailante, vont effectuer des retraits massifs de leurs dépôts. On appelle ce phénomène la panique bancaire.

Cette ruée sur les institutions bancaires provoque un mécanisme connu en économie sous le nom de prophétie auto-réalisatrice, car il pourrait avoir un effet de contagion²²⁴ sur les banques solvables, et de ce fait mettre en danger le système bancaire dans son ensemble avec des conséquences négatives pour les autres secteurs de l'économie et des coûts sociaux élevés. Il n'est donc pas étonnant qu'au vu de l'importance et de la vulnérabilité du secteur bancaire, les États ont toujours²²⁵ tenté d'assurer sa sécurité au travers de sa régulation.

L'inventaire législatif européen dans ce cadre est important, il convient donc de se concentrer sur les réglementations les plus pertinentes dans le cadre de la crise financière. Il est aussi important de savoir que les directives en question sont le fruit d'un long processus d'harmonisation de la régulation bancaire en Europe, qui n'as pas été fait sans obstacles et qui n'est toujours pas achevé à l'heure actuelle.

L'objectif de cette partie est d'évaluer dans quelle mesure la crise bancaire de 2008 a accéléré ce processus de l'harmonisation qui débute dans les années 70. Nous analyserons d'abord la régulation bancaire européenne avant la crise, puis les mesures prises et envisagées depuis son éclatement.

4.1. L'historique de l'harmonisation du droit bancaire et financier au niveau européen

La régulation du secteur bancaire peut prendre des formes très variées²²⁶. Ceci se traduit par les différences des mesures et des systèmes de régulation bancaire entre les pays. Il est possible d'en identifier deux

²²⁴ Pour plus d'explications sur la contagion interbancaire et la panique bancaire, consulter : François MARINILIEN, « Les fondements micro-économiques du concept de panique bancaire : une introduction », *Revue économique*, Vol 43, No 2, 1992, pp. 314-321. En ligne : http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/reco_0035-2764_1992_num_43_2_409354.

²²⁵ Surtout depuis la création des premières banques centrales au XVII^{ème}-XVIII^{ème} siècle.

²²⁶ Par exemple : « socialization of the whole or part of the banking system ; the issuing of detailed directives to allocate credit to specific purposes ; a legally enforced separation of activities between commercial banks and investment banks to limit risk ; state setting of interest rates for deposits and lending ; the creation of a mandatory system of deposit insurance ». Source : Andreas BUSCH, « The resilience of national institutions: the case of banking regulation », in Stefan A. SCHIRM (ed), *New rules for global markets: public and private governance in the world economy*, Basingstoke [etc.], Palgrave MacMillan, 2004, p. 91.

grands courants : un système *bank-based* et un système *market-based*²²⁷. Le développement de la régulation financière a été beaucoup plus marqué dans les systèmes *bank-based* que dans les économies *market-based*.

La distinction entre ces deux systèmes réside dans la source principale de financement des entreprises. Dans le premier cas – caractéristique de l'Europe continentale (l'Allemagne, la France, l'Italie, le Pays-Bas) – le pouvoir financier est essentiellement détenu par les banques qui octroient des prêts. Les marchés des actions ont relativement peu d'importance car les entreprises, financées par les banques, ne font pas souvent appel à l'émission d'obligations.

Dans le deuxième système – qui se retrouve essentiellement en Grande-Bretagne – le financement de l'économie est, en revanche, assuré par le marché. La concurrence de la part des marchés pousse les banques à diversifier leur activité car elles dépendent moins des intérêts provenant des emprunts. Une grande partie de leurs recettes provient des investissements, de la gestion d'actifs, des conseils, des fonds de pension et d'autres opérations génératrices de commissions. Une source de revenus supplémentaires découle de la gestion d'actifs en propre ainsi que de la mise en place de fonds de placement.

La théorie la plus largement acceptée pour expliquer ces différences considérables entre les systèmes financiers nationaux est liée au déclenchement de la révolution industrielle. Les entreprises des pays où elle a commencé plus tôt, ont été en mesure de financer leurs investissements avec les fonds qu'elles ont généré progressivement par elles-mêmes ou à l'aide de capitaux levés auprès d'investisseurs privés sur les marchés financiers relativement bien développés. Par contre, les entreprises des pays où la révolution industrielle a débuté plus tard n'avaient pas d'autre choix que de chercher un financement auprès des banques. Ceci essentiellement en raison de marchés financiers sous-développés, d'investisseurs peu enclins à acheter des actifs risqués, et de fonds propres insuffisants pour rattraper leur retard dans les infrastructures et les technologies. Seules les banques pouvaient assumer le risque financier et disposaient du capital suffisant²²⁸.

Avec des systèmes si distincts, issus d'expériences historiques et d'idéologies politiques différentes, la tâche de l'harmonisation de la régulation bancaire et financière au niveau européen était loin d'être facile. C'est pour cette raison, qu'au début, la stratégie de la Commission européenne n'était pas centrée sur la régulation bancaire, mais sur la libéralisation de services, la création du marché commun bancaire et l'harmonisation des législations nationales.

4.1.1. Directive du 28 juin 1973

Dès les années 70, l'action de l'Union européenne²²⁹ s'est concentrée autour de la libéralisation des marchés financiers. En effet, la non-intégration de ces derniers constituait un obstacle majeur à la mise en place de l'Union économique et monétaire (UEM). Un plan très détaillé de l'harmonisation de la réglementation bancaire a ainsi été élaboré à Bruxelles. Toutefois ce programme s'est avéré trop ambitieux et a été de ce fait inacceptable pour les États membres, toujours réticents à déléguer leurs compétences nationales à l'UE.

²²⁷ Phil MOLYNEUX, « Banking and financial services », in Hussein KASSIM, Anand MENON (ed), *The European Union and national industrial policy*, London [etc.], Routledge, 1996, p. 247.

Andreas BUSCH, « Managing innovation: regulating the banking sector in a rapidly changing environment », in Mark BOVENS, Paul 't HART, B. Guy PETERS (ed), *Success and failure in public governance: a comparative analysis*, Cheltenham UK [etc.], E. Elgar, 2001, pp. 315-316.

²²⁸ Sigurt VITOLS, « The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States », *Discussion Paper FS I 01 – 302*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, janvier 2001, p. 2. En ligne : <http://bibliothek.wzb.eu/pdf/2001/i01-302.pdf>.

²²⁹ En guise de simplification, j'utiliserai dans ce texte le terme « Union européenne » indifféremment pour les périodes d'avant et d'après le Traité de Maastricht de 1992. Il faut cependant préciser que pendant la période allant de leur création en 1951-1957 jusqu'en 1992, on parlait des Communautés européennes et plus précisément de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA), la Communauté économique européenne (CEE) et la Communauté européenne de l'énergie atomique (CEEa).

La Commission européenne a alors préparé une directive beaucoup plus modérée²³⁰. Cette dernière avait pour but de promouvoir la liberté d'établissement et de prestation de services des établissements financiers. Toutes les banques étrangères présentes dans un État membre de l'UE devaient désormais être soumises aux mêmes régulations que les banques nationales de ce pays. Cependant, la présence de nombreuses barrières au mouvement des capitaux ainsi que l'absence de coordination de la supervision bancaire ont effectivement dissuadé les banques d'opérer à travers les frontières.

4.1.2. Première directive bancaire du 12 décembre 1977

L'effort pour élaborer une législation bancaire plus complète a été repris en 1974²³¹. Il s'agissait d'adopter une approche graduelle d'harmonisation des régulations bancaires ; leçon bien apprise de l'échec de la première initiative trop ambitieuse. La nouvelle directive, adoptée en 1977²³², n'a gardé que les traits essentiels du projet original. De ce fait, elle ne doit pas être regardée comme une structure finale mais plutôt comme un moule restant ouvert à des modifications postérieures.

Les éléments centraux de cette directive consistaient dans la définition des bases pour l'établissement ultérieur des principes de la licence unique et de la reconnaissance mutuelle, ainsi que du principe de supervision et de contrôle par le pays d'origine.

La mise en place des deux premiers par la Deuxième directive bancaire en 1989 n'aurait pas été possible si la Première directive n'avait pas exigé que les États membres mettent en place des procédures d'autorisation d'établissement des banques par l'émission des licences qui n'existaient pas auparavant en Grande-Bretagne ou au Danemark²³³.

De même, les bases posées pour l'établissement du principe de contrôle par le pays d'origine ont permis un déplacement progressif de la responsabilité de la supervision des établissements bancaires opérant dans deux ou plusieurs pays membres de l'UE du pays d'accueil vers le pays d'origine de la banque mère.

Néanmoins, la Première directive n'a pas réglé le problème lié à certaines restrictions de la part du pays d'accueil. Tout d'abord les banques souhaitant ouvrir une succursale dans un autre pays membre de l'UE devaient obtenir une autorisation de sa part. De plus, les activités des banques étrangères pouvaient être largement limitées par la législation du pays d'accueil. Enfin, le capital initial requis pour ouvrir une succursale dans la plupart des pays européens était équivalent à celui pour ouvrir une nouvelle banque.

La Première directive bancaire a donc mis en place les règles de base pour le secteur bancaire européen, qui ont servi à supprimer les restrictions à l'établissement et à la libre prestation de services et qui ont donc permis la libéralisation de ce secteur. L'adoption de mesures plus précises était nécessaire mais la base légale a été posée.

4.1.3. Directives du 13 juin 1983 et du 8 décembre 1986

Le premier pas dans cette direction a été posé en 1983 par l'adoption de la directive sur la supervision consolidée²³⁴ qui a étendu la supervision bancaire à des groupes bancaires, en couvrant leurs filiales et succursales nationales et étrangères, en rendant possible une meilleure évaluation de leurs risques et donc

²³⁰ Directive 73/183/CEE du Conseil, du 28 juin 1973, concernant la suppression des restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation de services en matière d'activités non salariées des banques et autres établissements financiers, *Journal officiel* n° L 194, 16 juillet 1973, pp. 1-10.

²³¹ Ethan B. KAPSTEIN, *Governing the global economy: international finance and the state*, 2^e éd., Cambridge Mass. ; London, Harvard Univ. Pr., 1996, p. 136.

²³² Première directive 77/780/CEE du Conseil, du 12 décembre 1977, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, *Journal officiel* n° L 322, 17 décembre 1977, pp. 30-37.

²³³ Ethan B. KAPSTEIN, *Governing the global economy: international finance and the state*, *op. cit.*, 1996, p. 135.

²³⁴ Directive 83/350/CEE du Conseil du 13 juin 1983 relative à la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée, *Journal officiel* n° L 193, 18 juillet 1983, pp. 18-20.

un contrôle accru sur les institutions bancaires complexes.

Il convient de souligner que la supervision consolidée a déjà été proposée en 1979²³⁵, elle a cependant rencontré certaines résistances de la part des banques et n'est devenue réalité qu'avec la directive de 1983. Une des raisons de ce délai résidait dans la nécessité de modifier les législations bancaires dans plusieurs pays ainsi que la relation entre les établissements bancaires et les superviseurs, par exemple dans certains pays, notamment au Luxembourg et en Belgique²³⁶, le secret bancaire a empêché la publication de certaines données.

Une autre étape vers l'harmonisation bancaire européenne a été accomplie trois ans plus tard, en 1986, avec la directive sur les comptes annuels²³⁷ qui obligeait les banques à publier leurs comptes annuels dans un format comparable en ce qui concernait le contenu, la terminologie ou la mise en page. Il est désormais devenu plus facile d'un point de vue de la supervision bancaire de comparer les institutions bancaires de différents pays.

4.1.4. Livre blanc du 28-29 juin 1985

En 1985, la Commission sous la présidence de Jacques Delors a commencé le travail sur le projet « Europe 1992 »²³⁸, dont le résultat a été un Livre blanc²³⁹ ²⁴⁰ comprenant plus de 300²⁴¹ propositions de nouvelles législations, concernant les services financiers et les mouvements de capitaux, estimées nécessaires pour l'achèvement du marché intérieur. Ces propositions étaient classifiées en trois rubriques principales concernant l'élimination des frontières physiques, techniques et fiscales.

Encore une fois, les leçons apprises des échecs dans le domaine de l'intégration financière des années précédentes, ayant prouvé que la législation détaillée ne pouvait pas être imposée aux États membres, ont déterminé l'approche de la Commission européenne ; limitée aux normes générales et aux régulations essentielles. Ainsi, l'échange de produits financiers allait être organisé selon trois principes : de la coordination minimale des règles nationales, de la reconnaissance mutuelle et du contrôle par le pays d'origine.

4.1.5. Deuxième directive bancaire du 15 décembre 1989

Les trois principes mentionnés ci-dessus ont été ensuite incorporés dans la Deuxième directive bancaire²⁴². Tous les établissements bancaires autorisés à fournir les services financiers dans un des pays de l'UE, seraient désormais en mesure d'installer des succursales dans les autres États de l'Union sans besoin d'une autorisation complémentaire ; un grand pas vers la suppression des obstacles fondés sur la nationalité. Ceci grâce à l'abolition de l'exigence de capital de dotation pour ouvrir une succursale²⁴³ et au concept du « passeport européen », c'est-à-dire une licence unique européenne délivrée aux prestataires de services

²³⁵ Ethan B. KAPSTEIN, *Governing the global economy: international finance and the state*, *op. cit.*, 1996, p. 139.

²³⁶ *Ibid.*, p. 139.

²³⁷ Directive 86/635/CEE du Conseil du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, *Journal officiel* n° L 372, 31 décembre 1986, pp. 1-17.

²³⁸ Ethan B. KAPSTEIN, *Governing the global economy: international finance and the state*, *op. cit.*, 1996, p. 140.

²³⁹ Les Livres blancs sont « des documents qui contiennent des propositions d'action communautaires dans un domaine spécifique. Ils font parfois suite à un Livre vert. » Les Livres verts sont « des documents de réflexion publiés par la Commission sur un domaine spécifique » qui ont pour but de lancer un débat ou un processus de consultation. Source: David BLACHE, *La régulation des banques de l'Union européenne face à la crise*, Paris, Revue Banque, 2009, pp. 35-36.

²⁴⁰ L'achèvement du marché intérieur : Livre blanc de la Commission à l'intention du Conseil européen, COM(85) 310 final, 28-29 juin 1985.

²⁴¹ Phil MOLYNEUX, « Banking and financial services », *op. cit.*, 1996, p. 254.

²⁴² Deuxième directive 89/646/CEE du Conseil, du 15 décembre 1989, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et modifiant la directive 77/780/CEE, *Journal officiel* n° L 386, 30 décembre 1989, pp. 1-13.

²⁴³ *Ibid.*, art. 6 §1.

financiers par leur pays d'origine et reconnue automatiquement dans chacun des pays membres de l'UE²⁴⁴. De plus, en vertu du principe de supervision et de contrôle par le pays d'origine, c'est ce dernier qui est responsable de la supervision des activités des établissements bancaires auxquels il a accordé une licence, peu importe dans quel pays membre de l'UE ils opèrent. C'est donc une pratique différente de celle dictée par le principe de territorialité où la surveillance est une compétence des autorités du pays d'accueil.

Ces éléments auraient dû, en principe, conduire à la suppression des diverses barrières institutionnelles au sein de l'UE, notamment celles à l'entrée, au libre établissement, ou encore à la libre prestation des services. Néanmoins, malgré l'existence d'une licence unique, de la reconnaissance mutuelle et du contrôle par le pays d'origine, les pays d'accueil conservent un certain nombre des pouvoirs. Notamment, le droit de réguler les activités d'une banque étrangère au nom de l'intérêt général²⁴⁵, ce qui laisse la porte ouverte à la libre interprétation et pourrait de ce fait véhiculer du protectionnisme.

La Deuxième directive, plutôt évolutionnaire que révolutionnaire, a démontré encore une fois que l'harmonisation bancaire dans l'UE se fait par la méthode des petits pas. Toutefois, elle a réussi à amener quelques nouvelles solutions qui ont eu des implications très importantes pour les pays membres de l'Union. Ces derniers ont montré qu'ils avaient confiance dans la capacité des États tiers à contrôler leurs banques nationales ; c'est ainsi que le principe de contrôle par le pays d'origine est devenu la base de l'intégration financière européenne.

Les dispositions de la Deuxième directive bancaire ont été complétées par quatre directives complémentaires : la directive sur le minimum de fonds propres²⁴⁶, la directive sur le ratio de solvabilité des banques²⁴⁷, la directive sur le blanchiment de capitaux²⁴⁸ et la directive sur l'exposition aux grands risques²⁴⁹. C'est à partir de ce moment que l'on peut commencer à parler d'un début de régulation bancaire et financière au niveau européen.

4.1.6. Plan d'action pour les services financiers (PASF) du 11 mai 1999

Afin d'accélérer l'activité législative, affaiblie dans la deuxième moitié des années 1990, la Commission européenne a élaboré un Plan d'action pour les services financiers (PASF)²⁵⁰ prévoyant une série de mesures qui devaient être adoptées jusqu'en 2005 pour renforcer le processus d'intégration financière. Ce plan visait à atteindre quatre objectifs²⁵¹ : instaurer un marché unique des services financiers de gros ; rendre accessibles et sûrs les marchés de détail ; renforcer les règles de surveillance prudentielle et éliminer des obstacles et distorsions de nature fiscale. Selon le rapport émis par la Commission en 2004²⁵², 93 %

²⁴⁴ Frederic S. MISHKIN (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, op. cit., 2010, p. 437.

²⁴⁵ Voir article 21 §5 de la Deuxième directive 89/646/CEE du Conseil, du 15 décembre 1989, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et modifiant la directive 77/780/CEE, *Journal officiel n° L 386*, 30 décembre 1989, pp. 1-13.

²⁴⁶ Directive 89/299/CEE du Conseil du 17 avril 1989 concernant les fonds propres des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 124*, 05 mai 1989, pp. 16-20.

²⁴⁷ Directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 386*, 30 décembre 1989, pp. 14-22.

²⁴⁸ Directive 91/308/CEE du Conseil, du 10 juin 1991, relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux, *Journal officiel n° L 166*, 28 juin 1991, pp. 77-83.

²⁴⁹ Directive 92/121/CEE du Conseil, du 21 décembre 1992, relative à la surveillance et au contrôle des grands risques des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 029*, 05 février 1993, pp. 1-8.

²⁵⁰ Commission européenne, Communication de la Commission, du 11 mai 1999, sur la « Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers: Plan d'action », COM(1999) 232 final [Non publié au *Journal officiel*], 11 mai 1999.

²⁵¹ Source : Le portail de l'Union européenne : Plan d'action pour les services financiers (PASF) : http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/l24210_fr.htm.

²⁵² Dixième rapport intermédiaire, du 2 juin 2004, « Passer le cap - préparer le passage à la phase suivante de l'intégration du marché des capitaux européen ». Source : Le portail de l'Union européenne : Plan d'action pour les services financiers (PASF) :

(39 sur 42 mesures) des mesures prévues par ce plan avaient été adoptées.

Parmi les textes les plus importants promulgués dans le cadre du PASF se trouvent la directive sur l'assainissement et la liquidation des banques²⁵³, la directive sur les garanties financières²⁵⁴ et la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID)²⁵⁵. Cette dernière étend notamment la portée du concept de « passeport européen » sur un nombre important des services financiers. Désormais, les prestataires de services financiers peuvent fournir dans leur pays d'accueil la même gamme de services qu'ils proposent dans leur pays d'origine, sans avoir besoin d'une licence complémentaire.

En décembre 2010, la Commission a lancé une consultation²⁵⁶ concernant la révision de la directive relative aux marchés d'instruments financiers (MiFID). Son but est d'accroître la transparence des marchés de valeurs mobilières en supprimant certaines zones grises et d'étendre le champ d'application de la directive à de nouveaux types de produits financiers.

4.1.7. Le « processus Lamfalussy »

Suite aux propositions du rapport final du « Comité des Sages », présidé par le baron Alexandre Lamfalussy et publié le 15 février 2001²⁵⁷, une procédure législative a été adoptée. Celle-ci est censée être plus rapide que la procédure de codécision classique d'adoption de la réglementation communautaire. Cette nouvelle procédure comprend quatre niveaux (cf. Figure 6) :

- Niveau 1 : À l'initiative de la Commission, le Conseil et le Parlement adoptent un texte législatif qui fixe les principes-cadres de la réglementation.
- Niveau 2 : Un comité spécialisé assiste la Commission dans l'élaboration des mesures d'exécution qui contiennent les détails techniques de la mise en œuvre de la directive ou du règlement.
- Niveau 3 : Un deuxième comité européen assiste les autorités nationales de régulation dans la transposition de la réglementation nouvelle d'une manière la plus convergente possible.
- Niveau 4 : La Commission européenne dans sa mission de « gardienne des traités » vérifie si la transposition a été faite correctement, à défaut elle dépose le recours en manquement devant la Cour de justice de l'Union européenne.

Cette procédure, même si elle n'est pas forcément plus rapide et est souvent jugée excessivement technocratique, est parvenue à atteindre ses objectifs. Le processus Lamfalussy a tout d'abord été appliqué au secteur des valeurs mobilières, puis élargi aux secteurs de la banque, des assurances et des fonds d'investissement (OPCVM). Ceci a été accompagné par la création de nouveaux comités chargés de leurs secteurs respectifs. Actuellement il existe sept comités.

Quatre comités de niveau 2 :

- le Comité européen des valeurs mobilières (CEVM) ;

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_fr.htm.

²⁵³ Directive 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *Journal officiel* n° L 125, 05 mai 2001, pp. 15-23.

²⁵⁴ Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, *Journal officiel* n° L 168, 27 juin 2002, pp. 43-50.

²⁵⁵ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *Journal officiel* n° L 145, 30 avril 2004, pp. 1-44.

²⁵⁶ Commission européenne, « Services financiers: un cadre réglementaire plus solide pour l'ensemble des acteurs et instruments financiers dans l'UE » (IP/10/1677), 8 décembre 2010.

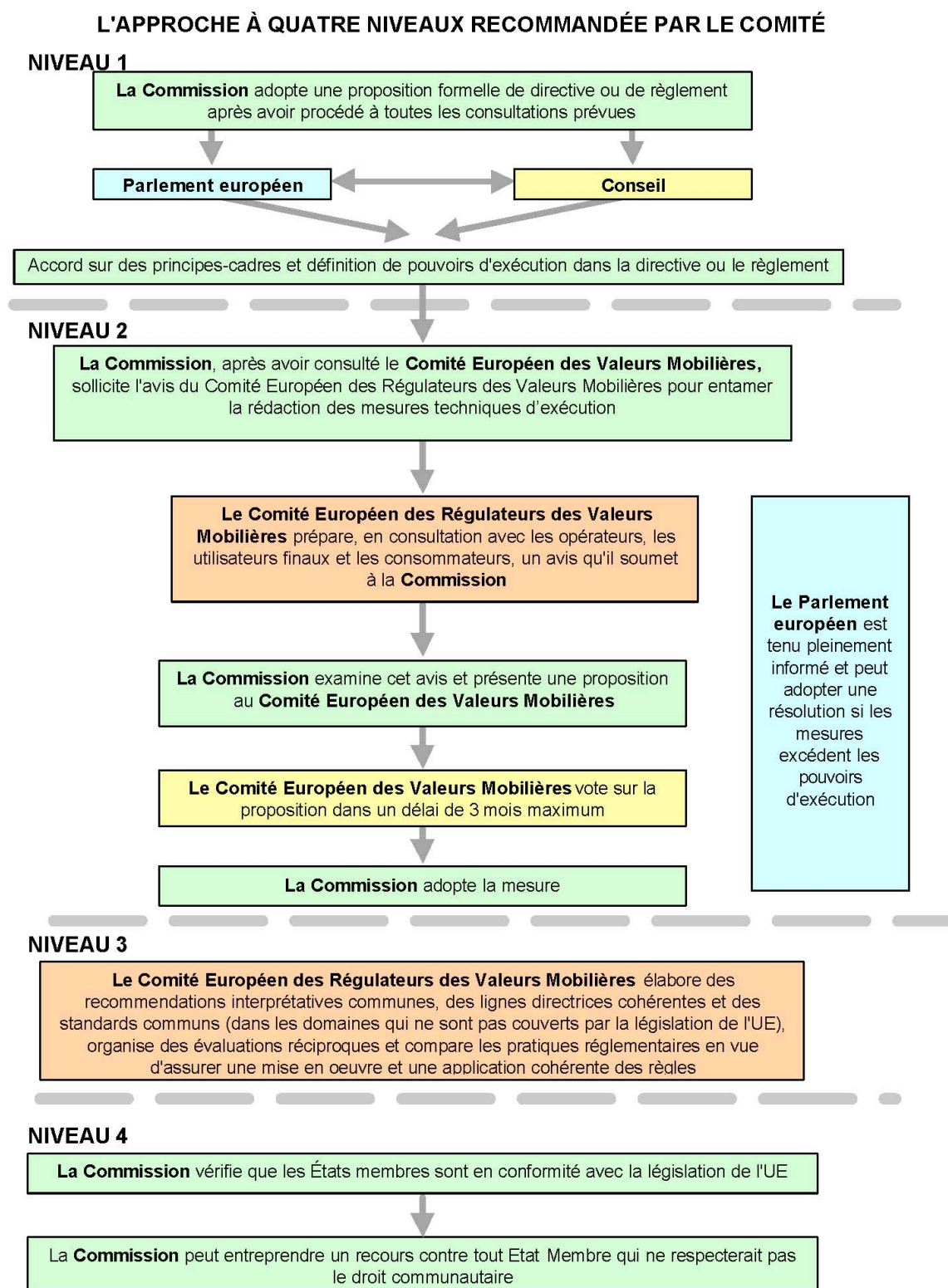
²⁵⁷ Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 15 février 2001. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_fr.pdf.

- le Comité bancaire européen (CBE) ;
- le Comité européen des assurances et des pensions professionnelles (CEAPP) ;
- le Comité européen des conglomérats financiers (CECF) ;

Et trois comités de niveau 3 :

- le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM ou CESR en anglais) ;
- le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB ou CEBS en anglais) ;
- le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP).

FIGURE 6: LE « PROCESSUS LAMFALUSSY »²⁵⁸



²⁵⁸ Source : *Ibid.*, p. 12.

4.1.8. Directive sur les fonds propres réglementaires (CRD) du 14 juin 2006

Après avoir conclu avec succès le PASF, la Commission a défini, dans un Livre blanc²⁵⁹, sa nouvelle stratégie pour le période 2005-2010. L'objectif principal cette fois-ci n'était pas l'élaboration de nouvelles législations, mais l'approfondissement de l'intégration financière et le suivi des résultats du PASF par l'amélioration des règles existantes. Pour ce faire, la Commission a procédé à la révision et à la refonte des textes les plus importants.

Ce travail a abouti en 2006 à la directive sur les fonds propres réglementaires²⁶⁰ (en anglais Capital Requirements Directive, ou CRD) établissant des nouvelles règles sur le montant des fonds propres que les institutions financières doivent détenir afin de se protéger des risques, conformes aux exigences de Bâle II.

La nouvelle directive modernise le régime des grands risques instauré par la « directive grands risques »²⁶¹. L'article 108 de la directive 2006/48/CE définit le grand risque comme « une exposition assumée par un établissement de crédit à l'égard d'un client ou d'un groupe de clients liés » dont la « valeur atteint ou dépasse 10 % de ses fonds propres ». Ainsi chaque établissement de crédit doit avoir à sa disposition « des procédures administratives et comptables saines et des mécanismes appropriés de contrôle interne, aux fins de l'identification et de la comptabilisation de tous les grands risques et des changements qui y sont apportés par la suite [...] ainsi que pour la surveillance de ces risques eu égard à la politique de chaque établissement de crédit en matière d'expositions » (article 109). D'après l'article suivant, les établissements de crédit doivent notifier périodiquement les grands risques aux autorités compétentes. Le contrôle des grands risques intègre également l'analyse de possibles concentrations ; l'article 111 définit deux plafonds à respecter en la matière. Individuellement, un établissement de crédit « ne peut assumer, à l'égard d'un même client ou d'un même groupe de clients liés, des expositions dont le montant total dépasse 25 % de ses fonds propres ». Globalement, il « ne peut assumer de grands risques dont le montant cumulé dépasse 800 % de ses fonds propres ».

La directive 2006/48/CE inclut également les dispositions relatives au gouvernement d'entreprise. Son article 22 dit que « les autorités compétentes de l'État membre d'origine exigent que tout établissement de crédit dispose d'un solide dispositif de gouvernement d'entreprise, comprenant notamment une structure organisationnelle claire avec un partage des responsabilités qui soit bien défini, transparent et cohérent, des procédures efficaces de détection, de gestion, de contrôle et de déclaration des risques auquel il est ou pourrait être exposé et des mécanismes adéquats de contrôle interne, y compris des procédures administratives et comptables saines ». Ce dispositif, ainsi que les procédures et les mécanismes doivent être « exhaustifs et adaptés à la nature, à l'échelle et à la complexité des activités de l'établissement de crédit ».

De surcroît, l'annexe V à la directive 2006/48/CE aborde le traitement des risques. L'organe de direction de l'établissement de crédit doit revoir et approuver régulièrement « les stratégies et politiques régissant la prise, la gestion, le contrôle et l'atténuation des risques auxquels l'établissement de crédit est ou pourrait être exposé ». Parmi ceux-ci figurent « les risques générés par l'environnement macroéconomique dans lequel il opère, eu égard à l'état du cycle économique ». L'annexe en identifie huit types : les risques de crédit et de contrepartie ; le risque résiduel ; le risque de concentration ; les risques de titrisation ; les risques de marché ; le risque de taux d'intérêt inhérent aux activités autres que de négociation ; le risque

²⁵⁹ Livre blanc - Politique des services financiers 2005-2010, COM(2005) 629 final, 1 décembre 2005.

²⁶⁰ Elle comprend deux directives : Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte), *Journal officiel* n° L 177, 30 juin 2006, pp. 1-200.

Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte), *Journal officiel* n° L 177, 30 juin 2006, pp. 201-255.

²⁶¹ Directive 92/121/CEE du Conseil, du 21 décembre 1992, relative à la surveillance et au contrôle des grands risques des établissements de crédit, *Journal officiel* n° L 29, 5 février 1993, pp. 1-8.

opérationnel et le risque de liquidité. Les points 14 et 15 de l'annexe, concernant ce dernier risque, spécifient que « l'établissement de crédit dispose de politiques et de procédures qui lui permettent de mesurer et de gérer sa situation de financement nette et ses besoins nets de financement en continu et sur une base prospective. Il envisage d'autres scénarios et revoit régulièrement les hypothèses sous-tendant les décisions afférentes à sa situation de financement nette ». L'établissement de crédit doit de ce fait envisager d'autres scénarios de simulation de crise pour préparer sa politique commerciale, pour ensuite pouvoir mettre en place « des plans d'urgence pour faire face à des crises de liquidité ». Le point 13, concernant le risque opérationnel, met encore plus d'accent sur la mise en place des plans d'urgence afin que l'établissement de crédit puisse poursuivre ses activités « visant à assurer sa capacité à limiter les pertes et à ne pas interrompre son activité en cas de perturbation grave de celle-ci ». Le risque opérationnel est d'après l'énoncé du point 22 de l'article 4 « le risque de pertes découlant d'une inadéquation ou d'une défaillance des processus, du personnel et des systèmes internes ou d'événements extérieurs, y compris le risque juridique ». Comme dans le cas du risque de liquidité, le point 12 de l'annexe V précise que les établissements de crédit doivent mettre en œuvre « des politiques et procédures qui lui permettent d'évaluer et de gérer son exposition opérationnel (*vis*), y compris aux événements de faible fréquence, mais à fort impact ». De plus, en couverture de ce risque, les établissements de crédit doivent détenir des fonds propres. Le nouveau dispositif permet ainsi une couverture plus complète des risques, car non seulement les risques de crédit et de marché doivent être couverts par les fonds propres, mais également le risque opérationnel.

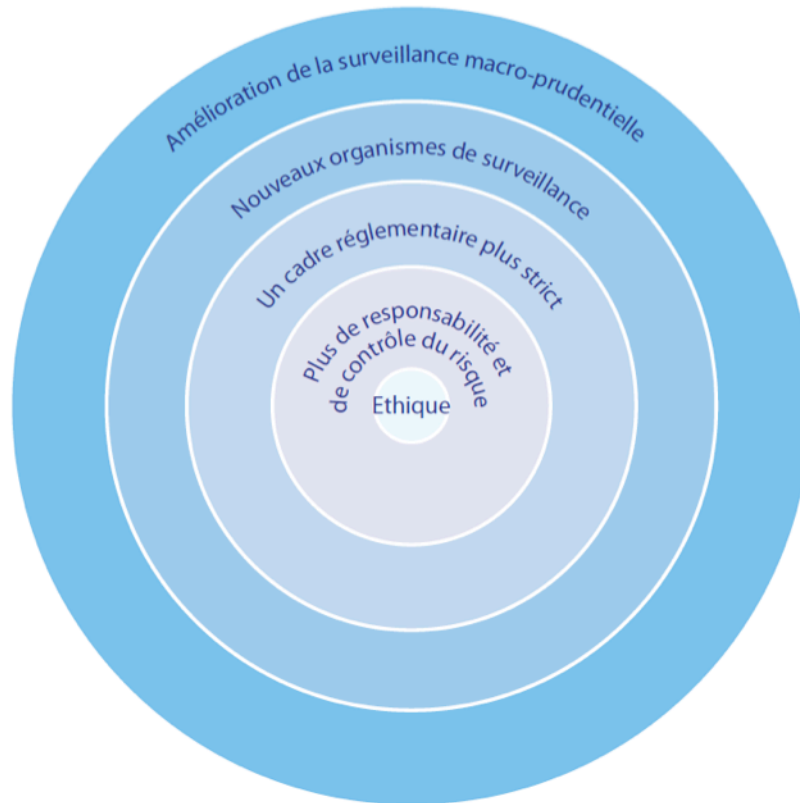
Cependant la nouvelle directive régule et dérégule à la fois ; jusque-là, ces risques, ainsi que le montant du capital nécessaire pour s'en couvrir, étaient évalués par les autorités de surveillance. La directive CRD change ce système ; ce sont désormais les banques qui vont pouvoir, sur autorisation de l'autorité bancaire, calculer leurs risques d'exposition. Ceci soulève de nombreux problèmes, en particulier celui de la sensibilité aux risques accrue de ce nouveau système. Les inquiétudes que les banques, ayant plus de liberté, seront tentées de prendre des risques excessifs persistent. D'autant plus que les procédures internes d'évaluation des risques ont été remises en question en 2007 par la crise financière. Pour le calcul du niveau des fonds propres en couverture des risques, la nouvelle directive prévoit différentes méthodes. Par exemple le risque opérationnel peut être calculé selon une des approches figurant aux articles 103, 104 et 105 de la directive 2006/48/CE, à savoir l'approche par indicateur de base, l'approche standard ou les approches par mesure avancée, décrites en détail dans l'annexe X à la directive. De plus, ni les directives bancaires, ni la directive CRD ne définissent suffisamment bien la notion même de fonds propres, laissant une marge de manœuvre trop grande en la matière aux États membres, ce qui leur permet de qualifier comme telles les ressources insuffisamment solides. Ceci pourrait en conséquence affaiblir la solvabilité de certaines banques.

4.2. Réforme réglementaire suite à la crise financière

La crise récente a favorisé le développement de la réglementation bancaire et financière européenne. Jusque-là, la stratégie adoptée par la Commission était focalisée sur la suppression de tous les obstacles à la libre concurrence, ainsi que sur l'harmonisation des législations nationales, et s'est limitée aux régulations essentielles.

La crise a fait apparaître un nouveau besoin de réguler les banques beaucoup plus scrupuleusement. Le nombre d'actes adoptés ou en adoption depuis le début de celle-ci est très important. Il est clair maintenant que la réglementation n'était pas adéquate et reposait trop sur la bonne volonté des acteurs financiers chargés eux-mêmes d'estimer les risques de leurs actions. Il a donc fallu procéder à un réexamen de la réglementation européenne en la matière. Cette réforme a été en grande partie basée sur les recommandations du groupe de haut niveau présidé par un ancien gouverneur de la Banque de France, M. Jacques de Larosière et peut s'illustrer par le graphique suivant.

FIGURE 7: ÉLÉMENTS CLÉS POUR UN SYSTÈME FINANCIER SAIN ET RESPONSABLE²⁶²



Il semble évident qu'un cadre réglementaire plus strict et une surveillance macro-prudentielle sont indispensables pour un meilleur fonctionnement du système financier. En revanche, il me paraît trop idéaliste de placer l'éthique et la responsabilité au cœur du modèle, alors que la crise récente est survenue en partie à cause de la défaillance de ces deux éléments.

4.2.1. Adéquation des fonds propres et gestion des risques

En octobre 2008, la Commission a proposé une révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres de 2006. Le texte met aussi davantage l'accent sur la gestion des grands risques et simplifie la structure de leurs limites, en une limite unique. Désormais les risques représentés par une même contrepartie ne peuvent dépasser 25 % des fonds propres de l'établissement de crédit. Les modifications obligent ces derniers à détenir un niveau de fonds propres plus important qu'auparavant pour ce qui touche aux opérations de titrisation. Les émetteurs de produits titrisés doivent désormais conserver une part significative des risques (au moins 5 %) dans leur bilan pendant toute la période de vie de l'instrument, ce qui devrait empêcher l'octroi de crédits sans réelle évaluation du risque de l'emprunteur. Les nouvelles dispositions harmonisent aussi la notion des fonds propres à la différence de la directive 2006/48/CE qui laissait une marge de manœuvre trop grande en la matière aux États membres, notamment en matière d'instruments hybrides entre les actions et les obligations. Ces dispositions ont été adoptées par le Parlement européen le 6 mai 2009 (directive CRD II).

Cette première modification de la directive CRD, dont la proposition a été publiée suite à l'aggravation de la crise en octobre 2008, ne s'est pas avérée suffisante. Le 13 juillet 2009, la Commission européenne a publié une nouvelle proposition de révision des règles sur l'adéquation des fonds propres des banques. Ce

²⁶² Source : Commission européenne, *Pour un secteur financier européen responsable et compétitif*, Union européenne, 2010, p. 31.

texte (directive dite CRD III²⁶³), qui a été adopté par le Parlement, puis par le Conseil le 24 novembre 2010, a pour objectif de mieux réguler le modèle *Originate and Distribute* en imposant un ratio de fonds propres plus élevé pour la retitrisation²⁶⁴, ainsi que les conditions d'évaluation de risques liés aux portefeuilles de négociation.

Le 16 décembre 2009, le Comité de Bâle a publié une troisième version des Accords de Bâle²⁶⁵ sur la réglementation bancaire. L'accent est mis sur le niveau et la qualité des fonds propres réglementaires pour permettre au secteur bancaire de mieux absorber les chocs. Suite à cela, le 20 juillet 2011, la Commission européenne a proposé une nouvelle révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD IV). Composée de deux parties, une directive²⁶⁶ et un règlement²⁶⁷, elle contient des modifications compatibles avec l'accord de Bâle III. Elle inclut également d'autres changements issus des recommandations du rapport Larosière. Les propositions les plus importantes sont les suivantes :

- l'augmentation de la quantité et de la qualité des fonds propres qui doivent être détenus par les banques, et la simplification de leur structure ;
- l'amélioration de la couverture du risque de contrepartie par la prise en compte des résultats de tests de résistance (*stress tests*) dans le calcul du capital exigé ;
- l'introduction d'un ratio de couverture des besoins de liquidité (*Liquidity Coverage Ratio* ou LCR) pour renforcer la capacité de résistance au risque de liquidité ;
- l'instauration d'un ratio de levier (*leverage ratio*) pour limiter le recours excessif à l'effet de levier ;
- la mise en place au cours de la période de conjoncture favorable d'un système de « coussins de fonds propres »²⁶⁸ qui pourra être utilisé, en cas de besoin, durant la période de conjoncture difficile dans le but de réduire la procyclicité ;
- la surveillance renforcée des établissements financiers d'importance systémique ;
- l'instauration d'un « règlement uniforme »²⁶⁹ qui permettra une application directe des règles concernant les fonds propres afin de limiter la divergence liée à la transposition nationale de règles européennes.

4.2.2. Gouvernement d'entreprise et rémunération

D'après le rapport Larosière le gouvernement d'entreprise « constitue l'un des échecs les plus patents de la crise »²⁷⁰. Les premières actions pour améliorer cette situation ont été entreprises le 30 avril 2009, quand la

²⁶³ Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, *Journal officiel n° L 329*, 14 décembre 2010, p. 3–35.

²⁶⁴ La retitrisation est principalement « un recyclage des tranches non AAA d'une première titrisation qui consiste à réaliser une deuxième titrisation à partir de ces tranches, en les rehaussant de quelques autres ingrédients (titres adossés à des créances commerciales, des cartes de crédit, des prêts étudiants) de façon à obtenir de nouvelles tranches AAA ». Source : Frederic S. MISHKIN (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, op. cit., 2010, p. 453.

²⁶⁵ Comité de Bâle, *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, Banque des Règlements Internationaux, décembre 2010. En ligne : http://www.bis.org/publ/bcbs188_fr.pdf.

²⁶⁶ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier (COM(2011) 453 final), Bruxelles, 20 juillet 2011.

²⁶⁷ Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (COM(2011) 452 final), Bruxelles, 20 juillet 2011.

²⁶⁸ Commission européenne, « La Commission veut des banques plus fortes et plus responsables en Europe », Communiqué de presse IP/11/915, 20 juillet 2011.

²⁶⁹ *Ibid.*

²⁷⁰ Voir point 110 du Rapport Larosière, 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

Commission européenne a adopté deux recommandations²⁷¹ sur les politiques de rémunération des « catégories de personnel dont l'activité professionnelle a une incidence matérielle sur le profil de risque de l'entreprise financière »²⁷² travaillant dans les « entreprises financières », c'est-à-dire les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les entreprises d'assurance et de réassurance, les fonds de retraite et les organismes de placement collectif²⁷³. Les établissements de paiement n'y sont pas mentionnés. La nouvelle politique de rémunération « devrait avoir pour but d'aligner les objectifs personnels des employés sur les intérêts à long terme de l'entreprise financière concernée. L'évaluation des composantes de la rémunération qui dépendent des performances devrait considérer ces performances sur le long terme et tenir compte des risques en cours qui y sont associés. L'évaluation des performances devrait s'inscrire dans un cadre pluriannuel — sur une durée de trois à cinq ans, par exemple »²⁷⁴ et elle devrait « tenir compte de critères non financiers tels que le respect des règles et procédures internes, ainsi que la conformité aux normes régissant les relations avec les clients et les investisseurs »²⁷⁵. Dans le cas où des primes ont été accordées sur la base de données erronées, le conseil d'administration ou de surveillance d'entreprise devrait pouvoir exiger un remboursement de la totalité ou d'une partie des primes²⁷⁶. Pour éviter les abus « les indemnités contractuelles versées en lien avec la résiliation anticipée d'un contrat devraient correspondre à des performances effectives et être conçues de manière à ne pas récompenser l'échec »²⁷⁷. C'est le conseil d'administration ou de surveillance qui définit la politique de rémunération et qui fixe les rémunérations des administrateurs²⁷⁸. Cette politique « devrait être soumise, chaque année au moins, à un examen interne, centralisé et indépendant par les fonctions de contrôle »²⁷⁹.

Nous avons vu au chapitre 2 que l'une des raisons de la crise était l'excès de « court-termisme » causé par les effets pervers des politiques d'incitation par la rémunération. Plus d'une année après la publication des recommandations mentionnées ci-dessus, en novembre 2010, les nouvelles règles concernant les pratiques des établissements financiers en matière de rémunération et de primes, ont été introduites dans la révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres CRD III²⁸⁰, réduisant ces incitations en exigeant que les établissements financiers mènent des politiques de rémunération qui n'encouragent pas une prise de risque excessive, ni une vision à court terme. Ces nouvelles dispositions touchent déjà les primes versées en 2010. Les plafonds des bonus sont les suivants :

- « les primes versées d'avance sous forme de liquidités sont limitées à un plafond représentant 20 % à 30 % de la rémunération variable totale,
- le versement de 40 % au moins de la rémunération variable doit être différé d'au moins trois à cinq ans, et
- au moins 50 % de la rémunération variable doivent être versés sous forme d'actions qui doivent être conservées pendant une période déterminée »²⁸¹.

²⁷¹ Recommandation 2009/384/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers, *Journal officiel* n° L 120, 15 mai 2009, pp. 22–27.

Recommandation 2009/385/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *Journal officiel* n° L 120, 15 mai 2009, pp. 28–31.

²⁷² Voir point 1.2 de la Recommandation 2009/384/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers, *Journal officiel* n° L 120, 15 mai 2009, pp. 22–27.

²⁷³ *Ibid.*, point 2.1.

²⁷⁴ *Ibid.*, considérant 14 du préambule.

²⁷⁵ *Ibid.*, point 5.4.

²⁷⁶ *Ibid.*, point 4.6.

²⁷⁷ *Ibid.*, point 4.5.

²⁷⁸ *Ibid.*, point 6.2.

²⁷⁹ *Ibid.*, point 6.5.

²⁸⁰ Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, *Journal officiel* n° L 329, 14 décembre 2010, pp. 3–35.

²⁸¹ Source : Commission européenne, *Pour un secteur financier européen responsable et compétitif*, op. cit., 2010, p. 23.

Les banques qui ne respectent pas ces exigences, doivent être soumises à des sanctions administrées par les autorités de surveillance. Le problème est que ces dernières sont des organismes nationaux et les niveaux de sanction appropriés ne sont pas définis à l'échelon européen, ce qui contribue aux larges variations d'un État à l'autre des montants de ces sanctions.

Pour se pencher sur le problème des sanctions et améliorer la gouvernance d'entreprise, la Commission européenne a lancé le 5 avril 2011 un débat public sur le sujet en publiant un Livre vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE²⁸². La réponse à cette initiative a permis à la Commission de formuler des nouvelles modifications à ce sujet dans sa dernière proposition de révision de la directive sur l'adéquation des fonds propres (CRD IV) présentée le 20 juillet 2011²⁸³.

Une autre initiative prévue par la Commission au sujet de la gouvernance d'entreprise est de renforcer le critère d'« honorabilité et compétence ». Pour ce faire, les membres de la direction de l'entreprise ne pourraient détenir qu'un nombre restreint de mandats, et devraient faire preuve de leur expertise dans des entretiens qui pourraient être menés par les autorités de surveillance.

4.2.3. Agences de notation

Comme nous l'avons vu dans le chapitre 2, les notations insuffisamment fiables fournies par les agences de notation ont largement contribué à la crise.

En novembre 2008, la Commission a adopté une proposition de règlement qui s'applique aux notations de crédit émises par les agences de notation. Une notation de crédit est « un avis, émis par application d'un système de classification bien défini et bien établi prévoyant différentes catégories de notation, concernant la qualité de crédit d'une entité, d'une dette ou obligation financière, d'un titre de créance, d'actions privilégiées ou autres instruments financiers, ou d'un émetteur d'une telle dette ou obligation financière, d'un tel titre de créance, de telles actions privilégiées ou d'un tel instrument financier »²⁸⁴. Ce nouveau règlement²⁸⁵, approuvé par le Parlement et le Conseil et publié le 16 septembre 2009, aborde les principales faiblesses des agences de notation. Il introduit une procédure d'enregistrement pour ces dernières²⁸⁶ à laquelle elles doivent se soumettre pour que leurs notations puissent être utilisées dans l'Union européenne. Ceci permet aux autorités de surveillance européennes de mieux encadrer leur activité. Pour être enregistrée, une agence de notation de crédit doit être une « une personne morale dont l'activité inclut l'émission de notations de crédit à titre professionnel »²⁸⁷ établie dans la Communauté européenne²⁸⁸. Elle doit également se conformer « aux conditions fixées par le présent règlement pour l'émission de notations de crédit »²⁸⁹.

Une fois inscrites, les agences de notation doivent suivre les normes réglementaires strictes suivantes, qui reposent en grande partie sur les normes définies par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) :

- « les agences de notation ne peuvent pas fournir de services de conseil ;
- elles ne sont pas autorisées à noter des instruments financiers si elles ne disposent pas d'informations de qualité en quantité suffisante sur lesquelles fonder leur notation ;

²⁸² Commission européenne, *Livre Vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fr.pdf.

²⁸³ Commission européenne, « La Commission veut des banques plus fortes et plus responsables en Europe », (IP/11/915), 20 juillet 2011.

²⁸⁴ Voir article 3, §1^{er}, alinéa a), du Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 302, 17 novembre 2009, p. 1–31.

²⁸⁵ *Ibid.*

²⁸⁶ *Ibid.*, point 3 de l'article 2.

²⁸⁷ *Ibid.*, article 3, §1^{er}, alinéa b).

²⁸⁸ *Ibid.*, article 14, §1^{er}.

²⁸⁹ *Ibid.*, article 14, §4.

- elles rendent publics les modèles, les méthodes et les principales hypothèses sur lesquelles elles fondent leurs notations ;
- elles doivent différencier les notations des produits plus complexes en ajoutant un symbole spécifique ;
- elles sont tenues de publier un rapport de transparence annuel ;
- elles doivent mettre en place un système de contrôle interne de la qualité de leurs notations ;
- leur conseil d'administration doit compter au moins deux membres indépendants dont la rémunération ne peut être subordonnée aux performances économiques de l'agence. Ces membres sont nommés pour un seul mandat d'une durée maximale de cinq ans. Ils ne peuvent être révoqués qu'en cas de faute professionnelle. L'un d'entre eux au moins doit être un spécialiste de la titrisation et du crédit structuré »²⁹⁰.

Afin de prévenir que les notations de crédit ne soient affectées par des conflits d'intérêts, les agences de notation doivent donner des gages d'indépendance et ne peuvent pas fournir « de services de consultant ou de conseil à une entité notée ou à un tiers lié en ce qui concerne leur structure sociale ou juridique, leurs actifs, leur passif ou leurs activités »²⁹¹. Elles doivent aussi s'assurer que la rémunération des analystes de notation ne dépende pas du « chiffre d'affaires que l'agence de notation de crédit tire de sa relation commerciale avec les entités notées ou les tiers liés »²⁹². Pour rendre ce système le plus transparent possible, les agences doivent publier « le nom des entités notées ou tiers liés générant plus de 5 % de son chiffre d'affaires annuel »²⁹³.

De surcroît, la section A de l'annexe I au règlement n° 1060/2009 prévoit tout une liste d'exigences organisationnelles, largement inspirée de la directive MiFID²⁹⁴, auxquelles doivent répondre les agences de notation de crédit. Ceci exige notamment que ces dernières disposent « de procédures comptables et administratives saines, de mécanismes de contrôle interne, de procédures efficaces d'évaluation des risques et de dispositifs efficaces de contrôle et de sauvegarde de ses systèmes informatiques »²⁹⁵. De plus, elles doivent mettre en place « une fonction de réexamen chargée de réexaminer périodiquement ses méthodes, modèles et principales hypothèses de notation, telles que les hypothèses mathématiques ou corrélatives, ainsi que les modifications importantes qui y sont apportées, y compris l'adéquation de ces méthodes, modèles et principales hypothèses de notation lorsqu'ils sont utilisés ou qu'il est envisagé de les utiliser pour l'évaluation de nouveaux instruments financiers »²⁹⁶.

La réglementation européenne introduit aussi l'obligation pour les agences d'identifier les notations non sollicitées en tant que telles²⁹⁷.

Les petites agences de notations, employant moins de cinquante salariés et ayant mis en œuvre des mesures et des procédures garantissant leur indépendance peuvent néanmoins être exemptées des certaines exigences du règlement²⁹⁸.

²⁹⁰ Commission européenne, « L'approbation d'un nouveau règlement relèvera les normes d'émission des notations du crédit utilisées dans la Communauté » (IP/09/629), 23 avril 2009.

²⁹¹ Voir point 4 de la section B de l'annexe I du Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 302, 17 novembre 2009, p. 1–31.

²⁹² *Ibid.*, article 7, §5.

²⁹³ *Ibid.*, point 2 de la section B de l'annexe I.

²⁹⁴ Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *Journal officiel* n° L 145, 30 avril 2004, pp. 1-44.

²⁹⁵ Voir point 4 de la section A de l'annexe I du Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 302, 17 novembre 2009, p. 1–31.

²⁹⁶ *Ibid.*, point 9 de la section A de l'annexe I.

²⁹⁷ *Ibid.*, article 10.

²⁹⁸ *Ibid.*, article 6, §3.

Cependant, le règlement n° 1060/2009 ne couvre pas tous les risques liés au fonctionnement des agences de notation, c'est pour cela que le 2 juin 2010 la Commission a adopté une proposition afin de modifier le règlement en question. Le nouveau règlement²⁹⁹, publié le 11 mai 2011, renforce la surveillance des agences de notation. Celles-ci doivent désormais s'enregistrer auprès de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) qui pourra leur demander des informations, mener des enquêtes, effectuer des contrôles sur site ainsi que leur infliger des amendes et des astreintes.

Il est intéressant de noter que dans un souci d'augmenter la transparence des notations, de diminuer le risque de conflit d'intérêts liés au modèle de « l'émetteur-payeur » et de stimuler la concurrence entre les agences de notation, le règlement n° 513/2011 vise à entraîner une augmentation du nombre de notations non sollicitées³⁰⁰. Il est cependant permis de douter que suffisamment de notations non sollicitées soient émises par les trois principaux acteurs du marché pour arriver à prévenir les conflits d'intérêts. Les agences de notation n'ayant pas de réelles incitations, hormis celle de renforcer leur image auprès des pouvoirs publics européens, on voit mal ce qui pourrait les pousser à investir leurs ressources dans une activité qui ne leur apporte aucun revenu. Un nombre plus important de notations non sollicitées pourrait toutefois être atteint si davantage d'acteurs parvenaient à acquérir une certaine taille et visibilité sur ce marché, ce qui est loin d'être le cas aujourd'hui.

4.2.4. Les normes comptables

À la lumière de la crise, certaines normes comptables ont fait objet de nombreuses critiques. Il s'agit notamment du principe de « juste valeur » appelé également *fair value* (pour plus d'informations sur ces critiques, voir point 2.3.1), qui fait partie des normes comptables internationales IFRS (*International Financial Reporting Standards*) élaborés par l'IASB (*International Accounting Standards Board*) et appliqués dans l'Union européenne par le règlement n° 1606/2002³⁰¹.

La Commission européenne cherche actuellement à parvenir à un accord international sur les normes comptables qui, d'après les recommandations du rapport Larosière, seront « conçues de manière à ne pas influencer sur les modèles économiques des entreprises, à ne pas promouvoir des attitudes procycliques et à ne pas décourager l'investissement à long terme »³⁰². Des progrès ont déjà été faits au sujet de la norme comptable internationale IAS 39, assouplie par le règlement n° 1004/2008 le 15 octobre 2008, afin que certains instruments financiers détenus à des fins de transaction par les entreprises cotées puissent être reclassés dans d'autres catégories, dans des circonstances rares, telles que la crise financière récente³⁰³.

Un autre problème est celui de la standardisation internationale. Les normes établies par le FASB aux États-Unis et l'IASB en Europe peuvent exiger l'emploi de méthodes et de pratiques qui diffèrent substantiellement, par exemple pour ce qui touche à la valorisation ou la compensation des actifs. À l'heure actuelle, les efforts de rapprochement entre ces deux organisations n'ont pas apporté les résultats escomptés.

²⁹⁹ Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 145, 31 mai 2011, p. 30–56.

³⁰⁰ *Ibid.*, considérant 7.

³⁰¹ Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, *Journal officiel* n° L 243, 11 septembre 2002, pp. 1-4.

³⁰² Rapport Larosière, 25 février 2009, p. 26. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

³⁰³ Voir le deuxième considérant du préambule du Règlement (CE) n° 1004/2008 de la Commission du 15 octobre 2008 modifiant le règlement (CE) no 1725/2003 de la Commission portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne la norme comptable internationale IAS 39 et la norme internationale d'information financière IFRS 7, *Journal officiel* n° L 275, 16 octobre 2008, pp. 37-41.

4.2.5. Audit financier

Dans le contexte de la crise, certaines parties se sont interrogées sur la pertinence de l'audit financier. Entre 2007 et 2009 plusieurs banques ont annoncé de grandes pertes alors que les résultats de leur audit certifiaient qu'elles étaient en bonne santé. Il apparaît dès lors que les sociétés d'audit n'ont pas pleinement rempli un de leurs rôles qui consiste à attirer l'attention des entreprises sur leurs risques anormalement élevés. Pour lancer une analyse sur la réglementation de l'activité d'audit et sur la structure du marché qui est très concentrée et ne compte que quatre grands acteurs mondiaux³⁰⁴, la Commission a publié un Livre vert sur l'audit³⁰⁵ dont les réponses reçues pourront servir à mettre en œuvre d'éventuelles mesures.

4.2.6. Le « système bancaire parallèle »

Un des objectifs principaux de la réforme du système financier au sein de l'Union européenne est de renforcer la transparence. C'est le manque de celle-ci qui a largement contribué à la crise récente. Il existe encore des acteurs et des produits financiers qui échappent en grande partie à la réglementation et à la surveillance et ceci pas uniquement au niveau européen mais même au niveau national. Il s'agit notamment des activités dans ce que le rapport Larosière appelle le « système bancaire parallèle »³⁰⁶ qui comprend les fonds d'investissement alternatifs ou *hedge funds*, les fonds de capital-investissement ou *private equity*, les fonds de matières premières, les fonds de placement immobilier et les fonds d'infrastructure³⁰⁷. Ces fonds ne sont pas à l'origine de la crise bancaire et financière mais, selon les estimations du rapport Larosière, ils peuvent présenter des risques pour la stabilité de système financier, car leurs activités peuvent renforcer l'effet de levier³⁰⁸. Pour empêcher cela, la Commission a adopté le 29 avril 2009 une proposition de directive³⁰⁹ sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (en anglais *Alternative Investment Fund Managers* ou AIFM), c'est-à-dire tous les fonds d'investissement non réglementés par la directive OPCVM³¹⁰ ou la directive 2003/41/CE sur les institutions de retraite professionnelle³¹¹. La nouvelle directive, adoptée le 11 novembre 2010 suite à des négociations difficiles, est, d'après Michel Barnier³¹², une vraie avancée car les fonds alternatifs sont des « acteurs majeurs sur les marchés financiers (plus de 50 % des transactions sur les marchés certains jours) »³¹³ et représentaient environ 2 000 milliards d'euros d'actifs à la fin de l'année 2008³¹⁴. Les gestionnaires des fonds alternatifs devront désormais s'enregistrer et obtenir un agrément. À cette fin, ils devront « démontrer qu'ils possèdent les qualifications appropriées pour offrir des services de gestion de fonds alternatifs et devront fournir des informations détaillées sur l'activité envisagée, l'identité et les caractéristiques des fonds alternatifs gérés, leur gouvernance (y compris les modalités de délégation de services de gestion), les dispositions pour

³⁰⁴ PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG et Deloitte.

³⁰⁵ Commission européenne, *Livre Vert : Politique en matière d'audit: les leçons de la crise* (COM(2010) 561 final), Bruxelles, 13 octobre 2010.

³⁰⁶ Rapport Larosière, 25 février 2009 p. 28. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

³⁰⁷ AA, « Un cadre communautaire pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *Single Market News N°54*, 2009 – II, p. 16. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn54/docs/eu_framework_fr.pdf.

³⁰⁸ Voir point 87 du rapport Larosière, 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

³⁰⁹ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE (COM(2009) 207 final), Bruxelles, le 30 avril 2009.

³¹⁰ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *Journal officiel n° L 375*, 31 décembre 1985, pp. 3-18.

³¹¹ Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, *Journal officiel n° L 235*, 23 septembre 2003, pp. 10-21.

³¹² Le commissaire européen responsable du marché intérieur et des services.

³¹³ Déclaration du Commissaire Michel Barnier à l'issue des négociations sur la Directive AIFM (hedge funds et private equity) au Conseil Ecofin, Luxembourg, 19 octobre 2010. En ligne : http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20101019/statement_fr.pdf.

³¹⁴ AA, « Un cadre communautaire pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *op. cit.*, 2009 - II, p. 16. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn54/docs/eu_framework_fr.pdf.

l'évaluation et la garde des actifs et les systèmes de soumission d'informations obligatoires, le cas échéant. Les gestionnaires devront aussi détenir et conserver un certain niveau de fonds propres »³¹⁵. Cet agrément a une portée communautaire et permet ainsi aux gestionnaires de commercialiser les fonds sur les marchés d'autres États membres. En ce qui concerne la gestion et la commercialisation des fonds domiciliés dans des pays tiers, la directive introduit toute une série des conditions pour traiter les risques éventuels liés à ce type d'opérations. Notamment la directive exige que le deux pays aient signé une convention fiscale garantissant un échange d'informations en la matière, afin que les autorités fiscales puissent établir l'imposition des investisseurs dans les fonds extraterritoriaux. De plus, les gestionnaires doivent fournir aux autorités de surveillance toute une série d'informations telles que leur stratégie d'investissement, les risques macro-prudentiels liés aux fonds qu'ils gèrent ou leur levier d'endettement maximum afin que l'utilisation de l'effet de levier soit limitée. Les nouvelles dispositions s'appliquent uniquement aux gestionnaires gérant au moins 100 millions d'euros ou 500 millions s'ils n'utilisent pas d'effet de levier³¹⁶.

4.2.7. *Les produits dérivés*

Comme le déclare Michel Barnier, « les produits dérivés de gré à gré ont sur l'économie réelle un impact considérable, qui s'étend des crédits hypothécaires aux prix des denrées alimentaires. L'absence de réglementation sur ces produits a contribué à la crise financière et aux répercussions massives que nous subissons tous actuellement »³¹⁷. C'est pour remédier à cela que le 15 septembre 2010 la Commission européenne a adopté une proposition de Règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré (y compris les CDS), les contreparties centrales et les référentiels centraux³¹⁸. Cette proposition vise à accroître la transparence sur les échanges de produits dérivés de gré à gré (*over-the-counter* ou OTC) par une obligation de déclarer les transactions effectuées sur ce type d'instrument à des référentiels centraux, auxquels auront accès les autorités de surveillance. Ces référentiels communiqueront ensuite les informations disponibles à d'autres participants au marché. L'autre proposition importante concerne la réduction des risques de crédit de la contrepartie, c'est-à-dire le risque de défaillance d'un participant au marché. Afin d'éviter qu'une faillite de l'une des parties au contrat déstabilise le marché ou tout le système financier, le règlement proposé prévoit que les dérivés de gré à gré normalisés (c'est-à-dire remplissant des critères d'éligibilité) pourront être compensés par des contreparties centrales. Celles-ci « s'interposent entre les deux contreparties à une transaction, en devenant ainsi l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur »³¹⁹. Pour des raisons de sécurité, elles devront se soumettre à des règles rigoureuses pour ce qui touche notamment à leur gouvernance interne ou aux exigences de capital.

4.2.8. *Vente à découvert*

La vente à découvert a été sujette à de nombreuses critiques lors de l'analyse de la crise financière. En particulier, comme nous l'avons vu au chapitre 2, elle a pu servir à accélérer des mouvements de baisse du cours de certains titres bancaires, aggravant ainsi la crise financière.

Comme l'a déclaré Michel Barnier, « en temps normal, la vente à découvert augmente la liquidité de marché et contribue à une bonne formation des prix ; mais lorsque le fonctionnement des marchés est perturbé, les ventes à découvert peuvent amplifier les tendances baissières jusqu'à entraîner des risques

³¹⁵ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE (COM(2009) 207 final), Bruxelles, le 30 avril 2009, p. 9.

³¹⁶ *Ibid.*

³¹⁷ Commission européenne, « Des marchés européens de produits dérivés plus sûrs et plus transparents » (IP/10/1125), 15 septembre 2010.

³¹⁸ Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (COM(2010) 484 final), Bruxelles, 15 septembre 2010.

³¹⁹ Commission européenne, « Des marchés européens de produits dérivés plus sûrs et plus transparents » (IP/10/1125), 15 septembre 2010.

systemiques »³²⁰. C'est pour cela que le 15 septembre 2010, la Commission a adopté une proposition de règlement³²¹ sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (*credit default swaps* ou CDS) dont le but est d'accroître la transparence. À l'heure actuelle il y a peu d'informations fiables concernant les ventes à découvert qui sont disponibles aux acteurs du marché.

Un des objectifs de la proposition de règlement consiste à assurer une plus grande coordination et cohérence entre États membres. La Commission propose d'instaurer une procédure de « marquage » (*flagging*) des ordres sur les titres vendus à découvert, ainsi que l'obligation de communiquer aux régulateurs toute position à découvert dépassant un seuil prédéfini (0,2 % de la valeur du capital en actions émis de l'entreprise concernée), afin qu'ils puissent mieux détecter les risques, notamment à l'égard de la dette souveraine. Au-delà d'un seuil équivalent à 0,5 % de la valeur du capital en actions émis de l'entreprise concernée, le détenteur de la position courte est tenu de divulguer publiquement des informations détaillées sur cette position. Bien que l'obligation de communiquer ne soit pas assortie de mesures de contrôle informatisées (couteuses et techniquement difficiles à mettre en pratique), elle devrait permettre de dissuader les acteurs du marché de commettre une fraude du type *short and distort*. Un investisseur qui propagerait des fausses rumeurs après avoir publié une position courte serait facilement identifié.

Les mesures proposées visent aussi à diminuer les risques associés aux ventes à découvert « à nu », en obligeant les vendeurs à s'assurer avant la conclusion de la transaction qu'ils seront bien en mesure de livrer le titre à l'échéance (*locate rule*). Les plates-formes de négociation auront également la possibilité d'interdire de vente des acteurs responsables de précédents défauts de règlement³²². La proposition inclut aussi des solutions pour qu'en cas de situations exceptionnelles les régulateurs nationaux puissent agir au niveau européen dans un cadre coordonné par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

4.2.9. Prévention des abus de marché

La Commission a également estimé que certains éléments de la directive sur les abus de marché (MAD)³²³ nécessitent un réexamen notamment en ce qui concerne les sanctions qui ne sont pas suffisamment dissuasives en cas de violation des dispositions clé du droit communautaire. Le champ d'application de la directive pourrait également être étendu pour qu'elle puisse couvrir d'une manière complète les abus de marché des produits dérivés.

4.2.10. Protection des consommateurs

Comme nous l'avons vu au début de ce chapitre, la perte de confiance par les consommateurs peut avoir les effets désastreux. Si en craignant que leur banque ne devienne défaillante, les titulaires de comptes vont effectuer des retraits massifs de leurs dépôts, tout le système bancaire, y compris les banques solvables, est menacé. Pour prévenir ce problème et renforcer la confiance des consommateurs dans les services financiers, la Commission européenne a adopté le 12 juillet 2010 une proposition de révision de deux directives sur les systèmes de garantie des dépôts³²⁴ et les systèmes d'indemnisation des investisseurs³²⁵ afin d'accroître la protection des consommateurs au sein de l'Union.

³²⁰ Commission européenne, « Un nouveau cadre pour plus de transparence et de coordination sur les ventes à découvert et les dérivés d'événement de crédit » (IP/10/1126), 5 septembre 2010.

³²¹ Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (COM(2010) 482 final), 15 septembre 2010.

³²² *Ibid.*, point 3.3.3.

³²³ Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *Journal officiel n° L 96*, 12 avril 2003, pp. 16-25.

³²⁴ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes de garantie des dépôts [refonte], 12 juillet 2010.

³²⁵ Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs, 12 juillet 2010. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-97-9/proposal-modification_fr.pdf.

En 2008, lorsque la crise a éclaté en Europe après la faillite de Lehman Brothers, le niveau de garantie des dépôts a été élevé à 100 000 euros grâce aux mesures d'urgence. En 2010, la Commission a décidé de poursuivre cette action par la modification des directives en vigueur. Les propositions adoptées prévoient de maintenir la couverture jusqu'à 100 000 euros pour les titulaires de comptes bancaires et de 50 000 euros pour l'indemnisation des investisseurs contre d'éventuels détournements d'actifs ou une erreur de gestion³²⁶. Ces remboursements deviendront aussi plus rapides qu'auparavant, avec un délai de sept jours pour la garantie des dépôts et neuf mois pour les investisseurs (ce qui reste long mais plus court que les nombreuses années qu'il faut attendre actuellement). Les consommateurs recevront aussi des informations plus détaillées sur la couverture et sur le fonctionnement de leur système de garantie ou d'indemnisation.

4.2.11. Fonds de résolution

Le rapport Larosière estime que « l'absence d'outils de gestion et de résolution des crises harmonisés pour l'ensemble du marché unique défavorise l'Europe par rapport aux États-Unis. Ces questions devraient être réglées par l'adoption de mesures adéquates au niveau communautaire »³²⁷. Suivant cette recommandation, le 26 mai 2010, la Commission européenne a proposé de mettre en place un réseau européen de fonds de résolution³²⁸ pour que le secteur bancaire puisse mieux résister aux défaillances bancaires et pour que les coûts de celles-ci ne doivent pas être subis par les contribuables. Ces fonds devraient être constitués progressivement par des prélèvements auprès des banques. Ce système soulève néanmoins des questions sur le problème d'aléa moral, malgré qu'il ne soit conçu uniquement que pour gérer les défaillances et pas pour renflouer ou sauver les banques. Il est donc important de clairement annoncer les objectifs de cette initiative.

4.3. Le nouveau cadre européen de surveillance

Nous avons vu dans la section 4.2 que, suite à la crise, la Commission européenne s'est attachée à mettre en place un ambitieux programme de réformes législatives dans le secteur financier. Néanmoins, sans un cadre de surveillance rigoureux, ces réformes sont vouées à être inefficaces. Suite au « processus Lamfalussy » discuté sous le point 4.1.7 de ce travail de mémoire, au moment où la crise a éclaté, il existait dans l'Union européenne trois « comités Lamfalussy » du niveau 3³²⁹ responsables de la surveillance microprudentielle. Cependant aucun organisme n'était en charge de la surveillance macroprudentielle malgré que les deux soient indispensables pour que le cadre de surveillance puisse être efficace. La première consiste à superviser les établissements financiers sur une base individuelle et vise à limiter le risque de défaillance, alors que la deuxième a pour objectif de surveiller le système financier dans son ensemble ainsi qu'à limiter le risque systémique. Comme l'affirme le groupe de Larosière « la surveillance macroprudentielle ne peut avoir de sens que si elle peut d'une manière ou d'une autre avoir des effets sur la surveillance au niveau micro, tandis que la surveillance microprudentielle ne peut réellement protéger la stabilité financière qu'en tenant compte d'une manière appropriée des évolutions observées au niveau macro »³³⁰.

Le 23 septembre 2009, la Commission européenne a adopté une série de propositions, largement inspirées des recommandations du rapport de Larosière, pour réformer en profondeur l'architecture de la surveillance financière européenne. Ce dispositif comprend la surveillance micro- et macro-prudentielle.

³²⁶ Commission européenne, « La Commission présente des mesures pour renforcer la protection des consommateurs et leur confiance dans les services financiers » (IP/10/918), 12 juillet 2010.

³²⁷ Rapport Larosière, 25 février 2009 p. 39. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

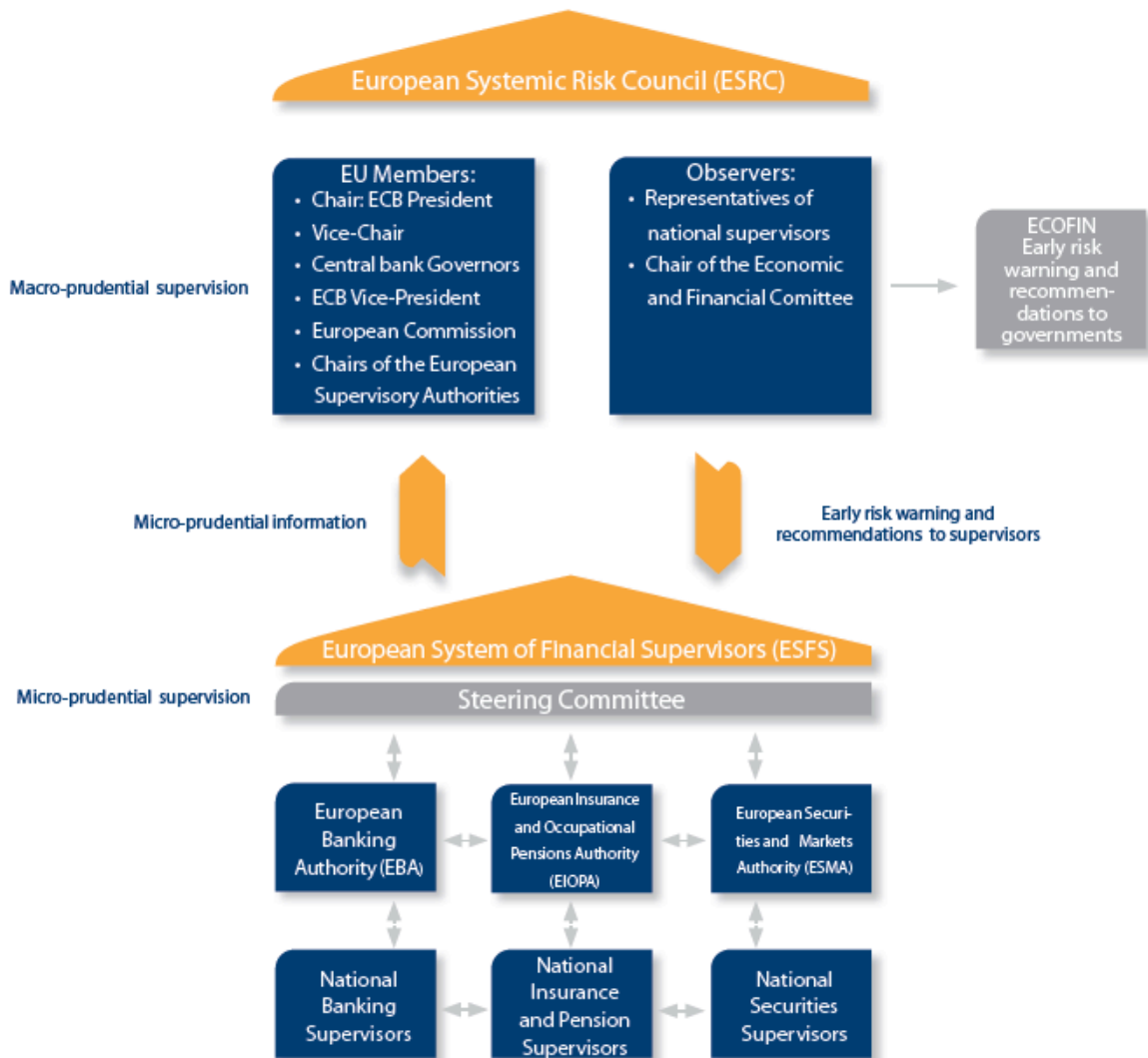
³²⁸ Commission européenne, Communication de la Commission – Les fonds de résolution des défaillances bancaires (COM(2010) 254 final), 26 mai 2010.

³²⁹ Rappel : le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM ou CESR en anglais), le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB ou CEBS en anglais) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP).

³³⁰ Rapport Larosière, 25 février 2009, p. 43. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

Le nouveau cadre européen de surveillance (cf. Figure 8) a été adopté par le Parlement, puis par le Conseil le 24 novembre 2010, et mis en place à partir de janvier 2011.

FIGURE 8: UN NOUVEAU CADRE EUROPÉEN DE SURVEILLANCE FINANCIÈRE³³¹



4.3.1. La surveillance macroprudentielle

Au niveau macroprudentiel, un Comité européen du risque systémique (CERS) a été institué sur la base du règlement n° 1092/2010³³². Son but est le suivi des risques pour la stabilité financière de l'Union avec pour objectif de prévenir ou d'éviter les risques systémiques. Ce faisant « il contribue au fonctionnement harmonieux du marché intérieur et assure ainsi une contribution durable du secteur financier à la croissance économique »³³³.

³³¹ Source : <http://www.abbl.lu/fr/Syst%C3%A8me%20UE%20de%20surveillance>.

³³² Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 1-11.

³³³ *Ibid.*, article 3, §1.

À cette fin, le CERS est chargé de la collecte des informations relatives aux risques, de leur analyse afin d'identifier les risques systémiques, et de la hiérarchisation de ces derniers. Dans le cas où ceux-ci sont jugés importants, il émet des alertes rapides et formule des recommandations quant aux mesures à prendre, y compris des initiatives législatives. Ces dernières sont émises à l'intention de l'Union, des États membres, ou des autorités européennes ou nationales de surveillance³³⁴. Ces recommandations peuvent être rendues publiques par une décision du conseil général du CERS à un quorum de deux tiers³³⁵. Néanmoins, le CERS n'a pas de personnalité juridique et ne peut pas obliger les États membres ni leurs autorités de surveillance de s'y conformer. Dans ce cas, et en l'absence d'une justification satisfaisante, le CERS pourra les publier³³⁶. Ainsi, comme l'a observé *The Economist* « in good times its [CERS's] warnings may well be ignored and during a crisis it may have to hold its tongue for fear of sparking panic »³³⁷.

Le CERS est composé d'un conseil général, d'un comité directeur et d'un secrétariat, et est aidé par deux comités consultatifs : scientifique et technique. Le président de la Banque centrale européenne assume aussi la présidence du CERS et le vice-président est élu par le conseil général de la BCE. De même, le président et le vice-président de la BCE sont les membres du conseil général du CERS qui réunit aussi les gouverneurs des banques centrales nationales des États membres, un membre de la Commission européenne, les présidentes de trois nouvelles autorités européennes de surveillance et les présidents des deux comités consultatifs du CERS³³⁸.

Déjà avant la création du CERS, la BCE était responsable, dans une certaine mesure, de la surveillance macroprudentielle du secteur financier. Elle est donc très bien placée pour apporter son expertise à ce nouveau comité. Et la formule organisationnelle choisie ne met pas en péril sa mission première d'assurer la stabilité des prix au sein de la zone euro.

4.3.2. La surveillance microprudentielle

Les nouvelles dispositions renforcent aussi la surveillance au niveau microprudentiel par la création d'un Système européen de surveillance financière (SESF) réunissant les autorités nationales et les nouvelles autorités européennes de surveillance (AES). Ces dernières sont issues de la transformation des trois « comités Lamfalussy » du niveau 3³³⁹ chargés des secteurs des valeurs mobilières, de la banque, et des assurances et des pensions professionnelles en :

- Autorité bancaire européenne (ABE) sur la base du règlement n° 1093/2010³⁴⁰;
- Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) sur la base du règlement n° 1094/2010³⁴¹ et
- Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) sur la base du règlement n° 1095/2010³⁴².

³³⁴ *Ibid.*, article 3, §2 et article 16.

³³⁵ *Ibid.*, article 18.

³³⁶ *Ibid.*, article 19.

³³⁷ AA, « Divided by a common market », *The Economist*, 4 juillet 2009, p. 73.

³³⁸ Voir articles 4, 5 et 6 du Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, *Journal officiel n° L 331*, 15 décembre 2010, pp. 1-11.

³³⁹ Rappel : le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM ou CESR en anglais), le Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB ou CEBS en anglais) et le Comité européen des contrôleurs des assurances et des pensions professionnelles (CECAPP).

³⁴⁰ Règlement (UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/78/CE de la Commission, *Journal officiel n° L 331*, 15 décembre 2010, pp. 12-47.

³⁴¹ Règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/79/CE de la Commission, *Journal officiel n° L 331*, 15 décembre 2010, pp. 48-83.

³⁴² Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no

Ces nouvelles autorités conservent les pouvoirs des anciens comités et en ont quelques-uns supplémentaires.

Entre autres, elles participent à l'élaboration de normes en matière de réglementation et de surveillance ; formulent des orientations, des recommandations et des projets de normes techniques dans les domaines où les règles divergent entre les États membres facilitant ainsi la mise en place d'un règlement uniforme dans le secteur financier (« *Single Rulebook* »)³⁴³ ; elles veillent à l'application cohérente des règles communautaires en matière de surveillance ; surveillent les agences de notation ; et surveilleront les référentiels centraux si la proposition de règlement sur les dérivés de gré à gré est adoptée ; elles échangent les informations avec les autorités nationales et facilitent le règlement de différends entre ces dernières. Elles peuvent prendre certaines décisions dans des situations d'urgence, mais celles-ci « ne devraient pas empiéter sur les compétences budgétaires des États membres »³⁴⁴. À titre d'exemple, l'ABE ne serait pas en mesure d'obliger un État membre à sauver une banque, même en cas d'urgence. Ainsi, les AES remplissent plutôt une fonction de soutien et de coordination entre les autorités nationales, qu'un véritable pouvoir normatif. Dans les mots du groupe de Larosière, le SESF est « une structure largement décentralisée, respectant pleinement les principes de proportionnalité et de subsidiarité du traité. De cette manière, les autorités de surveillance nationales existantes, qui sont les plus proches des marchés et des établissements qu'elles surveillent, continueraient à assurer la surveillance courante et conserveraient la plus grande partie de leurs compétences actuelles »³⁴⁵. Selon *The Economist* « the danger is that national supervisors in Europe could well end up ignoring the new authorities »³⁴⁶.

Comme démontré dans ce chapitre, l'harmonisation de la réglementation bancaire dans l'UE a certainement progressé depuis les années 70. Néanmoins, il reste encore de sérieux obstacles à surmonter.

La coopération au niveau de l'UE a certes facilité la coordination des régulations, mais l'implémentation de ces mesures au niveau national varie. Ceci est dû, dans une grande partie, au mécanisme de transposition des directives européennes laissant beaucoup de liberté aux États quant au choix des mesures. De plus, les législations adoptées au niveau de l'Union étaient souvent peu détaillées, autorisant de multiples options nationales quant à leur mise en place. Ceci contribue à la persistance des différences entre les pays membres et de ce fait ralentit la convergence entre eux.

La spécificité de la régulation financière au sein de l'UE tient au fait que c'est un système composé à la fois de régulations nationales et d'une supervision européenne. Ceci paraît peu efficace dans une région régie par des interdépendances économiques si profondes, particulièrement à l'échelle de la zone euro où le processus d'intégration financière et la politique monétaire unique constituent des éléments clés. D'autant plus que les systèmes bancaires nationaux diffèrent fortement entre les États membres. Ce système bâti sur les réglementations nationales démontre encore une fois que l'Union européenne n'a pas une nature fédérale comme les États-Unis, mais est un organisme politique *sui generis* où la souveraineté des États continue de jouer un grand rôle.

Il reste à voir à quel point les normes techniques proposées par les nouvelles autorités de surveillance pourront contribuer à améliorer cette situation.

716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 84-119.

³⁴³ Commission européenne, Communication de la Commission – La réglementation des services financiers au service d'une croissance (COM(2010) 301 final), 2 juin 2010, p. 9.

³⁴⁴ Voir 50ème considérant du préambule des règlements n° 1093/2010, n° 1094/2010 et n° 1095/2010.

³⁴⁵ Rapport Larosière, 25 février 2009, p. 53. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf.

³⁴⁶ AA, « Divided by a common market », *op. cit.*, 4 juillet 2009, p. 73.

5. Conclusion

« *Tout ce qui ne me tue pas me rend plus fort* ».
Friedrich Nietzsche, *Crépuscule des idoles*, 1888

L'objectif de ce travail de mémoire était de fournir une analyse de la réponse européenne à la crise financière débutée en 2007. Nous avons commencé par une description détaillée des causes de la crise, pour ensuite étudier les mesures prises par les autorités publiques, tout d'abord à court terme afin de minimiser la profondeur et la durée de la récession, puis à long terme pour réduire la fréquence et l'amplitude des crises dans le futur, en traitant les causes grâce aux réformes réglementaires.

La crise financière, puis économique, était un test de la viabilité des éléments fondamentaux de l'Union européenne, tels que l'Union économique et monétaire ou le marché unique européen des services financiers. La réponse de l'UE face à la crise n'a certes pas été parfaite et, à certains moments, elle a eu du mal à suivre le marché en plein mouvement. Néanmoins, face à la crise financière, et aux autres difficultés survenues au même moment³⁴⁷, l'Union européenne a fait la preuve de sa capacité à prendre des mesures décisives dans des circonstances très difficiles, y compris en ce qui concerne les mesures nationales qui ont dans une grande partie été coordonnées et qui bénéficiaient de ce fait d'un renforcement mutuel.

Il ne faut pas oublier que l'action coordonnée et rapide au niveau communautaire dans une Europe à 27, composée d'une architecture institutionnelle complexe et de toute une palette de systèmes politiques, n'est pas facile à atteindre, surtout dans les domaines très sensibles de la fiscalité et des finances. Malgré cela, les États européens sont parvenus à adopter plusieurs mesures pour contrer la crise financière et économique, et diminuer le risque de crises futures.

La crise récente a mis en évidence à quel point les économies de l'Union européenne sont interdépendantes, surtout dans la zone euro. Aucune d'entre elles n'a été en mesure de régler les problèmes de ses banques de manière indépendante³⁴⁸. Ainsi, elles ont agi en coordonnant l'ensemble des actions de soutien au niveau de l'Union européenne, dans le respect du cadre réglementaire relatif aux aides d'État et dans la marge de flexibilité offerte par les dispositions du Pacte de stabilité et de croissance, tout en prenant en compte la diversité des situations économiques et sociales.

Néanmoins, la crise a aussi fait ressortir les points faibles de la réglementation bancaire et financière européenne, et a obligé l'Union à se doter d'un cadre réglementaire beaucoup plus approfondi. Ainsi, dès que la première vague des mesures d'urgence a été mise en place, la Commission a procédé avec son programme ambitieux de réformes réglementaires.

Est-il alors possible de confirmer l'hypothèse soutenue dans cette étude, c'est-à-dire que la crise financière entamée en 2007 a permis à l'intégration européenne de progresser beaucoup plus vite et d'une manière beaucoup plus profonde que si elle n'avait pas eu lieu ?

Il est certainement possible d'affirmer que l'Union européenne a su tirer les conclusions de la crise et a su innover tant au plan juridique qu'institutionnel. Au plan juridique, les nouvelles dispositions réglementaires ont permis de considérablement renforcer la résilience du système financier ; elles ont favorisé l'harmonisation de la régulation bancaire et financière en Europe, et contribué à approfondir le marché unique de services financiers. Tandis qu'au plan institutionnel, le nouveau cadre européen de surveillance devrait considérablement renforcer la coordination et la convergence des normes et pratiques de surveillance au niveau de l'Union, tout en permettant aux autorités nationales de surveillance de conserver leurs responsabilités.

³⁴⁷ Telles que les difficultés de la ratification du Traité de Lisbonne ou le conflit en Géorgie.

³⁴⁸ Michel AGLIETTA, *La crise : les voies de sortie*, op. cit., 2010, p. 81.

Ces actions ont été nécessaires mais aussi ambitieuses. Elles ont permis de trouver une réponse coordonnée et appropriée à la crise, de développer le cadre juridique de l'Union européenne et d'améliorer ses autorités de surveillance, ainsi que de se montrer capable de surmonter les différences entre les États membres et d'agir d'une manière concertée et solidaire au plan international. Il est souvent dit que ce sont les crises qui permettent aux sociétés de « se ressourcer pour aborder une nouvelle période de développement »³⁴⁹. Ainsi, la crise financière de 2007 a galvanisé l'Europe dans ses efforts pour approfondir le marché unique de services financiers et harmoniser des choses qui – si elle n'avait pas eu lieu – n'auraient pas pu se faire, parce que les États européens auraient continué à défendre leurs prérogatives. En conséquence, celle-ci peut être considérée comme un formidable accélérateur de transformations et de réformes, probablement parce qu'elle a touché au cœur de dispositifs qui ont dû, de ce fait, se réadapter très vite. La conclusion de ce travail de mémoire sous-tend donc que la crise a favorisé le développement de l'intégration européenne, même s'il n'est pas possible de démontrer cela. Nous pouvons voir par contre qu'elle a fait avancer les choses au niveau normatif, réglementaire, et surtout quant à l'harmonisation des législations nationales.

Cette étude partage ainsi le point de vue optimiste, exprimé par le journaliste de l'hebdomadaire *The Economist*, que la crise récente a offert à l'Union européenne la meilleure chance de renouveau depuis les années 1980³⁵⁰. La dernière a été saisie par la Commission européenne sous la présidence de Jacques Delors, suite aux deux chocs pétroliers et a conduit à l'une des périodes les plus dynamiques dans l'histoire de l'UE.

5.1. Les difficultés et limites de la recherche, et les pistes pour un approfondissement

Au moment où j'ai décidé de m'intéresser au sujet de la crise financière, à savoir au début du printemps 2009, les données statistiques et les ouvrages académiques sur cette question étaient encore difficiles à trouver. De plus, plusieurs mesures de régulation bancaire étaient toujours en cours d'élaboration. Même au moment où je suis en train d'écrire ces derniers paragraphes, plus de deux ans plus tard, je ne suis pas persuadée qu'une analyse des données statistiques disponibles actuellement serait valable pour évaluer la pertinence des politiques menées par l'Union européenne et ses États membres. Ceci dit, une analyse statistique des données telles que : la croissance économique, le déficit et la dette publics, le chômage, la production industrielle, l'inflation, la confiance des consommateurs, les flux bancaires internationaux, conduite dans un certain temps pourra amener des réponses à des questions encore ouvertes, et permettra surtout de déterminer si les mesures que les gouvernements nationaux, les institutions européennes et les banques centrales ont utilisé pour supporter le secteur financier, ont été efficaces ou non.

La thématique de la crise se prêtera évidemment bien à une analyse économique ou une analyse dans le domaine des sciences politiques, notamment en ce qui concerne la gouvernance internationale. Mais le sujet qui me paraît le plus intéressant à poursuivre dans le cadre d'un approfondissement de ce travail de mémoire, concerne les répercussions de la crise sur les finances publiques. Ce sujet sera bien évidemment lié à la crise de la dette souveraine dont on entend souvent parler actuellement par rapport aux PIIGS, c'est-à-dire le Portugal, l'Irlande, l'Italie, la Grèce et l'Espagne. Mais le problème de la soutenabilité de la dette ne touche pas uniquement ces pays-là. En effet, la crise récente a eu un impact très profond sur tous les pays de l'Union européenne. Nous avons vu dans le chapitre 3 que le déficit public a atteint 6 % du PIB en 2010, et que la dette publique a dépassé 80 % du PIB de l'UE³⁵¹. Ceci est d'autant plus préoccupant si on prend en considération l'augmentation prévue des dépenses liées au vieillissement de la population. L'assainissement des finances publiques est donc d'une importance primordiale, et constitue actuellement un des plus grands défis pour l'Union européenne qui, sans doute, nécessitera des efforts considérables de la part des États membres.

³⁴⁹ Thierry BÉCHU, *Économie et marchés financiers : perspectives 2010-2020*, Paris, Eyrolles, éd. d'Organisation, 2009, p. 263.

³⁵⁰ AA, « Can anything perk up Europe? », *The Economist*, 10 juillet 2010, p. 11.

³⁵¹ Voir figures 4 et 5.

Bibliographie

Monographies

AGLIETTA, Michel, *La crise : les voies de sortie*, Paris, Michalon éditions, 2010.

BÉCHU, Thierry, *Économie et marchés financiers : perspectives 2010-2020*, Paris, Eyrolles, éd. d'Organisation, 2009, p. 263.

BLACHE, David, *La régulation des banques de l'Union européenne face à la crise*, Paris, Revue Banque, 2009.

BOYER, Robert (et al.), *Les crises financières : rapport*, Paris, La Documentation française, 2004.

DONY, Marianne, *Droit de l'Union européenne*, 2^e éd., Bruxelles, Éditions de l'Université de Bruxelles, 2008.

JACQUILLAT, Bertrand, LÉVY-GARBOUA, Vivien, *Les 100 mots de la crise financière*, 2^e éd., Paris, Presses universitaires de France, 2009.

KAPSTEIN, Ethan B., *Governing the global economy: international finance and the state*, 2^e éd., Cambridge Mass. ; London, Harvard Univ. Pr., 1996.

KINDLEBERGER, Charles Poor, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, London, Basingstoke, Macmillan, 1989.

MISHKIN, Frederic S. (et al.), *Monnaie, banque et marchés financiers*, 9^e éd., Paris, Pearson Education, 2010.

NERI, François, *Un tsunami financier, 2008-2009 : lorsque les subprime américains ont terrassé la planète*, Lausanne, LEP Loisirs et pédagogie, 2009.

PARTSCH, Philippe-Emmanuel, *Droit bancaire et financier européen*, Bruxelles, Larcier, 2009.

ZARKA, Jean-Claude, *L'essentiel des institutions de l'Union européenne*, Paris, Gualino, 9^e éd., 2006.

Articles scientifiques

BOUCHER, Christophe, RAYMOND, Hélène, « Les crises bancaires et financières » in DE BOISSIEU, Christian (sous la dir. de), *Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation*, 3^e éd., Paris, Economica, 2009, pp. 90-106.

BUSCH, Andreas, « Managing innovation: regulating the banking sector in a rapidly changing environment », in BOVENS, Mark, HART, Paul 't, PETERS, B. Guy (ed), *Success and failure in public governance: a comparative analysis*, Cheltenham UK [etc.], E. Elgar, 2001, pp. 311-325.

BUSCH, Andreas, « The resilience of national institutions: the case of banking regulation », in SCHIRM, Stefan A. (ed), *New rules for global markets: public and private governance in the world economy*, Basingstoke [etc.], Palgrave MacMillan, 2004, pp. 87-107.

DABROWSKI, Marek, « The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration », *CASE Network Studies and Analyses*, No 384, 20 juillet 2009, p. 5.

DE GRAUWE, Paul, « The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies », *CEPS Policy brief*, No. 178, novembre 2008, pp. 1-11.

FAMA, Eugene F., « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 25 mai 1970, pp. 383-417. En ligne : <http://www.jstor.org/stable/2325486>.

KETTERING, Kenneth C., « Securitization and its discontents: the dynamics of financial product development », *Cardozo Law Review*, Vol. 29:4, 2008. En ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1012937.

MARINILIEN, François, « Les fondements micro-économiques du concept de panique bancaire : une introduction », *Revue économique*, Vol 43, No 2, 1992, pp. 301-326. En ligne : http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/reco_0035-2764_1992_num_43_2_409354.

MOLYNEUX, Phil, « Banking and financial services », in KASSIM, Hussein, MENON, Anand (ed), *The European Union and national industrial policy*, London [etc.], Routledge, 1996, pp. 247-266.

PARTNOY, Frank, « How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers », *University of San Diego Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 07-46, May 2006. En ligne : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257.

POLLOCK, Alex J., « Financial Interest Disclosures Can Protect Markets From “Short & Distort” Manipulators », Legal Opinion Letter, *Washington Legal Foundation*, Vol. 16, No. 16. En ligne : <http://www.wlf.org/upload/060206pollackLOL.pdf>.

POP, Adrian, « Le processus d'intégration financière en Europe : Quo Vadis ? », *Regards croisés sur l'économie* 2008/1, N° 3, pp. 45-53.

REYNAUD, Julien, « La politique monétaire de la Banque centrale européenne : définition, cadre et mise en œuvre » in DE BOISSIEU, Christian (sous la dir. de), *Les systèmes financiers : mutations, crises et régulation*, 3e éd., Paris, Economica, 2009, pp. 205-227.

SCHILD, Joachim, « La force de l'imprévisible : la présidence française de l'UE face à la crise financière. Un point de vue allemand. », *Regards sur l'économie allemande*, No 89, décembre 2008, pp. 11-20.

SY, Amadou N.R., « The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets », *IMF Working Paper*, WP/09/129, June 2009. En ligne : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>.

VITOLS, Sigurt, « The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States », *Discussion Paper FS I 01 – 302*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, janvier 2001. En ligne : <http://bibliothek.wzb.eu/pdf/2001/i01-302.pdf>.

Articles et communiqués de presse

ANDERSON, Jenny, « A New Wave of Vilifying Short Sellers », *The New York Times*, 30 avril 2008. En ligne : <http://www.nytimes.com/2008/04/30/business/30shorts.html>.

AUBERGER, Olivier, « L'affaire Volkswagen va engendrer une perte record pour les hedge funds », *Investir – Le Journal des Finances*, 1 novembre 2008. En ligne : <http://archives.investir.fr/2008/jdf/20081101ARTHBD00062-l-affaire-volkswagen-va-engendrer-une-perte-record-pour-les-hedge-funds.php>.

Auteur anonyme, « Northern Rock ne parvient pas à rassurer, l'action plonge », *Le Point*, 17 septembre 2007, <http://www.lepoint.fr/archives/article.php/201020>.

Auteur anonyme, « A Triple-A Idea », *The Wall Street Journal*, 15 avril 2009. En ligne : <http://online.wsj.com/article/SB123976320479019717.html>.

Auteur anonyme, « AAA Oligopoly », *The Wall Street Journal*, 26 février 2008. En ligne : <http://online.wsj.com/article/SB120398754592392261.html>.

Auteur anonyme, « Aléa moral, institutions et crise », *Économie & Finance*, 15 décembre 2008. En ligne : <http://www.economie-finance.com/alea-moral-institutions-crise>.

Auteur anonyme, « Can anything perk up Europe? », *The Economist*, 10 juillet 2010, p. 11.

Auteur anonyme, « Divided by a common market », *The Economist*, 2 juillet 2009.

Auteur anonyme, « Efficiency and beyond », *The Economist*, 16 juillet 2009. En ligne : <http://www.economist.com/node/14030296>.

Auteur anonyme, « EU leaders back financial supervision overhaul », *EurActiv*, 19 juin 2009.

Auteur anonyme, « Europe's Existential Threat », *Boston Globe*, 13 mars 2009.

Auteur anonyme, « Fuld blames 'crisis of confidence' », *CNN Money*, 6 octobre 2008. En ligne : http://money.cnn.com/2008/10/06/news/companies/lehman_hearing/?postversion=2008100612.

Auteur anonyme, « IKB pourrait faire perdre plus de cinq milliards d'euros à KfW », *Le Point*, 17 décembre 2007, <http://www.lepoint.fr/archives/article.php/214959>.

Auteur anonyme, « L'UE garantit une aide de 50 milliards aux nouveaux membres », *EurActiv*, 24 mars 2009.

Auteur anonyme, « La BCE augmente son taux directeur à 1,25 % », *Le Monde*, 7 avril 2011. En ligne : http://www.lemonde.fr/economie/article/2011/04/07/la-bce-augmente-son-taux-directeur-a-1-25_1504437_3234.html.

Auteur anonyme, « Le G4 soumet un plan d'action aux Etats membres de l'UE pour résoudre la crise », *EurActiv*, 5 octobre 2008. En ligne : <http://www.euractiv.fr/euro-finance/article/g4-soumet-plan-daction-etats-membres-ue-crise-financiere-001117>.

Auteur anonyme, « Le Pacte de stabilité sera renforcé, le traité réformé », *EurActiv.fr*, 19 octobre 2010. En ligne : <http://www.euractiv.fr/pacte-stabilite-renforce-traite-reforme-article>.

Auteur anonyme, « Lehman Brothers: Peeking under The Board Façade », *Stanford Graduate School of Business*, 25 avril 2010, p. 2. En ligne : www.gsb.stanford.edu/cgrp/documents/CGRP03-LehmanBoard.pdf.

Auteur anonyme, « L'IASB publie l'amendement "Option juste valeur" à IAS 39 », *FocusIFRS*, 3 avril 2009. En ligne : <http://www.focusifrs.com/content/view/full/809>.

Auteur anonyme, « Measuring the measurers », *The Economist*, 31 mai 2007. En ligne : <http://www.economist.com/node/9267952>.

Auteur anonyme, « Richard Fuld's Statement To The Congressional Committee (In Full) », *Here is the city*, 7 octobre 2008. En ligne : http://hereisthecity.com/2008/10/07/statement_of_richard_s_fuld_jr/.

Auteur anonyme, « Sarkozy renouvelle les critiques de la BCE », *EurActiv*, 17 septembre 2007.

Auteur anonyme, « Un besoin d'Union face à la crise », *Le Monde*, 11 décembre 2008.

Auteur anonyme, « Un cadre communautaire pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs », *Single Market News* N°54, 2009 - II, pp. 16-17. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn54/docs/eu_framework_fr.pdf.

Auteur anonyme, « Who rates the raters? », *The Economist*, 23 mars 2005. En ligne : <http://www.economist.com/node/3786551>.

Autorité des marchés financiers, « Ventes à découvert : Interdiction des transactions non sécurisées et transparence des positions courtes sur titres du secteur financier », Paris, 19 septembre 2008. En ligne : http://www.amf-france.org/documents/general/8421_1.pdf.

BRAITHWAITE, Tom, (et al.), « Iceland and UK clash on Crisis », *Financial Times*, 10 octobre 2008.

Commission européenne, « Aide d'État : la Commission autorise le régime français de renforcement des fonds propres de certains établissements de crédit » (IP/08/1900), Bruxelles, 8 décembre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission adopte des orientations concernant la recapitalisation des banques dans le contexte de la crise financière actuelle afin d'accroître les flux de crédits en faveur de l'économie réelle » (IP/08/1901), Bruxelles, 8 décembre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission adopte un cadre temporaire à l'intention des États membres afin de lutter contre les effets du resserrement du crédit sur l'économie réelle » (IP/08/1993), Bruxelles, 17 décembre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission approuve l'aide du gouvernement danois en faveur de la liquidation de Roskilde Bank » (IP/08/1633), Bruxelles, 5 novembre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission approuve la nouvelle version du plan irlandais d'aide aux établissements financiers » (IP/08/1497), Bruxelles, 13 octobre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission approuve les modifications apportées au plan de sauvetage financier allemand » (IP/08/1966), Bruxelles, 12 décembre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission autorise le régime d'aides adopté par le Royaume-Uni en faveur des institutions financières » (IP/08/1496), Bruxelles, 13 octobre 2008.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission autorise une aide au sauvetage en faveur de Northern Rock » (IP/07/1859), Bruxelles, 5 décembre 2007.

Commission européenne, « Aides d'État : la Commission publie des orientations sur le traitement des actifs dépréciés dans le secteur bancaire de l'UE » (IP/09/322), Bruxelles, 25 février 2009.

Commission européenne, « Décisions en matière de procédure de déficits excessifs: le Pacte de Stabilité et de Croissance comme ancre pour les stratégies de consolidation budgétaire » (IP/09/1964), Bruxelles, 11 novembre 2009.

Commission européenne, « Des marchés européens de produits dérivés plus sûrs et plus transparents » (IP/10/1125), Bruxelles, 15 septembre 2010.

Commission européenne, « Gouvernance économique de l'UE : la Commission présente un ensemble complet de propositions législatives » (IP/10/1199), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, « La Commission présente des mesures pour renforcer la protection des consommateurs et leur confiance dans les services financiers » (IP/10/918), Bruxelles, 12 juillet 2010.

Commission européenne, « La Commission veut des banques plus fortes et plus responsables en Europe » (IP/11/915), Bruxelles, 20 juillet 2011.

Commission européenne, « L'approbation d'un nouveau règlement relèvera les normes d'émission des notations du crédit utilisées dans la Communauté » (IP/09/629), Bruxelles, 23 avril 2009.

Commission européenne, « Services financiers: un cadre réglementaire plus solide pour l'ensemble des acteurs et instruments financiers dans l'UE » (IP/10/1677), Bruxelles, 8 décembre 2010.

Commission européenne, « Un nouveau cadre pour plus de transparence et de coordination sur les ventes à découvert et les dérivés d'événement de crédit » (IP/10/1126), Bruxelles, 5 septembre 2010.

Conseil de l'Union européenne, « 2911ème session du Conseil Affaires économiques et financières – Communiqué de presse », Bruxelles, 2 décembre 2008. En ligne : http://consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ecofin/104531.pdf.

GATINOIS, Claire, « Le geste exceptionnel des banques centrales ne calme pas les marchés », *Le Monde*, 10 octobre 2008.

GRAHL, John, « Europe's inflexible bank », *Le Monde diplomatique*, juillet 2005. En ligne : <http://mondediplo.com/2005/07/05bank>.

HIAULT, Richard, « Les banques centrales à la rescousse des marchés », *Les Echos*, 10 août 2007.

KLEIN, Alec, « Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say », *Washington Post*, 24 novembre 2004. En ligne : <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A8032-2004Nov23.html>.

QUATREMER, Jean, « L'Europe est passée de l'influence à la puissance », *Un blog de Libération.fr*, 21 décembre 2009. En ligne : <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2008/12/leurope-est-pas.html>.

RUF, Matthieu, « Les indispensables mal-aimées », *l'Hebdo*, 4 mai 2011. En ligne : http://www.hebdo.ch/les_indispensables_malaimées_101677_.html.

U.K. Financial Services Authority, « FSA statement on short positions in financial stocks », 18 septembre 2008. En ligne : <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/102.shtml>.

U.S. Securities and Exchange Commission, « SEC Enhances Investor Protections Against Naked Short Selling », Washington, 15 juillet 2008. En ligne : <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-143.htm>.

U.S. Securities and Exchange Commission, « SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets », Washington, 19 septembre 2008. En ligne : <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>.

Textes juridiques (par ordre chronologique)

Le droit dérivé de l'Union européenne

Directive 73/183/CEE du Conseil, du 28 juin 1973, concernant la suppression des restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation de services en matière d'activités non salariées des banques et autres établissements financiers, *Journal officiel* n° L 194, 16 juillet 1973, pp. 1-10.

Première directive 77/780/CEE du Conseil, du 12 décembre 1977, visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, *Journal officiel* n° L 322, 17 décembre 1977, pp. 30-37.

Directive 83/350/CEE du Conseil du 13 juin 1983 relative à la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée, *Journal officiel n° L 193*, 18 juillet 1983, pp. 18-20.

Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), *Journal officiel n° L 375*, 31 décembre 1985, pp. 3-18.

Directive 86/635/CEE du Conseil du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers, *Journal officiel n° L 372*, 31 décembre 1986, pp. 1-17.

Directive 89/299/CEE du Conseil du 17 avril 1989 concernant les fonds propres des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 124*, 5 mai 1989, pp. 16-20.

Deuxième directive 89/646/CEE du Conseil du 15 décembre 1989 visant à la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, et modifiant la directive 77/780/CEE, *Journal officiel n° L 386*, 30 décembre 1989, pp. 1-13.

Directive 89/647/CEE du Conseil du 18 décembre 1989 relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 386*, 30 décembre 1989, pp. 14-22.

Directive 91/308/CEE du Conseil du 10 juin 1991 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux, *Journal officiel n° L 166*, 28 juin 1991, pp. 77-83.

Directive 92/121/CEE du Conseil du 21 décembre 1992 relative à la surveillance et au contrôle des grands risques des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 29*, 5 février 1993, pp. 1-8.

Règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil du 7 juillet 1997 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, *Journal officiel n° L 209*, 2 août 1997, pp. 1-5.

Règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en oeuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, *Journal officiel n° L 209*, 2 août 1997, pp. 6-11.

Directive 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *Journal officiel n° L 125*, 5 mai 2001, pp. 15-23.

Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, *Journal officiel n° L 168*, 27 juin 2002, pp. 43-50.

Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, *Journal officiel n° L 243*, 11 septembre 2002, pp. 1-4.

Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), *Journal officiel n° L 96*, 12 avril 2003, pp. 16-25.

Directive 2003/41/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 juin 2003 concernant les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle, *Journal officiel n° L 235*, 23 septembre 2003, pp. 10-21.

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *Journal officiel n° L 145*, 30 avril 2004, pp. 1-44.

Règlement (CE) n° 1055/2005 du Conseil du 27 juin 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1466/97 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques, *Journal officiel* n° L 174, 7 juillet 2005, pp. 1–4.

Règlement (CE) n° 1056/2005 du Conseil du 27 juin 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, *Journal officiel* n° L 174, 7 juillet 2005, pp. 5–9.

Règlement (CE) n° 1864/2005 de la Commission du 15 novembre 2005 modifiant le règlement (CE) n° 1725/2003 de la Commission du 29 septembre 2003 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne l'IFRIC 1 et les IAS 32 et 39, *Journal officiel* n° L 299, 16 novembre 2005, pp. 45–57.

Directive 2006/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (refonte), *Journal officiel* n° L 177, 30 juin 2006, pp. 1-200.

Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte), *Journal officiel* n° L 177, 30 juin 2006, pp. 201-255.

Décision 2006/940/CE de la Commission du 19 juillet 2006 concernant le régime d'aide C 3/2006 mis en œuvre par le Luxembourg en faveur des sociétés holdings 1929 et des holdings milliardaires [notifiée sous le numéro C(2006) 2956], *Journal officiel* n° L 366, 21 décembre 2006, pp. 47–61.

Commission européenne, Décision de la Commission du 4 juin 2008 concernant une aide d'État C 9/08 (ex NN 8/08, CP 244/2007) accordée par l'Allemagne en faveur de la Sachsen LB [notifiée sous le numéro C(2008) 2269], *Journal officiel* n° L 104, 24 avril 2009, pp. 34-50.

Règlement (CE) n° 1004/2008 de la Commission du 15 octobre 2008 modifiant le règlement (CE) no 1725/2003 de la Commission portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, pour ce qui concerne la norme comptable internationale IAS 39 et la norme internationale d'information financière IFRS 7, *Journal officiel* n° L 275, 16 octobre 2008, pp. 37-41.

Recommandation 2009/384/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers, *Journal officiel* n° L 120, 15 mai 2009, pp. 22–27.

Recommandation 2009/385/CE de la Commission recommandation du 30 avril 2009 complétant les recommandations 2004/913/CE et 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées, *Journal officiel* n° L 120, 15 mai 2009, pp. 28–31.

Règlement n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 302, 17 novembre 2009, p. 1–31.

Directive 2010/76/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération, *Journal officiel* n° L 329, 14 décembre 2010, pp. 3–35.

Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 1-11.

Règlement (UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/78/CE de la Commission, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 12-47.

Règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/79/CE de la Commission, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 48-83.

Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, *Journal officiel* n° L 331, 15 décembre 2010, pp. 84-119.

Règlement (UE) n° 513/2011 du Parlement européen et du Conseil du 11 mai 2011 modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, *Journal officiel* n° L 145, 31 mai 2011, pp. 30–56.

Le droit primaire de l'Union européenne

Version consolidée du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, *Journal officiel* n° C 83, 30 mars 2010.

Version consolidée du traité sur l'Union européenne, *Journal officiel* n° C 83, 30 mars 2010.

Les communications de la Commission européenne

Commission européenne, Communication de la Commission – Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers: Plan d'action, (COM(1999) 232 final) [Non publié au Journal officiel], 11 mai 1999.

Commission européenne, Communication de la Commission – Lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté, *Journal officiel* n° C 244, 1 octobre 2004, pp. 2-17.

Commission européenne, Communication de la Commission – Application des règles en matière d'aides d'État aux mesures prises en rapport avec les institutions financières dans le contexte de la crise financière mondiale, *Journal officiel* n° C 270, 25 octobre 2008, pp. 8-14.

Commission européenne, Communication de la Commission au Conseil européen – Un plan européen pour la relance économique (COM(2008) 800 final), Bruxelles, 26 novembre 2008.

Commission européenne, Communication de la Commission – Recapitalisation des établissements financiers dans le contexte de la crise financière actuelle: limitation de l'aide au minimum nécessaire et garde-fous contre les distorsions indues de concurrence, *Journal officiel* n° C 10, 15 janvier 2009, pp. 2-10.

Commission européenne, Communication de la Commission – Cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle, *Journal officiel* n° C 16, 22 janvier 2009, pp. 1–9.

Commission européenne, Communication de la Commission du 25 février 2009 concernant le traitement des actifs dépréciés dans le secteur bancaire de l'Union européenne, *Journal officiel* n° C 72, 26 mars 2009, pp. 1-22.

Commission européenne, Communication de la Commission – Surveillance financière européenne (COM(2009) 252 final), Bruxelles, 27 mai 2009.

Commission européenne, Communication de la commission sur le retour à la viabilité et l'appréciation des mesures de restructuration prises dans le secteur financier dans le contexte de la crise actuelle, conformément aux règles relatives aux aides d'État, *Journal officiel* n° C 195, 19 août 2009, pp. 9–20.

Commission européenne, Communication de la Commission modifiant le cadre communautaire temporaire pour les aides d'État destinées à favoriser l'accès au financement dans le contexte de la crise économique et financière actuelle, *Journal officiel* n° C 303, 15 décembre 2009, p. 6.

Commission européenne, Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne, Comité économique et social européen et au Comité des régions – Renforcer la coordination des politiques économiques (COM(2010) 250 final), Bruxelles, 12 mai 2010.

Commission européenne, Communication de la Commission – Les fonds de résolution des défaillances bancaires (COM(2010) 254 final), Bruxelles, 26 mai 2010.

Commission européenne, Communication de la Commission – La réglementation des services financiers au service d'une croissance (COM(2010) 301 final), Bruxelles, 2 juin 2010.

Les jurisprudences

Affaire NN70/2007, Northern Rock (décision du 5.12.2007).

Affaire C9/2008, aide à la restructuration en faveur de Sachsen LB (décision du 4.6.2008).

Affaire NN25/2008, WestLB (décision du 17.7.2008).

Affaire NN36/2008, Roskilde Bank (décision du 31.7.2008).

Affaire NN41/2008, aide à la restructuration en faveur de Bradford et Bingley (décision du 1.10.2008).

Affaire NN44/2008, aide à la restructuration en faveur de Hypo Real Estate (décision du 2.10.2008).

Affaire NN48/2008, Remedy for a serious disturbance in the economy (décision du 13.10.2008).

Affaire C10/2008, aide à la restructuration en faveur d'IKB (décision du 21.10.2008).

Propositions de nouveaux actes législatifs européens

Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2004/39/CE et 2009/.../CE (COM(2009) 207 final), Bruxelles, le 30 avril 2009.

Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE en ce qui concerne les exigences de fonds propres pour le portefeuille de négociation et pour les retitrisations, et la surveillance prudentielle des politiques de rémunération (COM(2009) 362 final), Bruxelles, 13 juillet 2009.

Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs (COM(2010) 371 final), Bruxelles, 12 juillet 2010.

Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil relative aux systèmes de garantie des dépôts [refonte] (COM(2010)368 final), Bruxelles, 12 juillet 2010.

Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (COM(2010) 484 final), Bruxelles, 15 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (COM(2010) 482 final), Bruxelles, 15 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement (UE) n° .../... du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs (COM(2010) 522 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Directive du Conseil sur les exigences applicables aux cadres budgétaires des États membres (COM(2010) 523), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire dans la zone euro (COM(2010) 524 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil établissant des mesures d'exécution en vue de remédier aux déséquilibres macroéconomiques excessifs dans la zone euro (COM(2010) 525 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (CE) no 1466/97 relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques (COM(2010) 526 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques (COM(2010)527 final), Bruxelles, 29 septembre 2010.

Commission européenne, Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et modifiant la directive 2002/87/CE du Parlement européen et du Conseil relative à la surveillance complémentaire des établissements de crédit, des entreprises d'assurance et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier (COM(2011) 453 final), Bruxelles, 20 juillet 2011.

Commission européenne, Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (COM(2011) 452 final), Bruxelles, 20 juillet 2011.

Autres

Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, entrée en vigueur le 21 juillet 2010. En ligne : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

Sites internet

Board of Governors of the Federal Reserve System :
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm#2007>.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC) :
<http://www.cftc.gov>.

EUR-Lex:

<http://eur-lex.europa.eu/fr/index.htm>.

Eurostat :

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.

Federal Reserve Bank of New York :

<http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm>.

Federal Reserve Bank of St. Louis :

<http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=FEDFUNDS#>.

Financial Accounting Standards Board (FASB) :

<http://www.fasb.org>.

International Accounting Standards Board (IASB) :

<http://www.ifrs.org>.

Le portail de l'Union européenne : Abus de marché :

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Agences de notation :

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Banques :

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Dispositions applicables aux aides d'État :

http://europa.eu/legislation_summaries/competition/state_aid/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Fonds propres réglementaires :

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Gestion de crise et fonds de résolution :

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Gouvernement d'entreprise dans les établissements financiers :

http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/corporate_governance_in_financial_institutions_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Investissements alternatifs :

http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Les procédures de déficit excessif :

http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm.

Le portail de l'Union européenne : Pacte de stabilité et de croissance :

http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/index_fr.htm

http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/stability_and_growth_pact/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Plan d'action pour les services financiers (PASF) :

http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/124210_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Produits dérivés :
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Règlement sur les normes comptables internationales :
http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/legal_framework/ias_regulation_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Surveillance financière :
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Systèmes de garantie des dépôts :
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Systèmes d'indemnisation des investisseurs :
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/investor_fr.htm.

Le portail de l'Union européenne : Vente à découvert :
http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_fr.htm.

Le portail de la Banque centrale européenne : Statistiques :
<http://www.ecb.int/stats/html/index.en.html>.

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) :
<http://www.iosco.org>.

Autres

Bank for International Settlements, *79th Annual Report of the Bank for International Settlements, 1 April 2008-31 March 2009*, Basel, 29 June 2009, pp. 19-20. En ligne : http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_2_fr.pdf.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, *CNMV annual report regarding its actions and the securities markets*, Madrid, 2009. En ligne : http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/AnnualReport2009_weben.pdf.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, Banque des Règlements Internationaux, décembre 2010. En ligne : http://www.bis.org/publ/bcbs188_fr.pdf.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, Dispositif révisé, Version compilé, Banque des Règlements Internationaux, Juin 2006. En ligne : <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

Commission européenne, L'achèvement du marché intérieur : Livre blanc de la Commission à l'intention du Conseil européen, COM(85) 310 final, 28-29 juin 1985. En ligne : http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_fr.pdf.

Commission européenne, Livre blanc : Politique des services financiers 2005-2010, COM(2005) 629 final, 1 décembre 2005. En ligne : http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fr/com/2005/com2005_0629fr01.pdf.

Commission européenne, *Livre Vert sur le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_fr.pdf.

Commission européenne, *Livre Vert : Politique en matière d'audit: les leçons de la crise* (COM(2010) 561 final), Bruxelles, 13 octobre 2010. En ligne : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0561:FIN:FR:PDE>.

Commission européenne, *Pour un secteur financier européen responsable et compétitif*, Union européenne, 2010.

Commission européenne, Rapport de la Commission - Tableau de bord des aides d'état - Mise à jour du printemps 2009 - Édition spéciale consacrée aux aides d'état accordées dans le cadre de la crise économique et financière actuelle (COM(2009) 164 final), 8 avril 2009. En ligne : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0164:FIN:FR:PDF>.

Conclusions de la Présidence du Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008, Bruxelles, 12 décembre 2008, p. 7. En ligne : http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ec/104669.pdf.

Déclaration du Commissaire Michel Barnier à l'issue des négociations sur la Directive AIFM (hedge funds et private equity) au Conseil Ecofin, Luxembourg, 19 octobre 2010. En ligne : http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/speeches/20101019/statement_fr.pdf.

Déclaration sur un plan d'action concertée des pays de la zone euro, 12 octobre 2008. En ligne : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13260_fr.pdf.

Discours de Nicolas Sarkozy au Parlement Européen, Strasbourg, 16 décembre 2008. En ligne : http://www.ambafrance-pt.org/IMG/pdf/Discours_Sarkozy_Parlement_europeen_16.12.2008_FR.pdf.

Dixième rapport intermédiaire, du 2 juin 2004, « Passer le cap - préparer le passage à la phase suivante de l'intégration du marché des capitaux européen ». Source : Le portail de l'Union européenne : Plan d'action pour les services financiers (PASF) : http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/l24210_fr.htm.

FASB, *Summary of Statement No. 157*. En ligne : <http://www.fasb.org/st/summary/stsum157.shtml>.

OBAMA, Barack, « America is still a "Triple-A" country », *CBS News*, 8 août 2011. En ligne : http://www.cbsnews.com/8301-503544_162-20089603-503544.html.

OICV, *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, May 2008. En ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

OICV, *IOSCO Statement of Principles Regarding The Activities of Credit Rating Agencies*, 25 septembre 2003. En ligne : <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20030930/02.pdf>.

Rapport du Conseil au Conseil européen « Améliorer la mise en œuvre du pacte de stabilité et croissance », 20 mars 2005. En ligne : http://www.eu2005.lu/fr/actualites/documents_travail/2005/03/21stab/stab.pdf.

Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 15 février 2001. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_fr.pdf.

Résolution du Conseil européen relative au pacte de stabilité et de croissance, Amsterdam, 17 juin 1997, *Journal officiel C 236*, 2 août 1997.

The financial crisis and the response of the European Central Bank: Speech by Jean-Claude Trichet, Sofia, 12 juin 2009. En ligne : http://www.europa-eu-un.org/articles/en/article_8782_en.htm

Annexe 1: Chronologie des principaux événements de la crise³⁵²

2007	
9 août	Les problèmes sur les marchés du crédit hypothécaire et de la dette se propagent aux marchés interbancaires et monétaires lorsque les émetteurs de papier commercial adossé à des actifs rencontrent des difficultés à se refinancer, et de gros fonds de placement gèlent leurs remboursements, invoquant leur incapacité à valoriser leurs actifs.
12 décembre	Les banques centrales de cinq grandes zones monétaires annoncent une action concertée, incluant la mise en place de lignes de swap en dollars et destinée à apaiser les tensions sur les marchés des financements à court terme.
2008	
16 mars	JPMorgan Chase accepte de racheter Bear Stearns dans le cadre d'une opération facilitée par les autorités américaines.
4 juin	Moody's et Standard & Poor's déclassent les rehausseurs de crédit MBIA et Ambac, ravivant les craintes de voir la valeur des titres assurés par ces sociétés se déprécier.
13 juillet	Les autorités américaines annoncent des mesures de soutien en faveur des deux agences fédérales de financement hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac) comprenant des souscriptions à des augmentations de capital.
15 juillet	L'autorité américaine des marchés financiers (SEC) prend une ordonnance restreignant la vente à découvert sans emprunt de titres.
7 septembre	Mise sous tutelle gouvernementale de Fannie Mae et Freddie Mac.
15 septembre	Lehman Brothers Holdings Inc. se place sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites.
16 septembre	Reserve Primary, un important fonds de placement monétaire américain, annonce que la valeur de son actif net est inférieure à son passif, déclenchant une vague de retraits massifs ; le gouvernement américain monte un plan de sauvetage en faveur de l'assureur AIG (au cours des prochains mois, il sera contraint de le renforcer et de le réaménager plusieurs fois).
18 septembre	Pour faire face à la pénurie de liquidité en dollars, plusieurs banques centrales prennent des mesures concertées créant des lignes de swap, ou relevant le plafond de celles existantes, pour un total de \$160 milliards ; les autorités britanniques interdisent la vente à découvert d'actions du secteur financier.
19 septembre	Le Trésor américain annonce une garantie temporaire des investissements dans les fonds de placement monétaires ; la SEC interdit la vente à découvert d'actions du secteur financier ; le Trésor américain esquisse les premiers éléments d'un plan de \$700 milliards, baptisé TARP (Troubled Asset Relief Program), qui vise à retirer les actifs douteux du bilan des banques.
25 septembre	Les autorités américaines prennent le contrôle de Washington Mutual, première institution d'épargne du pays, dont les actifs se chiffrent à quelque \$300 milliards.
29 septembre	Bradford & Bingley, établissement spécialisé dans les crédits hypothécaires, est nationalisée ; Fortis, groupe belge de bancassurance, bénéficie d'une injection de capital apportée par trois gouvernements européens ; le groupe allemand Hypo Real Estate, spécialisé dans le crédit immobilier commercial, reçoit une ligne de crédit sous l'égide de l'État ; en difficulté, la banque Wachovia fait l'objet d'un rachat ; le projet TARP est rejeté par la Chambre des représentants.
30 septembre	Le groupe financier Dexia reçoit une injection publique de capital ; le gouvernement irlandais annonce qu'il garantit tous les dépôts, ainsi que les obligations sécurisées, la dette senior et la dette subordonnée de six banques irlandaises ; au cours des semaines suivantes, d'autres gouvernements prennent des mesures analogues.

³⁵² Source : Bank for International Settlements, *79th Annual Report of the Bank for International Settlements, 1 April 2008-31 March 2009*, Basel, 29 June 2009, pp. 19-20. En ligne : http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009_2_fr.pdf.

3 octobre	Le Congrès des États-Unis adopte le plan TARP remanié.
8 octobre	De grandes banques centrales opèrent une réduction concertée de leurs taux directeurs ; les autorités britanniques annoncent un ensemble de mesures de soutien, comprenant des injections de fonds propre dans des groupes bancaires britanniques.
13 octobre	De grandes banques centrales annoncent conjointement la fourniture illimitée de financements en dollars, en vue d'apaiser les tensions sur les marchés monétaires ; les gouvernements des pays de la zone euro s'engagent à procéder à des opérations de recapitalisation en faveur de l'ensemble de leurs systèmes bancaires respectifs ; selon certaines informations, le Trésor américain envisage de prendre \$125 milliards de participations dans neuf grandes banques.
28 octobre	La Hongrie obtient auprès du FMI et d'autres institutions multilatérales un plan de sortie de \$25 milliards visant à endiguer les sorties croissantes de capitaux et les tensions sur les changes qui en résultent.
29 octobre	Pour lutter contre la pénurie prolongée de liquidités en dollars dans le monde, la Réserve fédérale conclut des accords de swap avec les autorités monétaires de quatre pays : Brésil, Corée, Mexique et Singapour.
15 novembre	Les pays du G 20 s'engagent à conjuguer leurs efforts pour renforcer la coopération, relancer la croissance mondiale et réformer l'ensemble du système financier.
25 novembre	La Réserve fédérale annonce la création d'une facilité de \$200 milliards pour accorder des crédits contre titres adossés à des prêts à la consommation et à des concours aux PME ; en outre, elle alloue jusqu'à \$500 milliards à l'achat d'obligations et de titres adossés à des prêts hypothécaires émis par les agences américaines.
2009	
16 janvier	Les autorités irlandaises prennent le contrôle d'Anglo Irish Bank ; comme elles l'avaient fait pour Citigroup en novembre, les autorités américaines acceptent de venir en aide à Bank of America en prenant une participation sous la forme d'actions de préférence et en garantissant un ensemble d'actifs douteux.
19 janvier	Dans le cadre d'un plan de sauvetage élargi, les autorités britanniques renforcent leur participation dans Royal Bank of Scotland. Des mesures similaires sont prises les jours suivants par d'autres autorités nationales.
10 février	Les autorités américaines dévoilent un nouveau train de mesures pour soutenir le secteur financier incluant un programme d'investissement public-privé (PPIP) à hauteur de \$1 000 milliards, destiné au rachat d'actifs douteux.
10 février	Les ministres des Finances et gouverneurs de banque centrale du G 7 réaffirment leur engagement à utiliser tout l'éventail des mesures à leur disposition pour soutenir la croissance et l'emploi et renforcer le secteur financier.
5 mars	La Banque d'Angleterre lance un programme de quelque \$100 milliards destiné à des achats fermes, sur une période de trois mois, d'actifs du secteur privé et d'obligations d'État.
18 mars	La Réserve fédérale annonce un plan visant à acquérir sur six mois jusqu'à \$300 milliards de titres du Trésor à long terme et relève le plafond de son programme de rachats de titres des agences américaines.
23 mars	Le Trésor américain donne de plus amples détails sur le PPIP proposé en février.
2 avril	Dans le communiqué publié à l'issue du sommet du G 20, les gouvernements s'engagent à restaurer la confiance et la croissance, notamment par des mesures visant à renforcer le système financier.
6 avril	Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'open market (CFOM) autorise de nouvelles lignes temporaires de swap de devises avec la Banque d'Angleterre, la BCE, la Banque du Japon et la Banque nationale suisse.
24 avril	La Réserve fédérale présente les résultats des tests de résistance menés pour évaluer la solidité financière des 19 principales institutions financières américaines, déclarant que la plupart des banques disposent aujourd'hui de fonds propres bien supérieurs aux niveaux requis.
7 mai	Le Conseil des gouverneurs de la BCE prend la décision de principe autorisant l'Eurosystème à acheter des obligations sécurisées libellées en euros ; les autorités américaines publient les résultats de leurs tests de résistance : dix banques souffrent

	d'une insuffisance de fonds propres cumulés de \$75 milliards, qui doit être comblée essentiellement par des placements d'actions ordinaires.
--	---

Table des Matières

Résumé/Abstract	
Remerciements	
Sommaire	
Table des Figures	2
Avertissement	3
1. Introduction	4
1.1. Objectifs de l'étude	4
1.2. Hypothèse et questions de recherche	4
1.3. Conceptualisation et définitions	5
1.4. Note sur la bibliographie et les sources	6
1.5. Aperçu	6
2. La crise financière de 2007 et ses causes	7
2.1. Les origines de la crise	7
2.2. La crise des subprimes	7
2.2.1. La déréglementation bancaire	10
2.2.2. L'aléa moral	10
2.2.3. Le miracle de la titrisation	11
2.2.4. L'effet de levier	13
2.2.5. Les limites de l'indépendance des agences de notation	14
2.3. La chute de Lehman Brothers	16
2.3.1. Le rôle des normes comptables	17
2.3.2. La vente à découvert (short selling)	18
2.3.3. Les CDS et le risque de contrepartie	20
2.3.4. Les faiblesses du gouvernement d'entreprise	21
2.4. Implications pour l'économie mondiale	22
2.4.1. Récession	22
2.4.2. Crise de la dette souveraine	23
3. Gestion de la crise financière au niveau de l'Union européenne	24
3.1. La Banque centrale européenne et sa politique monétaire	25
3.2. La Commission européenne face aux mesures de soutien budgétaire	27
3.2.1. Les aides d'État dans le contexte de la gestion d'une crise financière	28
3.2.2. Le Pacte de stabilité et de croissance	38
4. Régulation de l'activité bancaire au sein de l'Union européenne	44
4.1. L'historique de l'harmonisation du droit bancaire et financier au niveau européen	44
4.1.1. Directive du 28 juin 1973	45
4.1.2. Première directive bancaire du 12 décembre 1977	46
4.1.3. Directives du 13 juin 1983 et du 8 décembre 1986	46
4.1.4. Livre blanc du 28-29 juin 1985	47
4.1.5. Deuxième directive bancaire du 15 décembre 1989	47
4.1.6. Plan d'action pour les services financiers (PASF) du 11 mai 1999	48
4.1.7. Le « processus Lamfalussy »	49
4.1.8. Directive sur les fonds propres réglementaires (CRD) du 14 juin 2006	52

4.2.	Réforme réglementaire suite à la crise financière	53
4.2.1.	Adéquation des fonds propres et gestion des risques	54
4.2.2.	Gouvernement d'entreprise et rémunération	55
4.2.3.	Agences de notation	57
4.2.4.	Les normes comptables	59
4.2.5.	Audit financier	60
4.2.6.	Le « système bancaire parallèle »	60
4.2.7.	Les produits dérivés	61
4.2.8.	Vente à découvert	61
4.2.9.	Prévention des abus de marché	62
4.2.10.	Protection des consommateurs	62
4.2.11.	Fonds de résolution	63
4.3.	Le nouveau cadre européen de surveillance	63
4.3.1.	La surveillance macroprudentielle	64
4.3.2.	La surveillance microprudentielle	65
5.	Conclusion	67
5.1.	Les difficultés et limites de la recherche, et les pistes pour un approfondissement	68
	Bibliographie	69
	Monographies	69
	Articles scientifiques	69
	Articles et communiqués de presse	70
	Textes juridiques (par ordre chronologique)	73
	Le droit dérivé de l'Union européenne	73
	Le droit primaire de l'Union européenne	76
	Les communications de la Commission européenne	76
	Les jurisprudences	77
	Propositions de nouveaux actes législatifs européens	77
	Autres	78
	Sites internet	78
	Autres	80
	Annexe 1: Chronologie des principaux événements de la crise	82
	Table des matières	85