

LA RÉFORME FINANCIÈRE

L'approche américaine



Julien Bourgeois



David Harris



David Ansell



Olivier Dumas

Avocats associés, Cabinet Dechert LLP, Washington DC et Paris

Le Dodd-Frank Act est l'une des plus importantes réformes financières des États-Unis. Né de la crise de 2008, il rassemble de nombreux sujets laissés auparavant de côté par le législateur. Ses conséquences sont de grande ampleur pour tous les acteurs du monde financier, forçant les entreprises européennes à comprendre au plus vite les modalités contenues dans cet ensemble de textes.

Le quasi-effondrement des marchés de crédit en 2008 a été la menace la plus grave à laquelle le système financier des États-Unis ait été confronté depuis la Grande Dépression. Cette situation s'inscrivait dans une crise mondiale, mais repo-

sait également sur des facteurs spécifiquement américains. Les remèdes à cette crise ont été traités par le législateur américain à un niveau national, sans recherche d'un consensus international.

Le développement explosif du marché des crédits subprime s'est principalement concentré sur le territoire américain. L'effondrement de ce marché a révélé de graves lacunes dans leur système de régulation financière. Des faiblesses ont été mises à jour dans la réglementation des systèmes de notations de crédit, des *credit default swaps* et des autres produits dérivés, ainsi que dans la capacité des systèmes de compensation et de paiement à absorber les chocs. Les autorités américaines (le département américain du Trésor, le *Board of Governors of the Federal Reserve System* ou *Federal Reserve Board-FRB*) ont activement travaillé au rétablissement du bon fonctionnement des marchés de crédit, notamment au moyen de prises de participation, du rachat de titres de créances, et de la mise en place de facilités de crédit. Toutefois, ces actions ont reçu un accueil mitigé, car le renflouage de certaines institutions financières considérées comme trop grosses pour faire faillite (*too big to fail*), remettait en cause le principe de discipline de marché.

L'administration Obama et le Congrès ont donc entrepris de corriger cette situation à partir de 2009. Plusieurs lois furent ainsi proposées afin de répondre aux causes alléguées et aux effets de la crise fi-

La Volcker Rule

La Volcker Rule prévoit, sous certaines exceptions, qu'une « entité bancaire » ne doit pas exercer des négociations de marché pour compte propre ou acquérir ou conserver des intérêts, des liens en capital ou tout autre droit de propriété, dans un *hedge fund* ou un *private equity fund* ou promouvoir un *hedge fund* ou un *private equity fund*.

● Entité bancaire

La Volcker Rule définit l'entité bancaire au sens large afin d'englober tout établissement de dépôt bénéficiaire d'une garantie d'état (banque), toute société qui contrôle une banque, toute société qui est considérée comme une Bank Holding Company selon l'International Banking Act of 1978 (IBA) et toute filiale ou société affiliée d'une telle entité. L'IBA prévoit que toute banque non américaine qui détient une filiale ou une succursale aux États-Unis sera soumise à la réglementation bancaire américaine de la même manière et dans la même mesure que les BHC. En conséquence, la plupart des grandes institutions bancaires internationales qui ont des activités aux États-Unis sont susceptibles d'être considérées comme des entités bancaires au sens de la Volcker Rule.

● Négociations de marché pour compte propre

La Volcker Rule définit les « négociations de marché pour compte propre » (*proprietary trading*) de façon très large comme le fait d'effectuer des opérations sur le *trading account* (compte d'exploitation) de l'entité bancaire lors de l'acquisition ou la vente d'actions, de produits dérivés, de contrats à terme ou d'options sur ces instruments, ou tout autre instrument financier visé par les agences de régulation financière (*covered instruments*). À cet égard, la Volcker Rule définit le *trading account* comme étant un compte où les positions sont prises « principalement dans le but de vendre à court terme (ou avec l'intention de revendre afin de profiter des fluctuations

des prix à court terme) », tels que les investissements directs en capital.

● Hedge fund, private equity fund

La Volcker Rule donne une définition commune aux *hedge fund* et *private equity fund*, par référence à la réglementation américaine en matière de sociétés d'investissements. Cette définition très large englobe de nombreuses entités qui ne seraient normalement pas considérées comme des *hedge funds* ou des *private equity funds* au sens habituel. À titre d'exemple, les fonds français comprenant des investisseurs américains pourraient techniquement entrer dans le champ d'application de la Volcker Rule. Cette approche nouvelle génère une certaine confusion.

La Volcker Rule interdit ainsi aux entités bancaires non seulement d'investir dans des *hedge funds* et des *private equity funds*, mais également de les promouvoir. À cet égard, la Volcker Rule définit le terme « sponsoriser » comme étant le fait de :

- travailler en tant qu'associé commandité, gestionnaire, ou fiduciaire d'un fonds ;
- choisir ou contrôler la majorité des administrateurs, des fiduciaires ou des gestionnaires d'un fonds ;
- partager le même nom ou une variante du même nom avec le fonds.

● Les exceptions aux interdictions

Malgré le champ d'application très large de ces interdictions, la Volcker Rule contient toutefois une liste d'exceptions, qualifiées d'« activités autorisées ».

Deux exceptions devraient intéresser particulièrement les organisations bancaires non américaines qui exercent des activités en dehors des États-Unis. Brièvement, la loi prévoit que la FRB peut exempter les activités exercées principalement en dehors des États-Unis par des sociétés non américaines et les activités des sociétés qui n'opèrent pas aux États-Unis sauf de manière incidente à leurs activités internationales ou non américaines.

La Volcker Rule autorise les négociations de marché pour compte propre réalisées par des entités bancaires à condition que ces opérations aient lieu uniquement en dehors des États-Unis et que l'entité bancaire ne soit pas directement ou indirectement contrôlée par une entité bancaire américaine. La Volcker Rule permet également à une entité bancaire d'investir ou de promouvoir des *hedge funds* ou des *private equity funds* à condition qu'aucun droit de propriété dans ces *hedge funds* ou ces *private equity funds* ne soit offert à la vente ou vendu à un résident des États-Unis et que l'entité bancaire ne soit pas directement ou indirectement contrôlée par une entité bancaire américaine.

Bien que ces exceptions soient potentiellement très larges, l'obligation de réaliser des négociations de marché pour compte propre « uniquement » en dehors des États-Unis et le fait qu'aucun droit de propriété dans un *hedge fund* ou un *private equity fund* sponsorisé ne puisse être vendu à un ressortissant américain pourraient limiter la portée de ces exceptions pour de nombreuses institutions bancaires non américaines.

Un certain nombre d'autres activités permises par la Volcker Rule sont susceptibles d'intéresser les institutions bancaires non américaines. Par exemple, une exception permet aux organismes bancaires d'exercer certaines activités de couverture de risque ou de soutien de marché.

En ce qui concerne les activités de *hedges fund* et de *private equity fund*, la Volcker Rule permet aux entités bancaires de créer, de proposer des *hedge funds* et des *private equity funds* et d'exercer des activités qui pourraient constituer une promotion de ces fonds, si certaines conditions sont remplies. Par exemple, dans le cas où une entité bancaire fournirait des conseils en matière fiduciaire ou des conseils en investissement, le fonds devra être organisé et proposé uniquement dans le cadre de ces services.

nancière sur le système américain. Après un long processus politique, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* a été approuvé par le Congrès début juillet 2010 et signé par le président le 21 juillet 2010.

LA RÉGLEMENTATION DU RISQUE SYSTÉMIQUE

Un élément clé de Dodd-Frank est la création du Conseil de surveillance de la stabilité financière (Financial Stability Oversight Council) dont l'objet est :

- d'identifier les risques systémiques affectant la stabilité financière des États-Unis ainsi que les institutions financières comportant un risque systémique important (les *systemically significant institutions* ou SSI) ;
- faire des recommandations au FRB afin de remédier aux risques systémiques en supervisant la mise en place d'un système de surveillance renforcée pour les SSI ;
- de promouvoir la discipline de marché.

La création du Conseil est l'élément central de l'action du gouvernement américain pour rétablir la supervision du secteur des services financiers, secteur qui avait dépassé le cadre de la réglementation bancaire traditionnelle. Le Conseil n'est pas un régulateur traditionnel, mais un groupe dirigé par le secrétaire du Trésor et composé de membres issus du Trésor, de la FRB, des agences fédérales de régulation financière et d'agences de régulation financière de différents états.

Entités concernées

Les SSI comprennent tous les établissements bancaires (*bank holding companies* – BHC) dont l'actif consolidé s'élève à plus de 50 milliards de dollars (BHC importantes), y compris les institutions étrangères et des sociétés financières qui ne sont pas à proprement parler des banques, mais que le Conseil identifie comme comportant un risque systémique important (*significant nonbanks* – SNB). Une SNB est une société exerçant essentiellement des activités financières, dont les activités ou d'éventuelles difficultés financières constituent une menace pour la stabilité financière des États-Unis. Afin d'identifier ces entités, le Conseil est tenu de prendre en considération des critères tels que l'utilisation d'effets de levier et l'exposition à des risques hors bilan. La loi Dodd-Frank prévoit que les sociétés financières non américaines puissent être désignées comme SNB. Les critères qui s'appliquent dans ce cas sont centrés sur le poids de leurs activités aux États-Unis.

Champ d'application

Les SSI seront soumises à des normes prudentielles obligatoires prévues par la loi ou laissées à la discrétion de la FRB, que ce soit de sa propre initiative ou suite aux recommandations du Conseil. Les SSI seront aussi soumis à la supervision de la FRB.

■ Les normes obligatoires

Capital. Des normes relatives aux fonds propres et aux effets de leviers seront adoptées à l'égard des SSI. Elles seront plus strictes que celles qui s'appliquent à un BHC ou à une autre société financière et ne présente pas de risques systémiques. Dodd-Frank ne fournit encore que des indications limitées quant à ce que devrait être le contenu de ces règles. La coordination de ces normes avec les principes des accords de Bâle III est un sujet à suivre. Le FRB devra aussi adopter des règles concernant les niveaux de liquidités requis des SSI.

Concentration de crédit. Dodd-Frank impose aux SSI des limites à la concentration du crédit. Les SSI devront restreindre à 25 % de leur capital et réserves leurs risques de crédit vis-à-vis de sociétés non affiliées. Les SSI devront déclarer de manière périodique la nature et l'étendue des risques de crédit qu'elles supportent envers d'autres SSI ainsi que les risques de crédit qu'ont ces derniers à leur égard.

Plan de sauvegarde. Les SSI devront mettre en place un programme de sauvegarde et de traitement des difficultés en cas de défaillance ou de difficultés financières. Ces programmes, souvent dénommés « testaments » (*living will*), feront l'objet de déclarations périodiques au Conseil, à la FRB et à la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Ils devront :

- décrire la structure du capital, l'actif, le passif et les obligations contractuelles de l'institution ;
- identifier les garanties croisées et les principales contreparties ;
- définir un processus de suivi des actifs sous-jacents ;
- décrire la protection dont bénéficient les établissements dépositaires membres du groupe de la SSI bénéficiant d'une garantie de l'État au regard des risques encourus par ses filiales non bancaires ;
- inclure toute autre information qui pourrait être exigée par la FRB et la FDIC.

Sauvegarde accélérée. La FRB devra, en consultation avec le Conseil et la FDIC, établir des mesures de sauvegarde accélérées destinées à remédier aux difficultés financières d'une SSI afin de minimiser l'insolvabilité potentielle de l'institution et ses conséquences éventuelles sur la stabilité financière.

Gestion des risques. La loi Dodd-Frank établit des règles générales de gestion des risques applicables à certaines SSI cotées en bourse. Ces sociétés devront mettre en place un comité de gestion des risques, comprenant au moins un expert en gestion des risques ainsi qu'un nombre d'administrateurs indépendants jugé approprié par la FRB.

Stress tests. Chaque année, la FRB devra effectuer des stress tests des SSI afin d'évaluer leur capacité à absorber des pertes dans des conditions économiques défavorables. Ces stress tests seront probablement similaires à ceux effectués par la FRB au printemps 2009. En outre, chaque institution sera tenue d'effectuer ses propres stress tests semestriels.

■ Normes à la discrétion des régulateurs

Titres de quasi-fonds propres. Le Conseil doit examiner la faisabilité, la structure, les coûts et les avantages d'imposer l'émission de titres de quasi-fonds propres par les SSI. Il s'agirait de titres de dette qui peuvent être convertis en capital dans certaines circonstances afin d'absorber les pertes d'une institution. Après avoir soumis un rapport au Congrès sur ce sujet, la FRB pourra mettre en place une réglementation contraignante.

Dette à court terme. Le Conseil et la FRB pourront chacun prendre en considération les risques potentiels d'une dépendance excessive des sociétés financières aux dettes à court terme. La FRB pourra fixer des limites au montant des dettes à court terme accumulées par une SSI. Ici aussi, la coordination de ces limites avec les principes des accords de Bâle III sera un sujet à suivre.

Publicité. Afin de promouvoir la discipline de marché, le Conseil pourra recommander et la FRB pourra imposer aux SSI des exigences de publicité périodique. Cette publicité concernerait leur profil de risque, leur niveau de fonds propres et leur capacité de gestion des risques.

Menace sérieuse. Bien que le terme de « menace sérieuse » ne soit pas défini par Dodd-Frank, si le Conseil établit qu'une SSI en constitue une pour la stabilité financière des États-Unis et qu'une limitation à l'utilisation par cette institution de l'effet de levier est nécessaire afin de réduire ce risque, la FRB pourra restreindre le ratio de dette sur fonds propres à un montant n'excédant pas 15 pour 1. Si la FRB considère qu'une SSI constitue une menace sérieuse pour la stabilité financière des États-Unis, elle pourra, sous certaines conditions, restreindre les activités de l'institution ou lui demander de transférer ses actifs à des tiers.

■ Normes complémentaires

Outre ces normes, Dodd-Frank permet au Conseil et à la FRB d'imposer certaines contraintes supplémentaires aux SSI. Ils peuvent notamment imposer des obligations de déclarations supplémentaires ou des obligations d'accord préalable de la FRB aux projets d'acquisitions des SSI.

La FRB devra aussi adopter des règles établissant des critères permettant de ne pas soumettre au contrôle de la FRB certaines catégories de sociétés financières qui ne sont pas des banques.

L'application de ces dispositions nécessitera l'adoption de nombreux textes réglementaires. Le processus d'élaboration réglementaire a commencé en octobre 2010 et une consultation publique a déjà eu lieu.

RÉFORME DES PRODUITS DÉRIVÉS

La loi Dodd-Frank instaure également une réforme globale de la réglementation des marchés de dérivés de gré à gré afin de prévenir les crises financières futures, en imposant une transparence des marchés et des transactions et en réduisant les effets de leviers structurels et les risques systémiques. Elle apporte les modifications suivantes :

- elle impose un mécanisme de compensation des transactions boursières pour les contrats dérivés américains concernés ;
- elle réglemente les distributeurs de produits dérivés et autres intervenants importants du marché ;
- elle impose aux banques de filialiser certains de leurs métiers les plus risqués.

Ces changements affecteront vraisemblablement les acteurs européens principalement sur leurs activités *buy-side*. Les régulateurs ont un travail réglementaire important pour mettre en place ces mesures.

Compensation centralisée des opérations sur instruments dérivés

Dodd-Frank impose que toute opération américaine sur instruments dérivés passe par un « organisme centralisé de compensation », sauf quelques exceptions. Bien qu'il existe actuellement un système limité de compensation des *swaps* sur titres (*single name*) et sur indices, il est probable que les opérations de *swap* qui ont été au cœur de la crise financière devront passer par ce système. Le système de compensation comportera toutefois des exceptions limitées, sous certaines conditions, lorsqu'une partie à un contrat de *swap* est un utilisateur final qui a recours à des *swaps* afin de couvrir des risques commerciaux. Par ailleurs, la Securities and Ex-

change Commission et la Commodity Futures Trading Commission pourront aussi exempter certains *swaps* de l'obligation de compensation. Enfin, les parties à un contrat de *swap* traité en dehors de tout organisme de compensation (notamment certains contrats de *swaps* spécifiques) devront déclarer les détails de l'opération auprès d'un « référentiel de données *swap* ».

Les organismes de compensation imposent généralement des exigences relatives au niveau de marge. Les nouvelles conditions de marge vont probablement augmenter le niveau global des marges engagées dans les marchés, mais réduiront probablement les risques associés. Dans la mesure où les organismes de compensation s'interposent entre les parties, les intervenants sur le marché n'auront ni à examiner la solvabilité de leurs cocontractants, ni à fournir des garanties financières. Le risque de contrepartie sera réduit car les membres de l'organisme de compensation garantiront les paiements aux parties traitant avec l'organisme. Les organismes de compensation seront tenus de traiter tous les *swaps* soumis aux mêmes termes et conditions, comme étant équivalents économiquement et pouvant se compenser les uns les autres, ce qui devrait augmenter la liquidité du marché.

En outre, Dodd-Frank impose que chaque *swap* qui passe par un système de compensation soit négocié en bourse sur un comptoir d'échanges désigné comme un « marché de contrats » ou un « système d'exécution des *swaps* » où les multiples intervenants auront la possibilité de conclure ou de négocier des *swaps* en acceptant les offres et les propositions des autres intervenants. Bien que cela représente des défis importants en matière d'infrastructures et de fonctionnement du marché, cette exigence devrait avoir un rôle important dans le processus de détermination des prix.

Exclusion des *swaps*

Dodd-Frank cherche également à contraindre les banques à éliminer leurs activités de *swap* qui ne sont pas considérées comme étant des « activités de couverture ou des activités bancaires traditionnelles » en excluant la garantie d'état à toute banque dépositaire enregistrée auprès de la SEC ou de la CFTC en qualité de distributeur de *swap* ou d'intervenant important dans les *swaps*.

Si les banques souhaitent conserver la garantie d'état, y compris les avances faites par facilité de crédit de la FRB ou l'assurance FDIC, elles seront alors tenues d'exclure leurs activités qui ne respectent pas les obligations imposées par la SEC ou la CFTC. Ces activités

pourront être exercées par une filiale. Une banque ne sera pas tenue d'éliminer complètement son activité *swap*, mais devra justifier que les *swaps* restant dans ses registres sont destinés à couvrir le risque propre de la banque. L'objectif est que les banques se concentrent dorénavant sur des produits plus étroitement liés aux activités de prêt.

QUELQUES AUTRES DISPOSITIONS

Alors que la majorité des dispositions de Dodd-Frank est destinée à s'attaquer aux origines de la crise financière récente, cette loi contient également de nombreuses mesures qui sont simplement destinées à résoudre des problèmes qui n'avaient pas été jugés suffisamment importants pour être réglés dans une loi spécifique. Ainsi, certaines dispositions visent simplement à moderniser la réglementation applicable aux institutions financières et aux marchés. À titre d'exemple, la loi nouvelle impose aux gestionnaires d'investissements qui ont un certain nombre de clients américains ou qui gèrent un certain montant d'actifs américains directement ou par le biais de fonds d'investissements, de s'inscrire et de respecter la réglementation de la SEC, où qu'ils se trouvent dans le monde. Dodd-Frank fournit également de nouveaux outils de répression et de contrôle aux régulateurs américains, et comporte des dispositions visant à réglementer de nombreux produits financiers américains, de façon similaire aux produits destinés à la consommation.

Les institutions européennes devront s'impliquer

Dodd-Frank ayant été adoptée à marche forcée et avec un débat restreint, de nombreuses dispositions devront être clarifiées par voie réglementaire. À noter que les aspects internationaux n'ont pas réellement été pris en compte par cette loi et que de nombreuses dispositions s'appliquent au-delà des frontières des États-Unis. Les institutions françaises et européennes devront donc se familiariser avec cette loi afin de comprendre en quoi elle les concerne directement ou quelles en seront les conséquences sur leurs activités et pratiques commerciales. Elles devront aussi envisager de jouer un rôle actif dans le processus d'élaboration de la réglementation en cours à Washington, processus par ailleurs extrêmement transparent, en vue de sensibiliser les régulateurs américains à leurs préoccupations, et influencer leurs textes en amont. ■