



## **RÉFORME DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL**

### **TROISIÈME CONTRIBUTION DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LA CRISE FINANCIÈRE INTERNATIONALE**

Dans le prolongement de ses notes du 13 novembre 2008 et du 24 mars 2009, le groupe de travail insiste, au moment où les premiers signes d'amélioration de la situation économique pourraient inciter certains pays à céder à la tentation du retour au « *business as usual* », sur la nécessité pour les participants au prochain G 20 de Pittsburgh de ne pas relâcher les efforts déjà entrepris pour réformer le système financier international.

Il souhaite que les multiples chantiers ouverts depuis l'éclatement de la crise soient menés à leur terme et que **soient données des suites concrètes aux engagements actés lors des précédents G 20**, ainsi qu'aux diverses initiatives prises tant sur le plan national qu'international.

#### **I – APPROFONDIR LA LUTTE CONTRE LES « PARADIS » BANCAIRES ET FISCAUX**

La France doit faire entendre sa voix pour que le thème de la lutte contre les paradis fiscaux demeure au premier plan des actions à conduire en matière de régulation du système financier mondial. Sans conteste, une volonté s'est manifestée au niveau international pour que les choses changent. Les précédents G20 ont insisté pour que tous les États disposent d'instruments de régulation afin de ne pas mettre en péril la stabilité financière, mais aussi qu'un certain nombre de territoires n'hébergent plus l'argent de la fraude et de l'évasion fiscales en toute connaissance de cause. Une administration fiscale doit pouvoir, sur soupçon de fraude ou d'évasion de la part d'un de ses résidents dans un État ou territoire étranger, se faire communiquer les informations pertinentes à son sujet par les autorités compétentes de cet État ou territoire.

Le 2 avril 2009, concomitamment au sommet du G20, l'OCDE a publié la ou plutôt les listes des États et territoires non coopératifs : une liste noire d'États ne pratiquant pas l'échange d'informations et n'ayant pris aucun engagement en ce sens et une liste grise d'États et territoires s'étant engagés à se conformer aux standards de l'OCDE en matière d'échange de renseignements mais ne les appliquant pas substantiellement. Les quatre États de la liste noire ayant fait part de leurs engagements de se conformer aux standards, ils ont été ajoutés à la liste grise et la liste noire a disparu.

Pour que ce qui s'est passé au début des années 2000 ne se reproduise pas, la nouvelle réunion du G20 à Pittsburgh doit franchir une étape supplémentaire en démontrant le caractère concret des positions qui ont été affirmées. Cela passe par un rappel ferme des intentions de la communauté internationale et la présentation des mesures et sanctions qui seront prises à l'encontre des États et territoires réfractaires.

## **A) Réunir les conditions de la transparence**

Au-delà des critiques que l'on peut adresser aux listes, il est impératif que leur établissement ne demeure pas une mesure purement symbolique. L'OCDE est chargée d'assurer le suivi de la mise en œuvre pratique des engagements des États et territoires de la liste grise résiduelle. Par ailleurs, un certain nombre d'obstacles pratiques peuvent être levés par la garantie d'un accès à l'information efficace et rapide, permettant aux administrations fiscales d'identifier les acteurs de la fraude.

### 1) Réaffirmer que la lutte contre les paradis fiscaux est une lutte de long terme

– Fixer une date butoir au-delà de laquelle il n'existera plus qu'une liste noire et une liste blanche, à charge pour les États ou territoires figurant sur la liste grise de mettre en œuvre les procédures nécessaires, qui ne peuvent se résumer à l'entrée en vigueur de douze accords avec d'autres États ou territoires figurant sur la liste grise.

– Poser le principe d'un examen annuel de la situation des pays qui ont figuré sur la liste grise sur la base de la doctrine de l'OCDE en matière d'accès effectif à l'information. Il doit être clair que la revue par les pairs doit avoir pour effet immédiat d'exclure de la liste blanche un État ou territoire qui refuserait d'appliquer la doctrine de l'OCDE pour l'application de l'article 26 du modèle de Convention.

– Soumettre les territoires non souverains aux mêmes contraintes que celles pesant sur les États, notamment en utilisant la possibilité de faire figurer sur la liste noire ces territoires ou les États auxquels ils ressortissent.

### 2) Permettre l'accès aux renseignements

– Mettre en place, au niveau de l'OCDE, un fichier recensant les comptes bancaires sur le modèle du fichier FICOBA.

– Mettre en place, au niveau de l'OCDE, un registre ou fichier d'informations permettant de connaître l'identité réelle des bénéficiaires, propriétaires et dépositaires quelle que soit la nature juridique de l'entité en cause (sociétés, fondations, fiducies, *trusts* ...).

– Renforcer les modalités de la coopération entre les administrations : entre administrations fiscales, entre les cellules de renseignement, entre les superviseurs et entre les régulateurs en direction des territoires non coopératifs et enfin, renforcer la capacité à procéder à des enquêtes communes.

## **B) Définir les mesures qui seront prises à l'encontre des territoires non coopératifs**

À la date butoir fixée pour la constitution des nouvelles listes blanche et noire, les États doivent être en mesure de mettre en œuvre de façon coordonnée un arsenal de mesures dissuasives ou coercitives à l'encontre des États ou territoires non coopératifs, de leurs résidents, des personnes qui les utilisent ou encore des mouvements qui en sont à destination ou en provenance. Ces mesures doivent s'appliquer à un État ou territoire dès qu'il figure sur la liste noire.

### 1) Les mesures à l'encontre des territoires non coopératifs

– Dénoncer de manière coordonnée, au niveau du G20, les conventions fiscales conclues avec ces États ou territoires.

– Demander aux institutions financières internationales de revoir leur politique d’investissement au regard du degré de coopération de ces États ou territoires.

2) Les mesures à l’encontre des résidents des territoires non coopératifs

– Généraliser, sur un modèle commun, un système d’agrément (intermédiaire qualifié) pour les établissements financiers, comportant l’obligation de transmettre des informations à l’administration fiscale du bénéficiaire des revenus.

– Interdire la commercialisation des produits proposés par des prestataires de services d’investissement qui sont établis dans des territoires non coopératifs ou qui utilisent des entités qui y sont établies.

– Interdire l’accès des bateaux et aéronefs enregistrés dans les territoires non coopératifs.

3) Les mesures à l’encontre des personnes qui les utilisent

– Imposer aux sociétés des obligations d’information sur leurs activités opérées dans les territoires non coopératifs (produits, filiales, succursales) au travers par exemple d’une annexe à leur rapport annuel certifié et d’une documentation détaillée à destination du régulateur. À cet égard, la recommandation du comité de Bâle « Connaissez votre structure » doit être transposée et servir de modèle.

– Imposer aux établissements financiers des contraintes prudentielles plus rigoureuses, notamment en termes de fonds propres et de tenue de comptes, pour les activités en relation avec les territoires non coopératifs.

– Obliger les établissements financiers à déclarer à l’administration fiscale tout mouvement financier, tout compte ouvert, tout produit ou montage en lien avec un territoire non coopératif. Soumettre les concepteurs de montage (professions juridiques et financières) à une obligation de même nature.

– Obliger les sociétés multinationales à transmettre à l’administration fiscale une documentation détaillant les liens qu’elles entretiennent avec des entités établies dans des territoires non coopératifs et les prix de transfert qu’elles pratiquent.

4) Les mesures afférentes aux mouvements financiers

– Adopter une fiscalité dissuasive pour les flux avec les territoires non coopératifs : majorer les retenues à la source, imposer les revenus qui y sont réalisés, exclure l’application des règles fiscales favorables, et interdire la déductibilité des charges et intérêts. Le cas échéant, les États pourront maintenir la fiscalité de droit commun lorsque le contribuable apporte la preuve que ses opérations n’ont pas pour but essentiel d’échapper à l’impôt.

– Décider, en dernier ressort, une interdiction commune des flux avec les États ou territoires de la liste noire.

## II- ABOUTIR A UN SYSTÈME FINANCIER MONDIAL REPOSANT SUR LES PRINCIPES DE SÉCURITÉ, TRANSPARENCE ET RESPONSABILITÉ

Au cours de ces derniers mois, de nombreuses propositions de réforme ont été formulées au niveau international, aux États-Unis, au plan communautaire, au Royaume-Uni ou en France<sup>1</sup>.

Néanmoins, ces démarches sont encore insuffisamment coordonnées, ne se traduisent pas nécessairement par des décisions concrètes et font courir le **risque d'une nouvelle concurrence réglementaire comme d'un « gap » entre Europe et États-Unis**. En outre, à mesure que la situation des banques s'améliore, **des craintes émergent sur une application partielle des principes du G20 et un retour de pratiques contestables**, ainsi que l'illustre la polémique globale sur les « bonus », qui aux États-Unis pourraient atteindre cette année des niveaux supérieurs à ceux de 2007.

Avec l'annonce de la fin de la récession économique, **le sommet de Pittsburgh constitue sans doute la « dernière chance »** pour éviter que les mêmes causes ne produisent les mêmes effets. Le groupe de travail estime que le G 20 doit ainsi, outre l'approfondissement de la lutte contre les « paradis » bancaires et fiscaux, se concentrer sur trois axes : l'encadrement des incitations pour mieux intégrer le risque, le renforcement de la solidité des acteurs financiers, et l'amélioration de la transparence des marchés.

### A) Encadrer les incitations

La mise en place d'incitations individuelles rationnelles, qui récompensent la performance sans encourager la culture du « dopage » court-termiste, la formation de bulles d'actifs ni la « mévente » auprès des emprunteurs et épargnants, tend à revêtir un caractère d'ordre public. Elle suppose d'actionner conjointement les leviers de la rétribution de la performance réelle à moyen terme, de la responsabilité et de la transparence à l'égard des actionnaires et du marché. Les **pratiques de commercialisation** des produits d'épargne et les **rémunérations** des dirigeants et des opérateurs de marché sont principalement concernées.

1) Il est indispensable d'établir dans chaque État membre du G20 des **règlementations conformes à des principes internationaux d'encadrement des rémunérations variables des opérateurs financiers** (*traders*, commerciaux, conseils, gérants...) :

– prévoir un régime harmonisé de publication des rémunérations les plus élevées (50 ou 100, curseur à fixer) dans chaque établissement financier ;

– interdire les bonus annuels garantis quels que soient les résultats. A l'instar des éléments de rémunération variable et différée attribués aux dirigeants, il convient d'interdire toute distribution de bonus qui ne serait pas adossée à une performance mesurée par des critères précis ;

– indexer les rémunérations variables non seulement sur la performance individuelle, mais encore sur les résultats de l'entité opérationnelle et de l'entreprise ;

---

<sup>1</sup> Cf. annexe en fin de document.

– étaler sur au moins 3 ans une fraction au moins égale aux deux tiers de la rémunération variable, avec une clause de « *clawback* » (retenue ou restitution<sup>1</sup>) en cas de résultats négatifs ultérieurs, applicable rétroactivement à l'ensemble de la rémunération variable perçue ;

– dans un objectif d'alignement avec les intérêts de l'employeur, prévoir un paiement en titres plutôt qu'en numéraire et placer sous séquestre la rémunération étalée ;

– accorder un droit de regard et de veto de l'État sur les rémunérations des dirigeants des banques dès lors qu'il en assume le risque systémique ;

– donner aux autorités de contrôle prudentiel la base juridique pour prononcer des sanctions (surcharge en capital par exemple) en cas de non-respect de ces dispositions ;

– interdire tout mandat public avec les établissements financiers (nationaux ou sous contrôle étranger) qui ne se conforment pas aux nouvelles dispositions et en publier la liste.

2) Le régime légal d'implication des actionnaires sur les rémunérations des mandataires sociaux demeure hétérogène. Il importe de promouvoir un **régime d'information exhaustif** sur les différents éléments de rémunération, un **vote contraignant des actionnaires**<sup>2</sup> sur des résolutions individuelles et un vote sur le rapport de rémunération de l'exercice écoulé.

3) La crise actuelle étant en partie due à des abus dans la vente de produits et crédits, il importe – au-delà des simples obligations de documentation – **d'approfondir les principes déontologiques et d'organisation susceptibles de garantir une relation commerciale loyale, honnête et appropriée avec le client** (professionnel ou particulier, épargnant ou emprunteur). Les principes formalisés par la directive « Marchés d'instruments financiers » (MIF), déjà applicables en Europe depuis fin 2007, doivent être adoptés à l'échelle internationale, renforcés et étendus à tous les produits à caractère financier (prêts et assurances en particulier).

## B) Renforcer la solidité des acteurs

**La légitime recherche de la performance est indissociable de la mesure et de la maîtrise du risque**, particulièrement dans les institutions financières présentant un caractère systémique. La réforme des ratios prudentiels initiée par le Comité de Bâle – pour autant qu'elle soit appliquée de manière homogène, en particulier aux États-Unis – devrait notamment contribuer à accroître les exigences en capital réglementaire pour les activités les plus risquées, telles que la titrisation et la négociation pour compte propre. Dans la continuité de ses propositions précédentes, le groupe de travail recommande également de :

1) Renforcer la responsabilité et les obligations fiduciaires des dirigeants des institutions financières : dans le rapport annuel, **justifier et expliquer la méthodologie de quantification du risque**, et certifier (signature par le président et le directeur financier) l'exposition et le niveau d'endettement de l'institution par classe d'actifs.

---

<sup>1</sup> Qui constitue en réalité davantage une annulation de bonus qu'un véritable « *malus* ».

<sup>2</sup> Donc au-delà du vote consultatif (« *say-on-pay* ») récemment adopté aux États-Unis.

2) Exiger des principales banques qu'elles établissent un « **testament** » ou un « plan interne de crise », permettant de préciser, en cas de défaillance d'un établissement, les mesures de démantèlement et de restructuration et les modalités de recours aux actionnaires et aux créanciers.

3) Établir au niveau mondial, sous l'égide du nouveau Conseil de stabilité financière (CSF), des **lignes directrices** sur le « sauvetage » et la restructuration des banques défailtantes.

4) Relever de 5 % à 10 % puis à 25 % - soit un levier maximum de 4 – le **taux de rétention dans le bilan des actifs titrisés**, tel qu'il a été fixé par la directive 2008/191 modifiant les directives « fonds propres ».

5) Privilégier le réalisme dans la révision en cours des normes comptables internationales et combattre leur procyclicité, sans appliquer un « dogme » de la valeur de marché ni du coût historique. Il s'agit de contribuer à ce que **la norme de valorisation soit cohérente avec le niveau de liquidité de l'actif considéré** : valeur de marché pour les actifs liquides, moyenne mobile des cours des transactions comparables pour les actifs peu liquides ou temporairement illiquides, et coût historique pour les actifs durablement illiquides.

Il importe également de **garantir la légitimité de l'IASB** et de réaffirmer l'objectif de **convergence** entre normes américaines (US GAAP) et normes internationales (IFRS), pour autant que cette convergence ne soit pas source de volatilité des résultats.

6) **Harmoniser et pérenniser la démarche des « tests de résistance »** (« *stress tests* »), qui est en soi pertinente mais a été appliquée de manière imparfaite ou insuffisamment rigoureuse, en dépit d'efforts de coordination en Europe sous l'égide du CESB. Ces tests devraient être établis de manière semestrielle et rendus publics, selon une méthodologie homogène au niveau international, et prolongés durant la phase de sortie de crise, voire de manière permanente.

7) Inciter les établissements financiers à émettre des actions de préférence dont les droits de vote et le dividende augmenteraient avec la durée de détention.

Le groupe de travail s'est également interrogé sur l'opportunité et les modalités d'une séparation entre activités de marché d'une part, et de crédit ou de dépôt d'autre part.

### **C) Améliorer la transparence des marchés**

Dans un contexte de concurrence dégradée, des rentes de situation tendent aujourd'hui à se reconstituer au profit de ceux-là même qui ont une responsabilité dans la crise. De nouveaux risques de bulles apparaissent et **les exigences, formulées par le G20, de traçabilité et de connaissance exhaustive des flux financiers pourraient ne pas être respectées**. De même qu'un « système bancaire de l'ombre » a pu prospérer au détriment de l'économie réelle dans le hors-bilan, il est nécessaire de prévenir le développement de « marchés financiers gris » caractérisés par une faible transparence et un traitement non équitable de leurs participants.

1) Il est indispensable d'établir une position harmonisée au niveau mondial sur certaines pratiques de marché, en particulier en ce qui concerne les **produits dérivés sur l'énergie et les matières premières** et les **ventes à découvert** :

– afin de prévenir la formation d’une future bulle spéculative, les régulateurs doivent harmoniser leurs appréciations, pouvoirs et exigences de transparence sur le **trading des matières premières**, en particulier des instruments dérivés qui ont une vocation spéculative plutôt que de couverture sur des transactions avec livraison physique ;

– une réflexion internationale, et en premier lieu européenne, doit être conduite sur le **régime juridique des quotas de CO<sub>2</sub>** et des produits financiers qui leur seront associés, en vue d’aboutir à un cadre réglementaire commun ;

– concernant les **ventes à découvert**, il pourrait être envisagé d’aligner les modalités de suspension qui ont été décidées séparément par les régulateurs nationaux, d’interdire les ventes dites « nues » (sans emprunt du titre), de renforcer l’information du marché et de réintroduire au plan international l’« *uptick rule* »<sup>1</sup> qui avait été supprimée en 2000 par la SEC.

2) La **structuration du post-marché des instruments dérivés de gré à gré**<sup>2</sup> (OTC) est un enjeu déterminant de connaissance et de maîtrise des risques. Les États-Unis et les professionnels, par l’entremise de l’ISDA, ont cependant pris une certaine avance sur l’Union européenne.

Le groupe de travail réitère donc sa recommandation tendant à promouvoir la **standardisation** de ces contrats et à instaurer, dans les meilleurs délais, une **chambre de compensation européenne des instruments dérivés négociés de gré à gré**, en particulier des dérivés de crédit. Au sein de la zone euro, une telle chambre pourrait être gérée par la BCE, qui dispose déjà de l’expérience acquise avec Target II Securities, ou par rapprochement d’acteurs existants (en particulier LCH.Clearnet et Eurex). De même, il importe de généraliser les procédures de passation et de confirmation électroniques des transactions.

3) À moyen terme, la concurrence exacerbée entre marchés réglementés et plates-formes alternatives, qui se traduit notamment par une segmentation et une sophistication technique croissantes des services proposés (*dark pools*, réduction du « temps de latence », cotation à trois décimales, *flash trading*...), peut engendrer deux types de risques : une menace pour la transparence et l’intégrité des marchés (moindre qualité du processus de formation des prix) et un « accident » dû à une défaillance technique (risque opérationnel). **Il est donc nécessaire que ces risques soient dès à présent évalués aux niveaux européen** (par la Commission européenne et le Comité européen du risque systémique) **et international** (par le CSF et l’OICV).

4) L’Ecofin doit promouvoir la **révision des directives MIF et « Abus de marché »**, nécessaire pour renforcer la transparence sur les plates-formes électroniques, couvrir le champ des produits dérivés de gré à gré et limiter les risques de manipulation de cours ou de délit d’initié.

5) Enfin, le dialogue entre régulateurs sur les nouvelles **procédures d’enregistrement des agences de notation et des fonds spéculatifs** doit être renforcé, dans un objectif de reconnaissance mutuelle à brève échéance.

Paris, le 16 septembre 2009

---

<sup>1</sup> Soit la limitation des ventes à découvert aux seuls titres qui s’inscrivent en hausse.

<sup>2</sup> Soit les contrats d’échange sur défaut (CDS) et les dérivés sur actions, matières premières et taux de change.

## ANNEXE : LES PROPOSITIONS DE RÉFORMES DU SYSTÈME FINANCIER FORMULÉES AUX NIVEAUX NATIONAL ET INTERNATIONAL

– **Au niveau international** : exposé-sondage de l'*International Accounting Standards Board* (IASB) sur une réforme globale de la juste valeur ; travaux de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sur l'enregistrement des fonds alternatifs ; nouveaux standards mis en place par l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) pour les dérivés de crédit ; travaux du Comité de Bâle sur la stabilité bancaire, le risque systémique et les nouvelles exigences de fonds propres.

– **Aux États-Unis** : proposition de loi du Sénat sur l'enregistrement des *hedge funds* ; plan Obama-Geithner de refonte des autorités de supervision ; volonté de la *Commodities and Futures Trading Corporation* (CFTC) de mieux encadrer le marché des matières premières ; projet de loi sur le renforcement de la protection des investisseurs par la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ; réforme de la supervision des produits dérivés (partagée entre la SEC et la CFTC) ; propositions de la SEC sur le contrôle de la rémunération des dirigeants.

– **Au plan communautaire** : adoption du règlement sur l'encadrement des agences de notation ; lignes directrices sur le traitement des actifs à risque ; adoption des propositions du rapport Larosière sur l'architecture européenne de supervision ; proposition de directive sur les gérants de fonds d'investissement alternatifs ; actualisation des recommandations sur les rémunérations des dirigeants ; consultation sur la modification de la directive de juin 2006 sur les fonds propres ; consultation sur la révision des directives « Abus de marché » et « Prospectus » ; consultation sur le post-marché et la compensation des dérivés de gré à gré.

– **Au Royaume-Uni** : rapport de Sir David Walker sur la gouvernance des institutions financières ; Livre blanc d'Alistair Darling sur l'architecture de supervision (et contre-projet du parti conservateur) ; projet de réforme de la *Financial Services Authority* (FSA) sur la distribution des produits financiers ; code de la FSA sur les « bonus ».

– **En France** : évolution vers un modèle « *twin peaks* » de supervision par la création de l'Autorité de régulation prudentielle (fruit de la fusion de l'ACAM et de la Commission bancaire) et le repositionnement de l'AMF ; prolongation par l'AMF des mesures d'encadrement des ventes à découvert.