

2009

Décembre

LES CAHIERS DU
CENTRE

Numéro 8

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions
Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Comité de rédaction

Arnaud DEPPEN

Marie-Jeanne MAILLOT

Jean-Jacques PERQUEL

Edouard SALUSTRO

Rédacteur en chef

Matthieu CARTERET

Secrétaire de la rédaction

Angela BARBOSA

a.barbosa@professionsfinancieres.com

* *

*

EDITORIAL

Matthieu CARTERET..... page 3

PERSPECTIVES ECONOMIQUES

Vers la fin des crises actuelles

Jean-Jacques PERQUEL..... page 4

INNOVATION FINANCIERE

Pourquoi par un dividende en obligation ?

Sophie JAVARY..... page 10

NORMES COMPTABLES

Intervention sur la Comptabilité

Sylvie MATHERAT..... page 13

RÉGULATION ET STABILITE FINANCIERE

Le contrôle exercé sur les acteurs des marchés financiers

Gérard RAMEIX..... page 17

Rémunération de dirigeants : erreurs comptables et récupérations politiques

Gérard VALIN..... page 20

Sortir de crises : la nouvelle réglementation de la finance mondiale sera-t-elle mise en vigueur ?

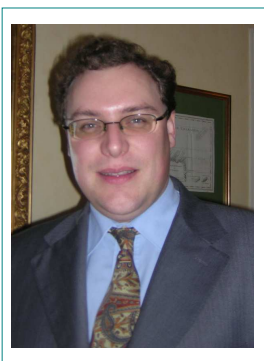
Ramon FERNANDEZ..... page 29

Chambres de compensation et risques systémiques : « il y a CCP et CCP »

Marie-Agnès NICOLET

Emmanuel de FOURNOUX..... page 36

Biographie :



Matthieu CARTERET; Consultant au Cabinet Audisoft Consultants spécialisé dans le conseil réglementaire et la gestion des risques, l'organisation et le pilotage de projets. Secrétaire général de la revue L'Année des Professions Financières, publication du Centre des Professions Financières. Ancien Secrétaire général et Administrateur du Club des Jeunes Financiers.

Etudes : Master 1 Economie financière, Université Paris-1 Panthéon-Sorbonne. Master 2 en Economie monétaire et bancaire, Université Paris-2 Panthéon-Assas.

Chers lecteurs,

Voici un numéro des Cahiers qui termine l'année 2009 sur une note d'espoir : « *Vers la fin des crises actuelles* ».

Mais, il ne s'agit pas simplement d'une note d'espoir, mais bien d'une tendance. En effet, les articles proposés dans ce numéro reflètent un sentiment d'amélioration du contexte économique et financier. Le discours et les thèmes traités par les auteurs ne parlent plus de crise, mais de reconstruction, d'encadrement et d'innovation du système financier :

- *Pourquoi par un dividende en obligation ?*
- *Intervention sur la Comptabilité.*
- *Le contrôle exercé sur les acteurs des marchés financiers.*
- *Rémunération de dirigeants : erreurs comptables et récupérations politiques.*
- *Sortir de crises : la nouvelle réglementation de la finance mondiale sera-t-elle mise en vigueur ?*
- *Chambres de compensation et risques systémiques : « il y a CCP et CCP ».*

* * *

Cela fait désormais 2 ans que « Les Cahiers du Centre » ont été créés. Je tiens à remercier l'ensemble des auteurs qui ont contribué aux 8 « Cahiers » diffusés durant ces deux années. Cette formule est pourtant bien sobre et quelque peu artisanale mais elle rencontre un grand succès grâce aux Membres du Centre qui n'hésitent pas à diffuser les Cahiers dans leur entourage. Je les en remercie. Enfin, merci aux Membres du Comité de rédaction et aux « Permanent du Centre », fidèles et engagés, qui font vivre la mission du Centre de « *Comprendre et faire comprendre les professions financières* ».

Bonne lecture et Bonnes fêtes de fin d'année

Vers la fin des crises actuelles



Biographie :

Jean-Jacques PERQUEL ; Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Aguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). **Œuvres** : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). **Décor.** : Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

Introduction

La crise économique est beaucoup plus ancienne que la crise financière. Dès l'Après-guerre, les Etats-Unis ont compris que dans un monde à vocation de concurrence internationale, les états occidentaux ne pouvaient pas lutter contre la production industrielle de pays à bas salaires et dénués de protection sociale. Ils ont cru trouver la solution dans le développement des services, en acceptant un accord tacite avec certains pays émergents, selon lequel leur déficit commercial serait compensé par des achats de titres du Trésor U.S. L'échéance d'une rupture certaine a été retardée par le « miracle informatique » des années 1993-2000 qui a donné pendant quelques années aux U.S.A l'illusion qu'ils pourraient à terme, grâce à l'innovation, rééquilibrer leur balance commerciale. La crise financière a balayé cet espoir. Elle a fait exploser le système et rendu inévitable la remise en cause des structures économiques mondiales.

Aussi avant d'établir des pronostics concernant l'avenir économique, il nous faut, une fois de plus, analyser la crise financière, les solutions envisagées, les difficultés d'application et essayer de voir si les mesures qui devraient être en définitive appliquées sont suffisantes pour ramener la confiance, assurer la reprise et permettre d'éviter une nouvelle crise de même nature.

Mais ensuite, ou conjointement, il faudra bien trouver des solutions pour résoudre la crise des déséquilibres commerciaux.

1) Analyse rapide de la crise financière.

Le système bancaire est fondamentalement biaisé puisqu'il prête des fonds qu'il a lui-même empruntés. Le « ratio Cook » avec un « Tiers One » de 4 % est parfaitement suffisant tant que le public a confiance dans ces banques. Le porter à 9 % est excellent si le public est persuadé que la confiance est à ce prix, il est insuffisant dans le cas contraire. La règle « too big to fail » est, par contre, largement efficace... à condition de s'appliquer. Le soutien des deux GSEs et d'A.I.G a été très bénéfique, l'abandon de Lehman Brothers une catastrophe majeure.

Si l'on compare les grandes crises 1837, 1890, 1930 et la crise actuelle, on s'aperçoit que dans tous ces cas il s'était créé, en dehors de la masse de fonds prêtés en contre-partie de biens réels, des opérations financières avec comme « couverture » des prêts, des dettes ou même des

avances sur produits dérivés. Dans les années 20, on avait inventé des « trusts » à plusieurs étages permettant à des porteurs d'un petit nombre d'actions d'avoir le contrôle d'entreprises. Leur fortune apparente provenait d'un « corner boursier » réalisé à peu de frais, grâce à la détention de quelques actions de l'ultime société (la petite-fille ou même l'arrière-arrière – petite-fille) elle-même cotée. Dans la crise actuelle, il suffit de penser que la masse de produits dérivés hors cote était fin 2008, après une légère baisse, de 590 trillions de \$, soit 20 fois le Revenu Mondial, mais encore en hausse de plus de 10% par rapport à la fin 2007. Bien plus le montant des CDSs, leur forme la plus dangereuse, atteignait 60 billions de \$ et après un « netting » peut-être nécessaire, 32 billions seulement.

Il y a donc un effet de contraction d'activité, c'est-à-dire de réduction brutale du MV d'Irving Fisher (M étant la masse monétaire et V la vitesse de rotation de la monnaie). On peut l'analyser soit comme une perte de confiance des banques à l'égard de leurs confrères (à la suite de la faillite de Lehman Brothers) entraînant chez les banquiers un désir de conserver une épargne liquide importante (ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie) soit une dévalorisation des produits dérivés et en particulier des CDSs provoquant une diminution sensible de la masse monétaire (si l'on inclut dans un M4 la part monétarisée des produits dérivés).

2) Les thèses en présence :

Dans les années 30, deux thèses se font jour. Celle des libéraux, exposée par Lionel Robbins (The Great Depression 1934) pour qui l'Etat ne doit pas intervenir, le marché s'épurera tout seul, la reprise aura lieu dès que « le marché sera assaini ». Cette analyse ne tient pas compte des dégâts humains dus à la crise. A contrario John Maynard Keynes (General Theory 1936) tient compte du facteur humain et, acceptant d'intégrer le caractère « actif » de la monnaie, propose de combattre la diminution du MV par une augmentation de la masse monétaire au risque d'être à terme inflationniste. On pourrait penser qu'il existe à l'heure actuelle un consensus d'analyse de cette crise, mais en fait, chaque économiste a une solution et on s'est trouvé assez démuni le jour où la crise actuelle a commencé. Les deux thèses ont réapparu. Robert Lucas, prix Nobel 1995, a défendu la première thèse. Il a été soutenu dans cette conception par les Républicains (même des libéraux comme John McCain), la presse et le public convaincus que le sauvetage de Bear Sterns entraînerait de nouveaux impôts. Le résultat a été la liquidation de Lehman et une aggravation considérable de la crise financière. La thèse inverse a été défendue par des prix Nobel comme Robert Solow et Paul Krugman mais surtout par le Gouverneur de la Federal Reserve Ben Bernanke qui a incité les présidents Bush et Obama à prendre des mesures pour limiter les difficultés dues à cette résorption de MV.

3) Les solutions adoptées :

Elles sont de deux styles, la baisse du loyer de l'Argent et l'augmentation de la masse monétaire utile.

Progressivement les taux ont été réduits. Les Etats-Unis les ont fait passer à 0-0,25% tandis que la Banque Centrale Européenne s'est limitée à 1 %, mais il semble que ces taux soient inférieurs à la limite de la « trappe » de liquidité et soient relativement peu efficaces. Malgré cela, certains membres de la Federal Reserve proposent cependant de rendre le taux de base négatif à hauteur de 5 % pour obliger le public à utiliser son épargne dans des placements à moyen ou long terme car une expérience similaire tentée en Suisse avait donné de bons résultats.

L'augmentation de la masse monétaire peut se faire de deux façons, soit par des déficits budgétaires, soit en utilisant la « planche à billets ».

Pour faire face à la crise actuelle les deux méthodes ont été utilisées :

Dans le premier cas, on mobilise l'épargne interne et, si possible, celle des étrangers par des appels de fonds créant des déficits très supérieurs à ceux que l'on a connus (13% en Amérique, près de 7 % en France de 3% en Allemagne). Pour réduire ces déficits on peut faire appel à l'impôt, mais les taux de prélèvement sont tels que cela pourrait aggraver, dans un moment difficile, l'impopularité des gouvernements.

L'augmentation de la masse monétaire peut également se faire par une création monétaire de la Banque Centrale, achetant soit des fonds d'états soit d'autres actifs. Ainsi le bilan de la Federal Reserve a augmenté de 120% en un an, celui de la Banque Centrale Européenne de 30%, elle s'est refusée jusqu'à présent à acheter des fonds d'états, vu la difficulté de faire des choix entre les pays d'Europe, la Banque d' Angleterre a acheté 125 milliards de Livres de « Guilts » soit 15 % de la dette publique à long terme etc.

Ces politiques ont été menées sur une très large échelle dans la plupart des pays. Ainsi la Chine semble préparer un deuxième plan de relance après un premier de 500 milliards de dollars, quant à l'Angleterre, elle a déjà fait un plan de 70 milliards de Livres, le Japon a lancé en Avril un deuxième plan portant sur 115 milliards d'euro, soit 2% de P.I.B. qui s'ajoute au 3% déjà voté dans le premier plan etc.

La réunion du G20 en septembre dernier à même décidé de réanimer les Droits de Tirage Spéciaux (S.D.Rs) émettant ceux-ci à hauteur de 250 milliards de dollars dont 18% pour les pays émergents.

D'un point de vue qualitatif, il faut distinguer :

- a) les apports faits aux banques pour faire face à leurs pertes et renforcer leurs fonds propres (Plan Troubled Assets Relief, Programme T.A.R.P aux USA, apport français de 22 milliards pour améliorer les ratios Cook des banques, nationalisations de Black Rock, de la Royal Bank of Scotland, R.B.Set du Lloyds Banking Group en Grande-Bretagne, de Hypo Real Estate en Allemagne, de Fortis au Benelux, etc) ;
- b) les aides aux banques pour éponger leurs actifs toxiques (plan Term Asset-Backed Facility T.A.L.F aux USA, bad banks allemandes etc.)
- c) les aides à l'industrie (General Motors par exemple.)

4) L'état actuel

Il est marqué par un certain retour de la confiance, peut-être exagéré mais qui s'accompagne de mesures pour le moins critiquables.

- a) Aux U.S.A., la confiance revient. Les «Stress Tests» ont montré qu'en partant de certaines hypothèses assez logiques il y avait une limite aux risques bancaires. L'abondance d'argent sur les marchés a permis à la plupart des banques de faire face à leurs difficultés et même pour certaines d'entre elles de rembourser par anticipation leurs emprunts T.A.R.P. Les Hedge Funds retrouvent des fonds passant de 1.200 milliards à 1.430 en juin 2009 (certes assez loin encore des 1.900\$ de 2008). L'immobilier U.S. se stabilise à peu près. La reprise se développe en Asie. Quant à l'Europe, on sent des frémissements en Angleterre et même en Allemagne où l'indice de confiance s'améliore depuis deux mois

profitant au maximum des mesures non conventionnelles de la B.C.E. (60 milliards d'Euro), mesure que son Ministre des Finances critique régulièrement.

- b) Mais ce retournement de l'opinion fait un peu peur, car il y a des échéances un peu inquiétantes. Aux Etats Unis, le problème des contrats sur actifs commerciaux CMBSs fait planer une menace sur l'économie. En outre, les débits sur cartes de crédit (10% de non paiements pour la Citibank par exemple) font planer une menace pour l'avenir car le montant des « défauts » a tendance à croître avec le développement du chômage qui, pour le moment, ne se ralentit pas.

En France, les échéances de Leverage Buy Out, L.B.Os, sont une épée de Damoclès sur notre économie. On estime à 60 milliards d'Euro, le montant des dettes de L.B.O.s et on évalue la perte à 28 milliards. (l'Afic évalue la perte possible à seulement à 20%)

- c) Un certain nombre de décisions dont l'origine remonte à l'Avant-Crise sont une menace pour l'avenir. Le développement de plates-formes informatiques M.T.F.s, encouragé par la directive M.I.F, a pour effet de multiplier les marchés et de réduire les ordres qui peuvent venir sur les marchés réglementés, obligeant même ceux-ci à créer des plates-formes en concurrence avec leur principale activité. En outre se créent de nouvelles entités, les « black boxes », qui pratiquent l'anonymat des transactions en contradiction avec les principes de transparence évoqués par les Politiques de tous les partis.

En outre, on donne aux banques le droit d'internationaliser leurs ordres et en même temps d'en faire la contrepartie ce qui va avoir un effet important sur la liquidité des marchés alors que l'on voudrait la développer.

Sous le prétexte de « défense de la liquidité » on dévitalise les marchés organisés au profit d'une spéculation, celle des « fast trades » qui représentent maintenant entre 50 et 70 % de l'activité des marchés. Jusqu'à présent, cette activité était aidée en Angleterre par des taux de courtage réduits. Ceux-ci sont actuellement remis en cause. Cette activité est pratiquée par des grandes banques qui désirent pouvoir répondre rapidement aux désirs de leur clientèle et par des maisons secondaires qui utilisent cette technique pour faire du « scalping » ; elles essaient de deviner par des ordres « flash » quels sont les ordres importants des institutionnels, et passent alors des ordres si rapides qu'ils précèdent les achats repérés et revendent les titres ainsi achetés plus chers aux donneurs d'ordres sérieux. Les ordres « flash » sont des ordres fictifs passés sur les marchés pour tester la tendance et annulés dès que l'opérateur se rend compte qu'il pourrait trouver une contre-partie. Le Sénateur Démocrate Schumer a d'ailleurs demandé l'interdiction des ordres « flash ».

Enfin se développe un marché très important de produits spéculatifs traité exclusivement O.T.C, celui des C.F.Ds lancé en France par IGMarket et Saxo Banque et développé par Bourse Direct, Fortuneo et Cortal Consors. Ces produits, portant sur des indices, des matières premières, des valeurs mobilières et des devises, permettent à des apporteurs de faire des opérations avec un effet de levier qui peut atteindre un multiple très élevé de la somme employée.

5) Les solutions envisagées :

Elles portent sur des mesures prises par les opérateurs de marché et sur des projets politiques qui se heurtent à des intérêts privés défendus par des Lobbies.

- a) Pour faciliter la gestion des Dérives de Crédit, les Autorités de Marché cherchent à obtenir que les produits dérivés soient standardisés et passent par une chambre de compensation. Il s'en crée plusieurs autour de la D.T.C.C américaine, du Chicago Mercantile Exchange, (C.M.E.) et en Europe de LCH.Clearnet et d'Eurex. Cela devrait

permettre de réduire les coûts et surtout protéger les opérateurs contre le « risque de contrepartie ».

Un autre problème, moins important économiquement, a provoqué une réaction psychologique extrêmement forte, l'existence de salaires anormaux surtout dans les banques qui avaient besoin de l'aide de l'Etat. L'argument utilisé par ces sociétés était la peur de « distorsions sociales ». L'Angleterre propose de résoudre ce nœud gordien en imposant à 50 % les revenus au delà d'un certain montant.

b) Les autres réformes sont plus difficiles à réussir.

Ainsi, en Europe, le rapport La Rosière devrait permettre de structurer les contrôles du secteur bancaire en confiant sa gestion à la BCE à l'instar du système français de « Commission bancaire » qui s'est révélé très performant. Par ailleurs, l'Europe s'efforce d'améliorer la responsabilisation des intermédiaires et la transparence des opérations. Elle propose d'obliger les banques pratiquant des opérations de titrisation de conserver 5 % du montant en garantie de bonne fin et voudrait que les fonds ne puissent se commercialiser en Europe que s'ils y ont leur siège. Ces mesures se heurtent à une forte opposition anglaise qui voit en elles des contraintes insupportables.

Aux Etats-Unis le Président Obama essaie de faire passer un certain nombre de réformes :

- Modification de la structure des Organismes de contrôle (Disparition du « Comptroller of the Currency » création d'une Commission pour protéger l'actionnariat privé
- Renforcement des pouvoirs de la Fed, etc),
- Contrôle des organismes non-bancaires faisant des opérations financières,
- Enregistrement des Hedge Funds etc.

De même Gary Gensler Président de la C.F.T.C, veut limiter les excès de spéculation sur les marchés de matières premières et en particulier le gaz naturel et le pétrole en empêchant des opérateurs de détenir un pourcentage trop important de leurs produits dérivés. Mais toutes ces mesures se heurtent à l'opposition d'une coalition de Républicains et de Démocrates de Droite

Conclusion

Au total on peut dire que la crise financière a considérablement aggravé la crise économique, mais on peut penser qu'elle est en voie de résorption. Cependant, sans aller jusqu'à l'analyse de Paul Krugman qui a vu dans cette crise le moyen de corriger le système capitaliste, on peut quand même craindre que les mesures envisagées ne soient ni suffisantes, ni réalisables devant l'importance des oppositions rencontrées.

Mais, même si on a une vue optimiste de la crise financière, on ne peut pas dire que la crise économique qui est structurelle soit facile à résoudre. Dans une optique théorique, on peut concevoir qu'une amélioration des conditions de vie en pays émergent permette des rééquilibrages de balances des comptes mais dans la pratique cela ne peut se faire qu'à assez long terme. Aussi la solution, si critiquable soit-elle, réside dans un retour au protectionnisme. Cette évolution est même déjà commencée. Un mois après le G20 qui condamnait les restrictions à l'importation, la World Bank décelait que 17 membres de cette réunions avaient adopté 47 mesures de restriction des échanges.

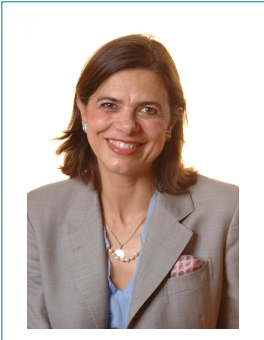
La Chine elle même, malgré une balance des comptes très bénéficiaire a renforcé ses contrôles sur les produits alimentaires interdisant en particulier le porc irlandais. Chinois et Américains développent une politique «buy Chinese» et «buy American». Peut-être devrait-on revenir à l'idée défendue par Keynes à la conférence de Bretton Woods selon laquelle il faut autant pénaliser les pays à balance commerciale positive que ceux qui sont déficitaires,

car le protectionnisme porte en lui un danger d'inflation beaucoup plus proche que celui que l'on s'évertue à lier à une augmentation de la masse monétaire dont on ne peut pas dire (avec Krugman) qu'elle soit suffisante. De nouveaux G20 sont utiles s'ils aident vraiment à résoudre les 2 crises actuelles.

* * *

Pourquoi pas un dividende payable en obligations ?

Biographie :



Sophie Javary ; est associé-gérant chez Rothschild en charge du conseil en financement et en restructuration de dettes.

Diplômée d'HEC, elle a commencé sa carrière dans le crédit chez Bank of America puis à la banque Indosuez ; de 1989 à 1993, en qualité de responsable de l'origination des émissions d'actions internationales. Elle a rejoint Rothschild en 1994 pour y développer l'activité marché primaire actions menée de 1996 à 2007 à travers ABN AMRO Rothschild, une joint venture avec ABN AMRO. Elle possède donc une grande expérience des marchés de capitaux ayant mené de nombreuses privatisations et IPOs pour des entreprises telles qu'EDF, Mercylis, Korian, Nexity, ainsi que des restructurations de LBO et des montages de dettes innovants. Son activité actuelle l'amène à conseiller des entreprises de toute taille dans leurs enjeux de financement.

Le contexte du financement par dette des entreprises a été profondément modifié dans l'ensemble de l'Europe par le *credit crunch* de l'automne 2008 et la dislocation - loin d'être terminée - du paysage des banques en Europe. Même les emprunteurs les moins fragiles ont compris qu'ils ne pouvaient plus compter sur une relation durable avec leurs banques prêteuses. De leur côté, les banques hésitent à augmenter leur activité de prêts compte tenu des très fortes incertitudes quant à l'évolution future de leur régulation en matière de fonds propres (imposition d'un effet de levier).

Les directions financières des entreprises vont, de ce fait, devoir structurellement modifier le mode d'approche de leurs financements. Elles vont n'avoir d'autre choix que de faire appel beaucoup plus largement que par le passé aux marchés de capitaux de dettes. Le phénomène de désintermédiation du crédit aux entreprises va, de ce fait, s'accroître. On estime qu'en Europe 80% du financement des entreprises relève du système bancaire et 20 % du recours au marché de capitaux. Aux Etats-Unis, la proportion est inverse : les entreprises ne se reposent pas sur les banques pour se financer, elles placent leur dette auprès d'investisseurs institutionnels. Il apparaît inévitable qu'après cette crise, les entreprises françaises et européennes vont devoir et vouloir équilibrer leurs sources de *funding* et s'adresser aux marchés de capitaux, obligataires ou placements privés.

Cette année, cette tendance est déjà fortement à l'œuvre, pour les plus grandes entreprises et ce de façon impressionnante. Depuis le début de l'année 2009, 390 Mds € ont été levés par des entreprises européennes non financières sur le marché obligataire européen, soit 2,5 fois le volume de 2008. En même temps, les conditions de ces levées de fonds, très onéreuses en début d'année (Saint Gobain émet alors à 8,25%, une marge de 525 points de base) n'ont fait que baisser à la faveur d'un retour à la normale des appréciations des crédits (la même marge pour St Gobain est de 120 points de base en décembre 2009). Ces émissions obligataires ont été très fortement sursouscrites. Les investisseurs ont connu de très fortes performances sur leurs portefeuilles obligataires (16% environ cette année), ce qui va sûrement encore attirer les investisseurs institutionnels, les gestions privées et les particuliers fortunés vers cette classe d'actifs, jugée moins volatile que les actions dans un contexte d'inflation maîtrisée à court terme.

Pour les entreprises plus moyennes ou moins bien notées, l'accès à ce marché se ré-ouvre petit à petit et laisse entrevoir de vraies possibilités de financements alternatifs au financement bancaire. Cette voie est plus coûteuse que les anciens prêts bancaires, mais équivalente aux conditions des nouveaux. Elles offrent des durées plus longues et exigent moins de contraintes en terme de covenants que les banques. Ainsi, le marché du haut rendement (*high yield*) a permis de lever 24Mds d'euros depuis septembre 2009 en Europe : il y existe des investisseurs spécialisés, et pour des tailles d'émission supérieures à 200 millions d'euros, un vrai potentiel de diversification du financement. On voit également se créer en Europe des formules de placements privés de dette auprès d'investisseurs et de banques de taille moyenne. Ceci donne à penser que des fondations assez solides existent pour que le marché obligataire offre aux entreprises grandes et moyennes les maturités longues qu'elles recherchent et l'alternative absolument nécessaire au financement par le système bancaire.

Ce contexte nouveau impose à l'ensemble des acteurs de ce marché, investisseurs, émetteurs, banques-conseil ou intermédiaires, de réfléchir aux voies et moyens permettant à la fois de favoriser ce courant et de le dynamiser. Or, pour le dynamiser réellement de façon solide, il faudra accroître l'intérêt des épargnants pour le produit obligataire émis par les entreprises soit via l'investissement direct (probablement pour les risques les meilleurs) soit par le biais d'instruments collectifs. La créativité, l'innovation seront nécessaires pour favoriser ce mouvement afin que la rareté du crédit bancaire ne bride pas les entreprises moyennes et l'investissement.

EDF a ouvert une voie de créativité de façon magistrale en juin 2009 en montant et faisant collecter avec succès un emprunt obligataire destiné exclusivement aux particuliers français : 3,2 Mds€ à 5 ans portant coupon à 4,5%. L'objectif initial de 1Md€ de collecte a été largement dépassé et 270 000 particuliers souscripteurs ont répondu présent. Il est étonnant que d'autres émetteurs n'aient pas suivi. Ceci s'explique sans doute par la réticence des banques à réseau de placer ce genre de produits. Mais, pour de grandes marques, possédant un actionnariat populaire établi, il y a moyen de capitaliser sur leur notoriété en s'adressant à ce public et en saturant moins les lignes dont l'émetteur dispose chez les institutionnels. EDF fera sans doute des émules à terme.

Une autre voie d'innovation pourrait être le paiement du dividende : pourquoi ne pas prévoir de le payer en obligations ? Les entreprises françaises cotées ont généré en 2008 une masse de 80 Mds€ de bénéfices (CAC 40 + Next 20) dont environ 25 Mds€ ont fait l'objet de distribution de dividendes. Dans les incertitudes conjoncturelles actuelles et dans un environnement de financement nettement plus tendu, la question se pose légitimement de savoir si l'intérêt de l'entreprise ne serait pas de baisser, voire de supprimer, la distribution de dividendes afin de conserver les fonds distribués dans l'entreprise. Cet argument se trouve renforcé en cas de conjoncture déprimée des cours de bourse. Le soit disant « parachute » formé par une telle distribution ne fait pas souvent de différence en termes de valorisation. Mais les entreprises hésitent - et elles ont raison - à couper facialement le dividende tout en souhaitant ne pas être obligées de le distribuer en numéraire.

La mesure imaginée ici consiste à ajouter ainsi au mécanisme ancien de réinvestissement des dividendes en actions un mécanisme de réinvestissement des dividendes en obligations.

En fait, aucune adaptation juridique n'est nécessaire pour cela. Toute entreprise cotée peut offrir une option aux récipiendaires de ses dividendes de réinvestir les sommes reçues en titres obligataires émis par l'entreprise. Les épargnants auxquels on offrirait cette option devraient répondre favorablement s'ils comprennent que l'entreprise, dont ils connaissent et apprécient

la performance, a intérêt à conserver les sommes en question. Les titres obligataires remis seraient cotés en bourse et liquides ; ils porteraient intérêt aux mêmes conditions de marge et de coupon que celles du marché obligataire de référence pour cet émetteur (peut-être avec un petit supplément d'incitation).

Une telle mesure serait peu coûteuse, pourrait répondre à la nécessité de financement des entreprises françaises et peut être construite rapidement (mais en temps et en heure pour les AG de mai-juin 2010) sans aucune nécessité de modifications législatives ou réglementaires.

Un certain nombre de règles fiscales incitatives pourraient à cette occasion constituer une incitation pour les porteurs français : absence d'imposition sur ces dividendes (ou d'imputation dans le plafond), absence d'imposition des coupons ou fiscalité incitative (prélèvement libérateur inférieur) sur la durée de ces emprunts. Cette incitation fiscale pourrait aussi consister à admettre les titres obligataires issus de ce mécanisme à l'éligibilité au PEA (rappelons que l'emprunt Balladur avait, en son temps, été éligible au PEA).

Sur le plan pratique, il serait d'autant plus naturel et facile à un émetteur de proposer cette option qu'il possède déjà une souche d'emprunts similaires déjà cotés sur Euronext Paris ou émet en même temps une opération de même nature de façon simultanée.

Voilà quelques idées mais d'autres verront le jour, espérons le. Elles devront avoir pour but de promouvoir le retour à un marché d'épargne directe investie dans la dette aux entreprises et de mobiliser les réflexions afin de lever la contrainte de limite du financement bancaire aux entreprises. Notre économie aura besoin de cette mobilisation pour que les entreprises puissent trouver une capacité à lever de la dette nouvelle sur les marchés et arrivent à se financer hors des banques. La reprise des investissements et la croissance future pourront ainsi s'appuyer sur des circuits de financement solides hors du soutien actuel, assez artificiel, de l'argent public.

* * *

*Intervention sur la comptabilité**– Cercle de l'Union Interalliée –**17 novembre 2009*

Bibliographie :



Sylvie MATHERAT : Diplômée en droit (maîtrise de droit et de sciences politiques en 1985, *Institut d'études politiques de Paris* en 1983); la Société Générale en qualité d'inspecteur avant d'entrer à la Banque de France (1986); Chargée des opérations de titrisation dans le département finance de Paribas (1993); Adjointe au chef du service des établissements financiers spécialisés et des sociétés d'investissement à la Commission Bancaire où elle a été nommée chef du service des études bancaires (1997); Directeur adjoint de la Surveillance générale du système bancaire (2004), coiffant les services des affaires internationales, des études comptables et de la réglementation; Directeur de la Surveillance générale du système bancaire (juin 2006); Directeur de la Stabilité financière à la Banque de France (octobre 2007); Membre du Comité de Bâle, elle préside son groupe de travail sur la comptabilité (Accounting task force); Membre du CGFS (Committee on the Global Financial Systems), chargé de la surveillance des marchés financiers; Membre du Comité de surveillance bancaire de la Banque centrale européenne et préside l'un de ses deux principaux groupes de travail.

1) Le rôle de la comptabilité dans la crise

La comptabilité n'est pas responsable de la crise. Le rôle de la comptabilité dans la crise ne doit pas être surestimé, d'autres facteurs ont été à l'origine de la crise : en premier lieu, la prise de risque excessive par certains établissements financiers (notamment les subprimes aux USA), le système de rémunération interne aux banques qui a favorisé les opérations dégagant des profits sur le court terme, certaines incitations prudentielles qui ont pu favoriser des opérations spécifiques (opération de titrisation), l'excès de liquidités qui a suscité l'apparition de bulles financières/bulles immobilières

La comptabilité a cependant joué un rôle dans la propagation et l'accélération de la crise ; la fair value a notamment été mise en cause.

- La fair value permet de dégager des résultats non réalisés sur les instruments financiers, sans tenir compte du résultat final au débouclage de l'opération. Le système de rémunération des banques fondé sur cette comptabilisation incite les opérateurs à privilégier l'apparition de profits de court terme.
- En cas de marché fortement perturbés, la fair value n'a plus été en mesure de valoriser de façon satisfaisante les instruments financiers ce qui a entraîné une volatilité excessive des résultats et une spirale de dépréciations dans les bilans des banques (effet de contagion).
- La justification de la fair value n'est pas évidente lorsque le détenteur de l'instrument ne souhaite pas le céder. La FV a pu conduire à une instabilité des bilans sans justification économique.

- Pour les instruments de passif, la détérioration du risque de crédit d'un émetteur se traduit par un gain lors de la mesure à la FV. Ce résultat contre-intuitif est une des conséquences négatives de l'usage de la Fair Value pour certains instruments de passif.

2) Les demandes du G20

Le G20 de Londres du 2 avril 2009 a été décisif sur les sujets de stabilité financière : communiqué spécial sur le renforcement du système financier.

- Rôle accru du Conseil de Stabilité Financière, renforcement des normes prudentielles, système de rémunération (bonus, paradis fiscaux).
- Une partie entièrement consacrée à la comptabilité :
- La mesure à la fair value comme moyen de valorisation est réaffirmée, néanmoins la valorisation des instruments financiers doit également prendre en compte la liquidité des instruments et l'horizon de détention de ces derniers
- D'ici la fin de l'année 2010, les normalisateurs comptables (IASB, FASB) doivent traiter des problèmes suivants :
 - simplifier la comptabilité des instruments financiers ;
 - améliorer le système de provisionnement de l'activité de prêts, en favorisant l'émergence d'un provisionnement prospectif ;
 - améliorer la prise en compte des opérations hors-bilan ;
 - traiter effectivement des incertitudes dans la valorisation des instruments (notamment quand il n'y a pas de marché et que les valorisations résultent de modèles mathématiques) ;
 - favoriser la coopération entre normalisateurs comptables et autorités prudentielles ; l'IASB, le normalisateur international est notamment incité à formaliser cette collaboration lors de la révision de sa constitution actuellement en cours ;
 - enfin, l'IASB comme le FASB doivent progresser pour aboutir à l'élaboration d'un référentiel commun de normes comptables de qualité (single set of high quality global accounting standards) d'ici à juin 2011.

La réunion des ministres des finances de Londres 4-5 septembre a réaffirmé les objectifs assignés à la comptabilité pour rendre le système financier plus robuste et surtout éviter des distorsions de concurrence :

- les points les plus importants : la convergence des normes comptables IFRS et US GAAPs, le provisionnement des prêts, les expositions hors-bilan (projet consolidation-derecognition); la dépréciation et la valorisation des actifs financiers

Le comité de Bâle pour la supervision bancaire a édicté en août 2009 des principes directeurs devant présider à la réforme de la comptabilisation des instruments financiers. Ces principes ont été avalisés par le G20 des ministres de finances des 4 et 5 septembre à Londres. Le comité de Bâle s'est montré partisan d'une limitation de l'utilisation de la Fair Value.

3) Les actions concertées IASB/FASB

La volonté d'harmoniser les normes comptables IASB FASB, notamment sur les instruments financiers, est antérieure à la crise financière.

Février 2006 : premier protocole entre IASB/FASB définissant les projets à réaliser en commun sur la période 2006-2008 : notamment consolidation, application de la Fair Value, définition des capitaux propres.

Septembre 2008 : nouveau protocole d'accord. Sous la pression de la crise financière d'autres projets ont été ajoutés : remplacement de la norme sur la comptabilisation des instruments financiers, présentation des états financiers, opérations de leasing, derecognition (sortie d'opérations comptabilisées au bilan).

Les deux normalisateurs comptables ont réuni un comité d'experts (le Financial Crisis Advisory Group) pour les guider dans les actions à mener en réponse à la crise financière. Le rapport du FCAG a été publié en juillet 2009 et comporte une série de recommandations.

Communiqué IASB/FASB du 5 novembre 2009 faisant le point sur les actions communes :

Objectif final pour l'adoption d'un référentiel harmonisé de normes applicables aux instruments financiers : **Juin 2011** (adoption ne veut pas dire mise en application immédiate des normes).

- **Instruments financiers :**

- **Projet IASB** : 3 phases (norme attendue pour fin 2010)

- Phase 1 : **classification and measurement** : norme publiée 12/11/09
- Phase 2: **impairment**: projet publié le 5/11/09: période de consultation 8 mois, mise en place d'un comité d'expert pour traiter des problèmes opérationnels. Volonté affichée d'évoluer vers un modèle de provisionnement prospectif sur la durée de vie des prêts. La prime de risque qui figure dans le taux d'intérêt ne devrait plus être considérée comme un revenu d'intérêt mais comme une prime à conserver dans un compte de provisions pour couvrir des pertes futures.
- Phase3 : **hedging** : premier projet attendu début 2010 : simplification attendue.

- **Projet FASB** : **projet** complet attendu au cours du premier trimestre 2010

- Pour les deux projets **Consolidation et Derecognition**, l'IASB a donné la primauté à la **notion de contrôle**. Sur **Derecognition**, la norme est attendue pour **Juin 2010**.

IASB et FASB travaillent en commun sur ces projets.

- **Consolidation** : (norme attendue pour septembre 2010)

- L'IASB doit encore clarifier un certain nombre de points, notamment ceux relatifs à la notion de contrôle (*dans l'ED : a reporting entity controls another entity when the reporting entity has the power to direct activities of that other entity to generate returns for the reporting entity.*)

- la définition des activités doit encore être précisée,

- les caractéristiques de la notion de pouvoir doivent être apportées,
- l'évaluation des droits de participation doit aussi être précisée (recommandations souhaitées pour les évaluer).

L'IASB et le FASB publieront chacun leur projet, mais il y aura des consultations réciproques pour aboutir à un standard harmonisé.

- **Fair Value measurement (norme attendue fin septembre 2010)**

Compte tenu du projet FASB et du rapport d'octobre 2008 de l'Expert Advisory Panel réuni par l'IASB, la publication par l'IASB de sa norme finale ne devrait pas soulever de difficultés particulières. Il ne s'agit que de **la mesure** de la Fair Value **pas de sa comptabilisation**.

- **Financial Statement Presentation (norme attendue pour fin juin 2011)**

C'est un projet très important dans la mesure où le reporting financier pourrait remédier aux différences qui subsisteraient dans la comptabilisation des instruments.

Ce projet contient un volet sur la présentation du compte de résultat et des comptes d'ajustement (Other Comprehensive Income) dans un état unique (Statement of Comprehensive Income).

C'est un projet qui comprend aussi la désagrégation des opérations par type d'opérations (financing, operating, investing). Jusqu'à présent le Comité de Bâle s'est montré réservé sur l'opportunité d'appliquer ce modèle aux banques compte tenu de la spécificité de leur activité.

4) Situation actuelle

Engagement des normalisateurs comptables pour aboutir à un référentiel harmonisé et répondre aux demandes du G20. Réunions de travail communes désormais planifiées tous les mois.

L'IASB a publié le 12 novembre la phase 1 de son projet Classification et Measurement avec seulement deux catégories d'instruments (Fair Value/coût amorti).

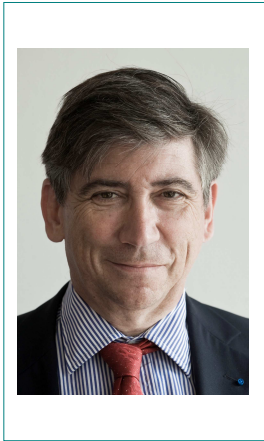
L'Union Européenne n'envisage pas une adoption accélérée de ce projet car elle souhaite l'examiner en détail et avoir plus d'éléments sur les deux autres phases permettant ainsi une vision globale. La Commission souhaite également avoir un projet qui comprenne les éléments de passif. (L'IFRS 9 phase 1 ne s'applique qu'aux instruments de l'actif)

C'est un dossier sensible arrivant en période de renouvellement de la Commission. Devant les critiques du projet émises par certains états membres (crainte de voir un usage encore trop important de la fair value), l'UE a préféré ne pas accélérer son processus d'adoption. Néanmoins la nouvelle norme IFRS 9 peut désormais être utilisée par les pays hors Union Européenne et appliquant les IFRS.

* * *

Le contrôle exercé sur les acteurs des marchés financiers

Biographie :



Gérard RAMEIX ; Médiateur du Crédit

Etudes : Licencié en droit privé, DES de droit public, diplômé de l'IEP de Paris, ENA. Auditeur puis Conseiller référendaire à la Cour des Comptes (1978-1984), et nommé Conseiller maître en 2000 ; Chargé de bureau à la direction du budget du Ministère de l'Economie et des Finances (1984-1986) ; Conseiller technique du Cabinet du Premier Ministre, Jacques Chirac (1986-1988) ; Directeur des affaires industrielles de la Société Hottinguer Finances (1989-1993) date à laquelle il devient Directeur de la Caisse nationale de l'assurance maladie des travailleurs salariés (CNAMTS) ; Directeur général de la Commission des opérations de bourse (COB) (sept 1997- nov. 2003) ; Secrétaire général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) (2003-mars 2009) ; Conseiller maître à la Cour des comptes, Président de section à la 5^{ème} chambre, chargé des dossiers sociaux jusqu'en octobre 2009.

La grave crise que connaît le système financier mondial a mis en cause la solidité des systèmes de contrôle. La question est légitime, la réponse est forcément nuancée.

Pour la formuler il convient d'abord de s'interroger sur l'organisation des contrôles avant d'examiner leur efficacité et leur caractère opérationnel face à une crise comme celle des « subprime ».

L'organisation des contrôles est une construction à plusieurs étages.

Le premier, et non le moindre, réside dans l'obligation faite à tous les acteurs des marchés financiers de disposer de contrôles internes solides et fiables placés sous l'autorité d'un Responsable des contrôles des services d'investissement (RCSI) jouissant d'une grande indépendance vis-à-vis des services opérationnels et rapportant directement au Directeur Général. C'est tout particulièrement le cas pour les entreprises de marché telles Euronext ou pour les grandes banques de financement et d'investissement. Cela constitue une première sécurité, même si elle n'est pas absolue comme l'a montré l'affaire Kerviel dans laquelle un trader a pu, apparemment sans attirer l'attention, dépasser massivement les limites d'intervention fixées par sa hiérarchie. En sens inverse, ce sont les contrôles automatisés d'une banque en ligne qui furent à l'origine de la découverte par la Commission des Opérations de Bourse (COB) du comportement délinquant d'un de ses cadres qui, poursuivi au pénal, fut condamné à plusieurs mois de prison. Les deuxième et troisième étages sont constitués par les contrôles exercés par le régulateur de marché et par le régulateur prudentiel.

En France, le régulateur de marché est l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Elle est chargée de contrôler les sociétés de gestion d'actifs gérant sous mandat ou au travers d'OPCVM les fonds des épargnants, les Entreprises d'Investissement (EI) qui tiennent les comptes titres, transmettent ou exécutent les ordres de bourse, enfin l'entreprise de marché qui gère les marchés réglementés. L'AMF dispose, pour exercer cette mission de plusieurs dizaines d'enquêteurs qui effectuent plus d'une centaine de contrôles par an. A l'issue de ces enquêtes, le Collège de l'autorité peut

transmettre le dossier au Parquet ou à la Commission des sanctions qui prononce chaque année d'importantes amendes.

Le régulateur prudentiel a, comme son nom le suggère, la responsabilité de veiller à la solidité d'ensemble du système financier. Il se prononce sur l'honorabilité et la compétence professionnelle des dirigeants, sur le respect des ratios de bilan et sur la qualité des contrôles internes. Il est exercé dans notre pays par deux institutions situées dans la mouvance de la Banque de France, la Commission bancaire et le Comité de contrôle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI).

Quoiqu'elle ne soit pas adoptée par tous les Etats, certains préférant une organisation unitaire, cette organisation qui distingue la protection des épargnants et la surveillance du risque systémique est, selon nous la plus efficace en ce qu'elle permet d'éviter les conflits d'intérêt ou en tout cas de priorité entre les deux missions. Il va de soi qu'elle implique une excellente coordination entre les différents acteurs.

Qu'en est-il en pratique de cette efficacité, et ce modèle a-t-il résisté à l'épreuve de la crise financière ?

De manière générale, les infractions boursières sont bien réprimées en France par une double voie administrative, c'est-à-dire confiée aux régulateurs, et pénale. Le cumul possible des sanctions a suscité des critiques de la doctrine, à l'expérience, il s'avère que les cas de cumul sont extrêmement rares, car la plupart du temps le Parquet tenu informé par la Commission bancaire et surtout par l'AMF classe le dossier au plan pénal, dès lors que la peine d'amende prononcée par le régulateur lui paraît suffisante. Il faut souligner que les amendes prononcées par la voie administrative sont assez nettement supérieures à celles que le juge pénal a coutume de prononcer, leur plafond vient, d'ailleurs, d'être augmenté par le législateur de 1.5 M à 10 M d'euros. La procédure pénale ne s'impose donc que dans deux cas, au demeurant assez rares où les moyens d'investigations policières sont nécessaires pour prouver l'infraction et où la gravité de celle-ci nécessite d'envisager des peines de prison fermes ou assorties du sursis.

Tant la Commission bancaire dont les sanctions qu'elle prononce restent souvent secrètes que l'AMF dont la Commission des sanctions a adopté, au contraire, une politique de publication quasi systématique n'hésitent pas à prononcer des sanctions parfois sévères. Pour fixer des ordres de grandeur plusieurs centaines d'investigations sont conduites chaque année débouchant sur plusieurs dizaines de sanctions.

Un effort considérable a été mené ces dernières années pour accroître l'effectivité de la répression portant à la fois sur les outils informatiques de détection et sur le cadre juridique d'intervention du régulateur ajusté pour répondre aux exigences de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme.

La seule infériorité notable par rapport aux pays anglo-saxons réside dans l'absence en France d'un véritable système de transaction qui permettrait d'épargner aux parties de longs délais de procédure et rendrait donc la répression des infractions financières plus efficace encore.

Peut-on en rester à ce satisfecit face aux événements des deux dernières années ?

A coup sûr, non, pas complètement.

Certes la régulation française a fait face à la crise de façon déterminée, efficace et coordonnée. Sur ce dernier point, on doit souligner que le rattachement de la plupart des contrôles prudentiels à la banque centrale a évité la dualité de pilotage apparue au Royaume Uni entre la Banque d'Angleterre et la FSA, qui a ralenti le traitement du dossier Northern Rock, et que, par ailleurs, la présence du sous-gouverneur de la Banque de France, Président de la Commission bancaire au

Collège de l'AMF a permis aux deux régulateurs de traiter ensemble les difficultés de certains OPCVM monétaires, et de rendre heureusement exceptionnelles les interruptions de transactions sur les fonds de droit français.

Par ailleurs, on doit souligner que, si la chute des cours a été très forte sur les marchés réglementés français, leur fonctionnement et leur liquidité ont été préservés. Une attention particulière a été portée à la qualité de l'information financière délivrée par les acteurs financiers côtés qui s'est constamment située au meilleur niveau international. Ce constat s'applique particulièrement aux informations diffusées sur l'exposition détaillée aux différents risques liés aux crédits « subprime » américains.

En revanche, sur plusieurs points les contrôles se sont révélés défailants ou impuissants. Tel est d'abord le cas de plusieurs des procédures de contrôle interne de grandes banques françaises et, singulièrement la Société Générale sanctionnée par la Commission bancaire pour l'affaire Kerviel. Tel est aussi le cas des OPCVM monétaires très développés en France qui ont exploité les failles de la régulation pour développer des véhicules dits « dynamiques » qui prétendaient faire mieux que le marché monétaire et ont été conduits de ce fait à prendre des risques inconsidérés en investissant dans des produits structurés qui présentaient seulement l'illusion de la liquidité et se sont révélés invendables après Juillet 2007. Seul le soutien des banques, maisons mères de ces sociétés de gestion trop audacieuses ont évité la catastrophe pour les épargnants. C'est une maigre consolation pour le régulateur de marché d'avoir joué les Cassandre en 2006 en publiant des études sur les risques représentés par le chiffre d'affaire élevé représenté par les produits structurés et la titrisation pour les agences de notation, et sur les leviers excessifs acceptés pour le financement des LBO. Il est donc clair que les régulateurs doivent prendre les mesures nécessaires pour remédier aux faiblesses révélées par la crise. Cela implique une importante mobilisation internationale.

* * *

Rémunérations de dirigeants : erreurs comptables et récupérations politiques

Biographie :



Gérard VALIN ; Dirigeant de compagnies d'assurances dans les Groupes Axa-Midi, MACSF et Lazard Generali, il a été Président ou Administrateur de diverses filiales en Europe et en Afrique. Il a créé la ligne de services « Employee Benefits » chez Deloitte et a été Directeur Général du Groupe ESSEC. Auteur de nombreux ouvrages, dont « Controlor et Auditor » chez Dunod. Il est actuellement Président de l'ANDEFI (Association Nationale des Experts Financiers Indépendants)

Peut-on considérer que la problématique de la rémunération des dirigeants est un symptôme ou une cause de la crise?

Les excès de rémunérations constituent un symptôme grave de la crise. Leur mise en lumière- et la focalisation actuelle- résultent de comportements de certains dirigeants de sociétés transnationales cotées qui ont sur-communicé ou sous- communiqué sur l'apparence de leurs résultats et des perspectives illusoire, en déconnexion profonde avec les réalités de leurs entreprises. Il s'agit là d'une cause, parmi bien d'autres, de la crise globale d' « hyperspéculation » : ses méfaits se prolongeront, selon toute vraisemblance, au delà de 2010 sur un plan économique, politique et surtout social...

Je ne parlerai pas ici des opérateurs sur instruments financiers (« traders ») qui, en dépit de leurs émoluments considérables peuvent rarement être considérés comme des dirigeants. Au hit parade des plus fortes rétributions pourraient d'ailleurs figurer certains gérants des sociétés de capital risques ou de hedge funds, sans oublier les artistes en vogue ou les sportifs de haut niveau.

Les réformes dans ce domaine vous semblent-elles nécessaires ?

Les réformes sont indispensables et ne peuvent prospérer que sous l'impulsion des investisseurs institutionnels, suivant une optique de gestion financière à long terme, au plan transnational.

Les fonds de pension (à cotisations ou prestations définies) et investisseurs assimilés détiennent aujourd'hui environ un tiers des capitaux des sociétés cotées, au plan mondial, c'est-à-dire un montant qui évolue entre 10 et 15 trillions d'euros. Leur pouvoir d'influence pourrait être décisif, à condition de reposer sur une gouvernance sociale pertinente : celle-ci reste à imaginer, et a fortiori à implanter, sur un plan transnational.

Aujourd'hui, ces fonds de pension n'exercent pas la gouvernance souhaitable, bien qu'ils disposent des moyens nécessaires, lesquels ne se réduisent pas à une politique de vote en Assemblée Générale. L'exigence de 15% de rendements attendus sur investissements en actions représente, en général, pour eux, un objectif de gestion financière indispensable en

vue d'équilibrer leur équation actuarielle à long terme. En l'état actuel, cet objectif est traduit de façon maladroite et approximative dans les mandats externes de gestion financière qu'ils confient aux intermédiaires, notamment au regard des risques associés à un rendement élevé permanent.

Il y a urgence à définir les caractéristiques d'une gouvernance sociale pertinente pour les investisseurs institutionnels, comme j'ai essayé d'y parvenir dans mon ouvrage « Gouvernance sociale et fonds de pension », paru chez Economica en 2005 ainsi que dans plusieurs publications récentes, dont mon article « Rémunération globale, outil de gouvernance d'entreprise » (RFGE-IFA N°3, 1^{er} semestre 2008).

En France, ce sont principalement les compagnies d'assurances sur la vie qui, via diverses formules actuarielles avec options de sorties en rentes viagères, jouent, de facto, le rôle de fonds de pension, selon un contexte juridique encore largement inadapté. Les investissements en actions représentent ¼ de leurs bilans qui atteignaient 1,4 trillions € fin 2008.

Ya-t-il des chances de parvenir à un meilleur résultat et les perspectives à court terme sont-elles réelles ?

Après avoir ouvert - sous la pression médiatique - la boîte de Pandore des rémunérations de dirigeants, il est urgent d'entrer dans une démarche globale visant à définir, évaluer, comptabiliser et commenter les niveaux des rémunérations des dirigeants, sur un plan transnational. Cette approche doit permettre aux comités de rémunération de mettre en place, à leurs divers niveaux, des outils de gouvernance efficace et conforme à la stratégie de chaque entreprise. En France, le dernier code AFEP-MEDEF et les recommandations AMF (10 tableaux assortis de commentaires dans les documents de référence annuels) constituent des avancées significatives, mais bien insuffisantes, comme c'est d'ailleurs le cas dans la plupart des pays de l'Union Européenne. Il en va ainsi notamment du « Combined Code » de gouvernance au UK, y compris dans sa version de 2006 insistant sur la transparence (« Say on Pay »).

Les conclusions du récent sommet de Pittsburgh sont encourageantes mais encore théoriques, tout en identifiant les principaux axes de progrès souhaitables : émergence de la notion de compensation équitable, liens avec les performances, prise en compte de risques acceptables ... Les voies et moyens pour parvenir aux résultats ne pèchent cependant pas, aujourd'hui, par un excès de précision.

Comme vous le savez, il y a toujours au fond de la boîte de Pandore un objet d'espoir : il pourrait consister pour les mandataires sociaux décisionnaires en matière de rémunérations de dirigeants à « faire le ménage », sans attendre une intervention extérieure, évitant ainsi un risque d'opprobre généralisé du fait de certains excès pourtant identifiables.

Les comités de rémunérations constituent-ils, selon vous, le maillon faible des dispositifs actuels de gouvernance d'entreprise ?

L'une des principales faiblesses du comité de rémunérations réside dans la notion imprécise, mais, déjà ancienne, d'administrateur indépendant.

Aujourd'hui, l'administrateur est réputé indépendant dès lors qu'il n'est pas salarié de l'entreprise. C'est une erreur. Il faut intégrer dans les comités de rémunération des membres représentant les investisseurs institutionnels de long terme, soucieux du coût global des dirigeants pour l'entreprise, et eux-mêmes exempts de tout conflit d'intérêt. Leur présence durable dans les comités de rémunérations favoriserait une détention « éclairée » du capital, tant en termes de rendement de l'entreprise que de performance des équipes dirigeantes, et surtout des risques partagés par les chacune des parties prenantes. Cette responsabilité spécifique de mandataire social veillant aux rémunérations de dirigeants exigera professionnalisme, sens de la confidentialité et implication personnelle au sein des comités spécialisés.

Par ailleurs, il y a nécessité de coordination, sous la forme de « Principes de Rémunérations des Dirigeants » (« Corporate Benefits Guidelines »), tels que définis de façon stratégique, dans chacune des sociétés cotées transnationales, en vue d'une application pertinente par les comités de rémunérations aux niveaux centraux (« Corporate »), régionaux (Holdings intermédiaires de contrôle par zones d'activités) et locaux (par pays).

Les comités centraux (« Corporate ») devraient, à mon sens, définir les principes de rémunérations transnationales propres à l'entreprise, permettant de mesurer l'attribution de certaines catégories de résultats, la contribution des équipes autour de projets, la rétribution des personnes, dans le respect d'un code déontologie qui s'imposerait à tous les mandataires sociaux décisionnaires en matière de rémunération de dirigeants. Ce triptyque de base-attribution, contribution, rétribution- structure la démarche moderne de tout comité de rémunération.

Ces codes de déontologie devront être à l'avenir homologués par les diverses autorités de marchés, ou ce qui en tiendra lieu, sur un plan national ou supranational. Labellisation explicite avec la coopération active des associations d'administrateurs et sanctions, positives ou négatives, à l'égard des mandataires sociaux, plus ou moins sérieux ou négligents, constitueront les gages de progrès réels en matière de gouvernance d'entreprise transnationale.

Cette approche combinant régulation transnationale et réglementations nationales me paraît la plus prometteuse à court terme face aux exigences médiatiques de transparence et aux proliférations juridiques nationales. Espérons que, comme pour les comités d'audit suite à la transposition de la directive sur le contrôle légal (ordonnance du 8.12.2008), les comités de rémunérations trouvent rapidement une reconnaissance juridique transnationale, au moins en Europe.

Selon vous la comptabilité actuelle donnerait-elle une image fausse de la rémunération des dirigeants ?

Toute comptabilité repose sur des classements prédéfinis et des principes d'évaluation contrôlables a posteriori et applicables, au cas particulier, à chaque catégorie de rémunération (fixe/variable, immédiate/différée). Ces définitions, comme les évaluations correspondantes, sont aujourd'hui imprécises et impropres à l'implantation de Normes d'Exercice Professionnel (NEP) en matière d'audit externe, tout en étant sémantiquement nuisibles pour la compréhension d'un public non averti...Ce dernier s'avère de plus en plus frustré par une communication souvent incohérente. Celle-ci résulte en grande partie de l'accumulation de textes souvent contradictoires, au moins selon une perspective transnationale. Comment traduire, par exemple, au près de l'IFAC et de sa formation

spécialisée IAASB des obligations de contrôle externe (ISA : International Standard of auditing) conformes à l'esprit de l'article L.225-102-1 du Code de Commerce Français ?

Les normes comptables internationales elles mêmes peuvent paraître obscures. Ainsi, selon que l'on règle les stocks options par voie d'attribution d'actions ou par voie de trésorerie, les modalités de prise en charge (IFRS 2) ne sont pas de même nature, mais reposent cependant sur l'évaluation de la formule « Black and Scholes », laquelle stipule une volatilité constante du sous-jacent. Chacun sait que cette hypothèse théorique appliquée à la volatilité implicite d'actifs non négociables (soit 4 ans minimum de délai d'exercice, en France) autorise bien des « rétropédalages » en matière d'évaluation, au moment même où la crise a imposé des indices de volatilité dépassant 80%. (Contre une moyenne historique de 20%).

Les stocks options ne représenteraient que le sommet de l'iceberg des rémunérations différées ?

Le fond du sujet concerne, en effet, pour les rémunérations différées à long terme, les retraites à prestations définies (« Defined Benefits-D.B. »), souvent qualifiées de « retraites chapeaux » En termes de bilan, celles-ci sont aujourd'hui évaluées, du côté de leurs passifs, en fonction du taux obligataire sans risque du moment, et pour leurs actifs en juste valeur ou au prix du marché ; cette dissociation s'effectue au mépris de toute congruence, entraînant, dans la plupart des cas, une gestion peu réaliste en termes d'actifs/passifs. Au cas particulier, il conviendrait de privilégier une inversion des facteurs, soit une gestion passifs/actifs (L.D.M., Liabilities Driven Management), pour tenir compte des objectifs et contraintes propres à ce type de fonds de pension. Les normes actuelles (IAS 19, FASB 87) correspondent à des théories comptables obsolètes, vieilles d'un peu plus de trente ans. L'IAS 19 constitue un décalque fidèle, et malheureusement convergent, de la FASB 87, issue des US GAAP. Les écarts entre les actifs de couverture évalués au prix du marché ou à la juste valeur, d'une part, et des passifs revalorisés en période de baisse des taux, d'autre part, apparaissent aujourd'hui dramatiques, au plan de l'équité comptable transnationale comme du réalisme des bilans. Ces défauts structurels d'estimation et de couverture des droits à prestations définies peuvent être lourds de conséquence, en matière d'OPA notamment.

A titre d'exemple, les regroupements, puis les diverses cessions, qui ont affecté le Groupe Péchiney, via Alcan puis Rio Tinto, témoignent de cette appréciation inadéquate des passifs sociaux et des problèmes d'évaluation qui en résultent. Les fusions en question auraient pu sans doute se réaliser en sens inverse, au moins dans un premier temps...

Du coup, si l'on vous comprend bien, les classements des dirigeants en fonction de leurs rémunérations n'ont pas grand sens ?

En effet, outre l'inadéquation des normes comptables concernées et l'absence de normes d'audit, j'observe que les tentatives d'approches globales, telles qu'elles sont généralement publiées par la presse économique et financière, présentent 7 graves lacunes :

- 1) Elles ne précisent pas si les évaluations correspondent aux coûts pour l'entreprise ou aux valeurs pour les bénéficiaires
- 2) Elles ignorent la notion-essentielle- d'exercice de référence, confondant, par exemple, date d'attribution et exercice effectif des stock-options

- 3) Elles n'intègrent pratiquement jamais dans le total des rémunérations une annualisation pertinente des coûts et/ou des valeurs des retraites à prestations définies, si ce n'est sous une forme simpliste et inadéquate
- 4) Elles n'apprécient pas de façon significative les conséquences des opérations de rapprochement (OPA, OPE, Fusions, Scissions,...)
- 5) Elles établissent des comparaisons peu pertinentes entre variations annuelles de rémunérations globales et performances, focalisant en général sur l'évolution des cours de bourse, faute d'informations disponibles
- 6) Elles peinent à rassembler toutes les composantes transnationales des rémunérations globales, et a fortiori à décrire les prélèvements obligatoires nationaux correspondants
- 7) Elles n'intègrent pratiquement jamais les notions de maîtrise des risques, de capacité d'innovation, ou encore de leadership, toutes qualités essentielles pour un dirigeant, pas plus que des données éthiques sur les conditions de formation des résultats

En définitive, tout en attisant les convoitises de toutes sortes, ces classements à forts échos médiatiques donnent une image fautive de la réalité financière ainsi que des mérites supposés des uns et des autres.

Si, à ce jour, les normes comptables et d'audit ne permettent pas de disposer d'outils satisfaisants, pour les diverses parties prenantes, quelle serait, à ce jour, vos recommandations en la matière, à l'égard des régulateurs ?

- D'abord, élaborer une typologie transnationale complète des rémunérations des dirigeants permettant aux commissaires aux comptes de disposer et d'appliquer rigoureusement des normes d'exercice professionnelles (NEP) spécifiques, en accord avec le H3C et l'IAASB/IFAC
- Ensuite, fournir, en temps utile, aux comités de rémunérations les informations comptables et financières susceptibles de devenir une documentation fiable et significative aboutissant à des outils efficaces de gouvernance.
- Enfin, créer des normes d'audit et concevoir en vue d'une nouvelle convergence, les normes comptables internationales, en matière de rémunérations différées : stock options pour le moyen terme, pensions gérées en capitalisation, pour le long terme.

L'exigence des consensus nécessaires à ces 3 étapes essentielles est soumise à la compréhension et à la maîtrise, dans ses dimensions économiques, financières et sociales, d'un modèle de gouvernance d'entreprise à portée transnationale, impliquant toutes les parties prenantes concernées : vaste sujet, présent dans la plupart des discussions, mais rarement abordé sous un angle pratique. La notion de package de rémunérations, de plus en plus répandue, est appelée à devenir le cadre de référence du statut de dirigeants, cadres supérieurs ou non, et hauts potentiels. Les « Compen-Ben » (« Compensation and Benefits Officers ») ne peuvent assumer à eux seuls l'incohérence des normes comptables internationales et l'absence de normes d'audit : il leur faudra travailler de plus en plus à partir de principes de

rémunération généralement acceptés, tant dans leurs fondements que dans leurs modalités d'applications pratiques.

L'attribution des rémunérations des dirigeants vous paraît-elle aujourd'hui conditionnée par des aspects purement financiers ?

La plupart des stock-options sont, en effet, distribués encore à partir d'un certain niveau de « rendement » attendu, sans conditionnalité autre que boursière. La contributivité des équipes autour de projets ne saurait être réduite à des notions boursières : elle est mesurable, d'abord, à partir des objectifs et contraintes internes propres à chaque projet, aux équipes affectées ainsi qu'aux métiers exercés, par zones d'activité, elles-mêmes plus ou moins risquées

Par ailleurs, un contrôle qualitatif en termes de déontologie devra s'imposer avant toute décision définitive de rétribution, à l'initiative, et sous la responsabilité, du conseil d'administration ou de surveillance.

Enfin un dirigeant -et son équipe-devrait être apprécié en fonction des axes prioritaires de l'entreprise, tels que relations clientèles, résultats financiers, processus de production ou prestations de services, ainsi que facteurs de création de valeur qui leur sont associés. Cette conception, héritée des théories de Kaplan - Norton (Tableau de Bord Prospectif, « Balanced Score Card ») doit être actualisée au moment où l'économie de la connaissance prend son essor. La mise en place du partage du savoir en réseau est désormais appelé à devenir l'axe central de la création de valeur en matière d'innovation, et de son corollaire, le transfert de technologie. Les outils des TIC permettent aujourd'hui le partage du savoir à condition de les maîtriser et d'en confier la partie stratégique (acquisition, cession et contrôle des portefeuilles d'actifs immatériels : brevets, marques, et processus industriels, notamment) au niveau du conseil d'administration ou de surveillance. Le mot « pouvoir » assumé par les dirigeants retrouverait alors son sens étymologique, soit la capacité à faire et à stimuler, et non la puissance hiérarchique exercée, voire la domination sans vision partagée et sans reconnaissance des contributions de chacun.

La connaissance - et le respect des comportements humains - sont primordiaux pour favoriser un management éclairé, loin des ambitions d'une élite technocratique appliquant au monde de la gestion financière, selon des hypothèses peu explicites (« frustes », d'après l'une des principales autorités intellectuelles en la matière), certaines formules de la physique théorique ainsi que divers processus mathématiques aléatoires; ces approches nient les notions, pourtant essentielles de mémoire collective et de discernement individuel. Ces données psychologiques sont progressivement prises en compte par les tenants de la « finance comportementale », tel R. Schiller aux Etats Unis. Il va de soi que d'immenses progrès restent à faire dans ce dernier domaine, en référence étroite avec la typologie des divers mandats de gestion financière : horizon de placements, rendement attendu, risques acceptés, tels qu'ils sont traduits en termes de communication et de gestion par les intermédiaires financiers.

Les conditions d'attribution des rémunérations variables ne sauraient pas, non plus, se réduire à des critères de type GRI ou ISR, souvent imprécis et peu contrôlables, en l'état actuel des pratiques

La préoccupation centrale consiste désormais, pour les dirigeants, à concevoir l'entreprise comme un ensemble de projets, éventuellement transnationaux, et à adapter les rémunérations en conséquence, autour de la notion de contributivité des équipes.

L'organisation de l'entreprise en projets, sur une base intrapreneuriale, permet en effet d'apprécier et parfois de mesurer les couples, risques/rendements correspondant à chaque projet identifié, à court, moyen et long terme. Il s'agit des composantes financières, humaines, et techniques aboutissant au partage d'activités, telles qu'elles sont retracées par la norme IFRS 8 (ancienne IAS 14). Cette approche favorise le partage des avantages financiers et sociaux au niveau des équipes associées, amenant les comités de rémunération vers des bases plus objectives d'attribution en reconnaissant la contribution de chacun, par rapport à des références externes et/ou internes, tant en termes de perspectives que de réalisations.

Il n'y a pas de meilleure défense contre le risque de fuites de talents, si souvent mis en avant à partir de conceptions purement financières à court terme. Si les « hauts potentiels » figurent parmi les bénéficiaires au titre de leurs « packages », il va de soi que c'est l'ensemble des équipes qui doit être pris en considération en termes de performance et de rémunération.

Laisser libre cours à l'imagination des Etats en matière de rémunérations de dirigeants peut être un jeu dangereux ...

Les Etats, impécunieux par nature, ont une fâcheuse tendance à prélever ce qu'ils croient leur revenir au lieu d'exercer, ce qui est moins valorisant au sens propre et figuré, leurs devoirs de « police » des marchés financiers nationaux. Cette tentation de facilité est particulièrement forte aujourd'hui..., alors que les moyens budgétaires font généralement défaut. Les Etats sont parfois gênés par le « jeu de mistigri » de certains dirigeants, et toujours prisonniers de leurs propres opinions publiques, facilement manipulables.

Le risque consiste, pour les Etats ou certaines organisations internationales, à vouloir « laver plus blanc que blanc », au moins en termes médiatiques !

Ce n'est donc pas le moment de donner prise à de nouvelles formules de taxations applicables aux rémunérations différées, comme cela risque d'être le cas, en France, début 2010, pour les retraites chapeaux à prestations définies (doublement des cotisations patronales et obligation d'un organisme de gestion externe pour les nouveaux contrats PLFSS-Art 14) . Il en résulterait des prélèvements indus au détriment d'autres parties prenantes, plus légitimes, à ce titre, en termes de mérite, et donc de rétribution. En revanche, il revient aux dirigeants politiques et aux instances transnationales compétentes de créer les conditions souhaitables pour sanctionner les comportements non déontologiques de certains dirigeants, si les mandataires sociaux n'ont pas réagi en y mettant bon ordre en temps utile.

Les rétributions de l'entreprise doivent donc s'inscrire dans le temps, en termes de coûts et de valeurs spécifiques à chaque projet, dans le respect des attentes des dirigeants et de leurs équipes.

Les bonus à court terme, les stock-options à moyen terme, les pensions sous forme de prestations définies à long terme forment un clavier complexe dont l'apprentissage est loin d'être terminé pour les différentes catégories de dirigeants et de leurs équipes. Cette ambition s'applique en premier lieu aux comités de rémunération qui doivent articuler coûts pour l'entreprise et valeurs des avantages financiers et sociaux pour les différentes parties prenantes, dans le respect bien compris des intérêts de uns et des autres.

A titre d'exemple, parmi bien d'autres, Siemens vise à attribuer aujourd'hui encore à la plupart de ses salariés 70% du dernier salaire sous forme de retraite gérée en capitalisation interne. Cette stratégie de rémunérations comporte certains dangers, mais s'avère intéressante en termes de fidélisation à long terme. Cette fidélisation présente un avantage essentiel au plan transnational: la mobilité des salariés. Le contrat économique et social à long terme, conforme à la stratégie de l'entreprise, est clair : rechercher des salariés fidèles, mobiles, et bien rémunérés sur l'ensemble de leur vie professionnelle. Cette stratégie d'entreprise est validée par le conseil de surveillance avec la participation (« Codétermination » : « Mitbestimmung ») des représentants élus de salariés qui sont impliqués dans les processus d'investissements internes.

D'autres entreprises favorisent la mobilité externe, privilégiant, en toute logique les systèmes de retraite à cotisations définies. Il n'y a donc pas de solutions miracles, en dehors de la cohérence de la stratégie et des systèmes de rémunérations, assumée par le Conseil.

Et pour conclure, quelles sont les perspectives, en matière de rémunérations de dirigeants, pour entreprises transnationales cotées d'origine française ?

Tout en reconnaissant les progrès réalisés par la plupart d'entre elles, le moment est venu d'agir et de communiquer, en matière de rémunérations de dirigeants, selon une orthopraxie rigoureuse, dans cinq directions principales, en accord avec les principaux actionnaires de long terme et les parties prenantes concernées :

1) Inscire de façon spécifique, dans un code déontologie homologué par les Autorités de Marchés Financiers, le respect-dans la lettre et l'esprit- des textes applicables, sur une base internationale, même si ceux-ci sont soumis à une évolution constante, et en réaliser une synthèse pratique d'application obligatoire sous forme de « Principes Généraux de Rémunérations » (« Corporate Benefits Guidelines »)

2) Elargir les compétences des comités de rémunération, essentiellement composés d'administrateurs indépendants représentant les investisseurs institutionnels à long terme :
-à toutes les catégories de rémunérations : fixes et variables, immédiates et différées, en prévoyant les dispositions spécifiques en cas d'OPA, OPE, fusions, scissions,...
-à l'ensemble des dirigeants, cadres supérieurs, hauts potentiels et membres d'équipes associés aux principaux projets de l'entreprise

3) Reconnaître et rétribuer les performances des dirigeants et de leurs équipes, à partir de bases homogènes et auditables, en fonction des résultats et des risques propres à chaque projet stratégique de l'entreprise sur la base du triptyque : attribution-contribution-rétribution

4) Renforcer, à partir de données internes, les conditionnalités (y compris de nature éthique) des rétributions à moyen et long terme : stock-options pour le moyen terme, mais aussi retraite gérée en capitalisation pour le long terme

5) Demander l'engagement de responsabilité personnelle des mandataires sociaux décisionnaires en matière de rémunération, sur la base des codes de déontologie, homologués par les Autorités de Marchés, ou leurs équivalents, en leur attribuant une initiative souveraine en matière de contrôle qualitatif des performances réalisées par les dirigeants.

Pour terminer, je formule une suggestion destinée aux Etats : l'accumulation nationale de textes législatifs s'avère aujourd'hui contre productive. Que l'on songe, pour le seul cas

français, aux exigences complexes et peu lisibles, successivement imposées par la loi NRE du 15.5.2001, la loi sur la sécurité financière du 1.8.2003, la loi Breton du 26.7.2005, la loi TEPA du 21.8.2007 et les dispositions réglementaires récentes des 30.3.et 20.4.2009, sans parler des perspectives esquissées par la récente commission parlementaire Houillon. Il paraît plus efficace, en l'état actuel, d'adopter une approche globale sur le plan européen, sur la base d'un consensus « continental », à l'initiative franco-allemande.

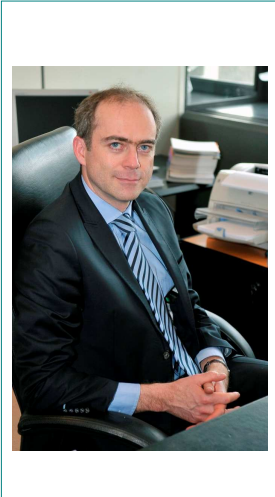
Il va de soi que ma conclusion repose sur une conception privilégiant la dimension humaine de l'entreprise. Elle s'oppose à l'esprit de système issu d'une certaine technocratie financière avide de complexités artificielles, en déconnection croissante avec le monde réel. Les dérives dogmatiques inhérentes à l'« exubérance irrationnelle » des marchés financiers globalisés conduisent, quant à elles, à considérer l'entreprise comme un ensemble de classes d'actifs et de passifs ayant vocation à être négociables « ad nutum ».

Il appartient aux instances transnationales, avec le soutien des Etats, d'acquérir les pouvoirs politiques permettant de contenir les acteurs financiers, notamment dans leurs opérations spéculatives, dans les limites de leur utilité économique et sociale.

* * *

*Intervention du 13 octobre 2009 sur le thème :
« Sortie de crise : la nouvelle réglementation de la finance mondiale sera-t-elle mise en vigueur ? »*

Biographie :



Ramon FERNANDEZ ; Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris (1988) ; ENA promotion « Léon Gambetta », 1991-1993 ; Administrateur civil hors classe ; Adjoint au chef de bureau E1 « énergie, transport et urbanisme », Ministère de l'Economie et des Finances (1993-1994) ; Adjoint au chef de bureau B1 « marchés financiers » Direction du Trésor (1994-1997) Détaché (mobilité), administrateur suppléant du Fonds monétaire international, Washington (1997-1999) ; Chef du bureau D2 « énergie, télécommunications et matières premières », Direction du Trésor (1999-2001) ; Chef du bureau B1 « épargne et marché financier », Direction du Trésor (2001-2002) ; Conseiller technique auprès de Francis MER, Ministre de l'Economie des Finances et de l'Industrie (2002-2003) ; Sous-directeur de la dette, du développement et des marchés émergents, Direction du Trésor (2003-2004) ; Sous-directeur des affaires financières internationales et du développement (MULTIFIN), Direction générale du trésor et de la Politique économique (DGTPE) (2004-2007) ; Conseiller économique à la Présidence de la République (Juin 2007- Avril 2008) ; Directeur du cabinet du ministre du travail, des relations sociales, de la famille et de la solidarité (Xavier Bertrand) (Avr. 2008- Janv. 2009) ; Chef du service du financement de l'économie, DGTPE, MEIE (Fév.-Mars 2009) ; Directeur général du Trésor et de la Politique économique.

Monsieur le Ministre, Cher Régis,

Permettez moi d'abord de vous dire tout le plaisir que j'ai à être parmi vous pour évoquer et échanger sur des sujets que la plupart d'entre vous connaissent bien, voire très bien puisque certains sont des acteurs éminents ou des commentateurs avisés de ce nouveau cadre de régulation et de gouvernance que nous sommes en train de bâtir.

Devant une telle assemblée, mon seul «avantage comparatif» est bien modeste. C'est la légère longueur d'avance que j'ai sur ces sujets puisque l'encre était à peine sèche à Pittsburgh, que nous repartions avec Christine LAGARDE à Göteborg pour un Ecofin et puis à Istanbul pour un G7 finances...

Trois semaines après le G20 de Pittsburgh, vous m'avez proposé d'intervenir sur une question bien légitime: la nouvelle réglementation de la finance mondiale sera-t-elle mise en vigueur ?

Pour y répondre, je voudrais d'abord **rappeler quelques éléments de contexte.**

Avec le Sommet de Pittsburgh, nous avons franchi une nouvelle étape, sans doute décisive, nous avons, je crois, transformé l'essai de Londres en avril, sur la voie d'un cadre de régulation financière internationale entièrement rénové.

Il y a un an, lorsque la crise s'est déclenchée, personne n'avait prévu la violence et les effets en cascade qu'elle aurait sur nos économies; **nous avons réussi à y répondre collectivement** – ce qui était sans précédent et n'était pas acquis à la veille du premier sommet du G20 à Washington, en novembre 2008.

Les résultats sont là :

- **La confiance se rétablit progressivement, même s'il est beaucoup trop tôt pour considérer que la reprise est fermement assurée.** Au 2^{ème} trimestre, l'évolution du PIB mondial s'est infléchie favorablement, et les tensions sur les marchés financiers ont sensiblement diminué. Nous nous trouvons désormais à un moment-charnière: après une année 2009 qui devrait se conclure par un recul de 2,25 % du PIB en France, nous attendons une croissance de 0,75 % en 2010. Une prévision à la fois modérée et réaliste.

- **Autre avancée, le large spectre des sujets traités et la mise en place d'une nouvelle gouvernance économique mondiale, avec l'institutionnalisation du G 20, l'effort considérable et concerté de relance et de soutien au secteur financier, la promotion du commerce mondial ou encore le renforcement de l'action des institutions financières internationales, qui ont permis au Président LULA de qualifier ce G20 de Pittsburgh de sommet historique, à marquer d'une pierre blanche.**

- **Mais nous avons aussi engagé à Londres et à Pittsburgh une réforme structurelle de la régulation financière internationale. Sur ces sujets, prioritaires pour la France, les progrès étaient jugés très difficiles voire, je pense aux paradis fiscaux et aux bonus, quasi impossibles. Ils sont tout à fait tangibles.**

1. Avant d'évoquer ces mesures et leur application concrète, je rappelle les éléments essentiels du diagnostic qui fondent cette démarche de réforme.

D'où vient la crise ? Il y a ici deux écoles :

- La première souligne avant toute chose la responsabilité de l'accumulation de déséquilibres macro-économiques globaux. Cet « euphémisme », comme certains l'ont souligné, qui désigne le déficit commercial croissant des uns et les excédents considérables des autres est à l'origine de bulles spéculatives qui ont fini par exploser ;
- La seconde école met l'accent sur l'échec d'une régulation défaillante à 4 points de vue :
 - o Premièrement, une gestion insuffisante de leurs risques par les institutions financières, mais également une surveillance partielle de la part des superviseurs, qui ont trop longtemps privilégié une approche focalisée sur le court-terme et la surveillance individuelle des institutions ;
 - o Deuxièmement, un champ de la régulation partiel, s'agissant tant des acteurs (en particulier des « mortgage originators » américains, qui ont pu accorder des crédits immobiliers « subprime » sans aucune forme de contrôle) que des instruments (en particulier les opérateurs de titrisation) ;
 - o Troisièmement, une supervision des grandes entités transfrontières morcelée, avec un dialogue insuffisant des superviseurs entre eux ;
 - o Et quatrièmement, une très grande volatilité des marchés financiers, renforcée par des normes comptables et prudentielles procycliques.

Les économistes en chef présent et passés du FMI se recrutent dans ces deux écoles de pensée. Je pense pour ma part, avec d'autres, que les deux approches sont complémentaires, et qu'on n'apportera de réponse durable à la crise qu'en traitant les deux aspects, les déséquilibres de l'économie mondiale et les failles de la régulation.

Le nouveau cadre de régulation vise à répondre à ces défaillances, avec trois objectifs principaux :

- Premier objectif, combler ce que l'on a appelé les trous noirs de la finance; c'est-à-dire couvrir l'ensemble des acteurs et l'ensemble des risques, et faire évoluer les comportements. En donnant aux différents acteurs les bonnes incitations en matière de gestion des risques, et en élargissant l'horizon des autorités de supervision pour qu'elles tiennent davantage compte de la dimension macro-prudentielle et du long-terme.
- Deuxième objectif, traiter ce qui a accéléré la crise, c'est-à-dire la procyclicité des normes prudentielles et comptables ;
- Enfin, troisième objectif, et ce n'est pas le plus facile, assurer une application homogène des règles au plan international, et éviter les arbitrages réglementaires. Pour assurer un level playing field. Pour cela, une coopération plus forte et un « monitoring » d'ensemble sont indispensables.

2. Où en sommes-nous sur ces différents points et comment les mesures évoquées au niveau international seront-elles déclinées ?

S'agissant des territoires non coopératifs, je crois pouvoir dire que nous avons accompli de très grands progrès. Le Sommet de Londres avait déclaré que, le « temps du secret bancaire est révolu », formule un peu grandiloquente mais qui témoignait du volontarisme de nos dirigeants. Depuis, 150 accords de coopération fiscale ont été signés, nous nous sommes accordés à Pittsburgh pour appliquer des sanctions à partir de mars 2010 à l'encontre de ceux qui continueraient à ne pas respecter les règles, et l'enceinte de suivi de ces questions, le forum global, a été considérablement renforcée et élargie à l'ensemble des pays du G 20. Vous savez que les banques françaises se sont engagées, à compter de mars 2010, à ne plus opérer dans les paradis fiscaux. Nous avons également obtenu que les progrès réalisés dans ce domaine soient **étendus aux autres domaines de la lutte contre les juridictions non coopératives**, en matière prudentielle et de lutte contre le financement du terrorisme et le blanchiment, avec un agenda très chargé pour les mois à venir.

S'agissant des acteurs, les débats avancent sur la régulation des **hedge funds** : le G20 de Londres a décidé d'imposer un enregistrement obligatoire, la transparence dans la gestion, et le contrôle des engagements des banques. Un projet de directive européenne est sur la table, il est très perfectible, mais il a le mérite d'exister et de fournir les bases d'un débat qui va être engagé au cours des prochaines semaines. Les Etats-Unis y travaillent également.

Autres acteurs importants de la crise, les **agences de notation**, qui portent leur part de responsabilité dans l'appréciation insuffisante des risques. On entend parfois dire qu'elles sont oubliées dans cet agenda. Ce n'est pas exact. Le G20 a demandé explicitement qu'elles soient enregistrées et surveillées, elles devront mettre en place des notations différenciées, et surtout mieux expliquer la performance de leurs notations dans le temps et leurs méthodologies. Un règlement en ce sens a été adopté en avril dernier par l'Union européenne, et l'Autorité des marchés financiers (AMF) va se voir dotée en France des pouvoirs nécessaires pour les enregistrer et les surveiller.

S'agissant des opérateurs de marché - les traders pour aller vite, il existe désormais un large accord pour considérer que les pratiques existantes favorisent une prise de risque excessive - La France a pris sur ce sujet une position très offensive, en mettant une pression considérable pour une approche coordonnée et coopérative au plan international, indispensable pour garantir l'égalité des conditions de concurrence au niveau international. Le **G20 de Pittsburgh** a largement repris nos propositions pour encadrer les bonus, traduites dans les nouveaux « standards » du Conseil de stabilité financière, qui fixent des règles concrètes et opérationnelles en matière de différé de paiement, de part en actions, de malus, d'interdiction des bonus garantis, etc.. Le G20 est même allé plus loin : les autorités bancaires disposeront désormais du pouvoir de limiter le montant total des bonus en fonction des revenus et de la situation de la banque. **En France**, vous savez qu'un arrêté sera publié dans les tout prochains jours pour imposer l'application de ces règles, qui seront précisément déclinées dans un accord de place.

Enfin, s'agissant des normes prudentielles et comptables, nous avons progressé à Pittsburgh pour établir là aussi un **level-playing-field**.

- Les pays du G 20 ont d'abord pris l'engagement que les règles de Bâle 2 seront appliquées dans tous les principaux centres financiers dès 2011. Cet engagement politique, de la part des Etats-Unis, était d'autant plus essentiel qu'il existe désormais un accord très large pour considérer que les banques doivent disposer de plus de capital, et d'un capital de meilleure qualité. Il nous reste cependant beaucoup à faire dans ce domaine, pour préciser les contours de ce cadre commun renforcé avec l'adoption de nouvelles mesures d'ici fin 2010 en matière de fonds propres, d'exigences concernant la liquidité, ou encore d'exigences en capital pour les activités risquées ou hors bilan, en vue d'une mise en œuvre si possible avant fin 2012, j'y reviendrai. Quant aux activités de marché et aux opérations de titrisation, elles seront aussi soumises à des règles plus strictes. Sous l'impulsion de la Présidence française, **l'Union européenne** a d'ores et déjà inscrit dans la révision de la directive bancaire adoptée en mai dernier certains de ces progrès, notamment le maintien au bilan d'une partie des risques titrisés, pour inciter les banques originatrices à gérer correctement les risques qu'elles disséminent sur les marchés. Ce principe a d'ailleurs été reconnu à Pittsburgh, en dépit de l'opposition de certains grands pays. Mais de nombreux autres points vont être inclus dans les révisions successives de la directive CRD, suite à d'intenses discussions au Comité de Bâle.
- Normes prudentielles, mais aussi, normes comptables sur lesquelles les débats sont intenses, notamment portés par la France. Discussion difficile, où s'il y a désormais un quasi consensus pour constater que les normes **IFRS, avec la « fair value »**, sont procycliques, mais pas encore assez de consensus pour considérer que l'intérêt de la stabilité financière doit conduire à relativiser la priorité donnée à un mode de comptabilisation avant tout destiné aux investisseurs. En affirmant que le régime comptable doit traiter la question des valorisations des actifs sur des marchés illiquides et refléter l'horizon de détention des actifs, les conclusions du G20, du Comité de Bâle ou du Conseil de stabilité financière ont posé les fondations d'une révision des règles comptables qui doit maintenant être menée jusqu'à son terme. Le Président de l'IASB sera de nouveau devant l'Ecofin la semaine prochaine pour en parler, l'Europe fait entendre sa voix.

3. Voilà pour un certain nombre de réformes en cours. Qu'est-ce qui permet de penser qu'elles seront mises en vigueur ?

Le premier élément, c'est la volonté politique. Il est clair que la fenêtre d'opportunité pour réformer ne sera pas ouverte encore très longtemps. Mais, la détermination des gouvernements reste forte, et elle trouve des relais dans toutes les organisations chargées de mettre en place ce nouveau cadre de régulation, qui ont été transformées ou créées à cette fin.

- Le Forum de stabilité financière (FSF), en s'élargissant à tous les pays du G 20, est devenu le Conseil de stabilité financière (CSF). Il rassemble très largement les banques centrales, les superviseurs de marché, les superviseurs prudeniels, les Trésors. Avec un secrétariat renforcé, il impulsera des « revues par les pairs » et assurera un suivi méthodique des mesures prises par le G20. Par exemple, il produira dès mars 2010 un rapport de suivi sur les bonus, qui permettra de surveiller la mise en œuvre des nouveaux standards du CSF.
- En second lieu, un mécanisme d'alerte précoce sur les risques financiers et les déséquilibres macroéconomiques est mis en place par le FMI et le Conseil de la stabilité financière. Il jouera un rôle essentiel dans la surveillance des déséquilibres.
- Et toujours pour répondre au trop grand morcellement de la supervision, les principales places financières ont engagé de profondes réformes. C'est le cas au Etats-Unis, avec en gestation la constitution autour de la FED d'un Comité de risques qui doit permettre un meilleur dialogue des superviseurs entre eux. Au niveau européen, une nouvelle architecture, suite au rapport de Jacques de Larosière, est en train de voir le jour.
 - o L'approche macroprudentielle de la supervision, qui permet de mieux préserver la stabilité financière via la prévention du risque systémique et la formation de bulles, sera assurée avec la création d'un Conseil européen des risques systémiques (CERS), présidé par la BCE, qui devrait être entérinée dans ses grands contours à l'Ecofin la semaine prochaine.
 - o Le Conseil européen de juin dernier a également décidé la création de véritables agences européennes de supervision, qui remplaceront les actuels comités de superviseurs, dits de niveau 3, et permettront un renforcement très important de la coopération entre superviseurs. Elles seront dotées de pouvoirs contraignants, notamment pour trancher les éventuels litiges susceptibles d'intervenir entre superviseurs. Il ne s'agit évidemment pas de transférer au niveau européen la supervision directe des entités financières, mais ces autorités devront disposer des moyens nécessaires pour assurer une application uniforme des textes européens, et garantir le bon fonctionnement du marché unique. Ces nouvelles autorités auront aussi le pouvoir de superviser directement les entités pan-européennes telles que les agences de notation. C'est évidemment essentiel, et cela constitue, au niveau européen, une étape majeure.
- Si l'on regarde maintenant au niveau national, la France a pris de l'avance dans ce domaine en engageant sa réflexion dès 2008, vous en connaissez le résultat, nous allons fusionner les autorités de supervision de la banque et de l'assurance dans les prochaines semaines.
 - o La France aura ainsi une autorité de supervision plus efficace, capable de surveiller les risques, qu'il s'agisse de banques ou d'assurances, tout en veillant à respecter les spécificités de chaque secteur qui ont chacun leur culture et leur technicité. Je sais que la profession de l'assurance, avec ses différentes familles, est sensible sur ce point, et nous nous efforçons de répondre à cette préoccupation.

- J'ajoute que cette nouvelle autorité nous permettra d'agir plus efficacement au sein des instances internationales. En unissant les forces, elle pèsera plus lourd dans les négociations européennes et internationales – la refonte de l'IAS 39 constituant à cet égard une bonne illustration.
- Un projet de loi de régulation bancaire et financière viendra compléter cet édifice dans les prochains mois.

4. Je voudrais conclure ce tour d'horizon par quelques questions sur les risques de ce processus.

Je vois cinq risques principaux.

- Le premier est sans doute de sur-réguler, ou, c'est une variante, de ne pas avancer du même pas de part et d'autre de l'Atlantique, voire de la Manche, mettant ainsi notre place financière en risque.
- Le risque existe en matière de normes prudentielles, car rien ne garantit absolument, en dépit des engagements politiques, que les Etats-Unis appliqueront en effet les normes de Bâle 2 ; rien ne garantit que la convergence entre les IFRS établies par l'IASB et les US GAAP sera effective pour mettre nos entreprises à égalité de concurrence avec les sociétés américaines. Aujourd'hui, ce n'est pas le cas. Rien ne garantit que les nouveaux standards du CSF en matière de rémunération des opérateurs de marchés seront appliqués de manière aussi exigeante sur les différentes places financières ; ou que la même détermination animera l'ensemble des acteurs en matière de lutte contre les paradis fiscaux et autres territoires non coopératifs.
- Nous sommes conscients de ces risques, ce sera notre rôle, avec l'ensemble des parties prenantes, de veiller à ce que l'égalité de traitement soit respectée.
- Mais je voudrais aussi ajouter que le risque de sur-réguler est probablement asymétrique. Il est possible de revenir sur une réglementation excessivement rigide. Il est impossible de mettre en place, une fois la pression de la crise passée, un cadre de régulation plus rigoureux, nous en avons tous fait l'expérience.
Autre illustration de ce risque de sur-régulation ou d'over-shooting, celui qui pèse sur le niveau de capital requis par les banques. Il faut trouver le bon timing : l'horizon 2010 pour fixer les règles, l'horizon 2012, si la croissance le permet, pour le mettre en œuvre. C'est sans doute l'un des points les plus délicats à régler, de même que le bon calibrage d'un certain nombre de mesures qui ne tiennent pas compte des différences de situation des deux côtés de l'Atlantique, je pense par exemple au ratio de levier.
- **Deuxième risque, en sens inverse, le risque de non mise en œuvre de ce nouveau cadre sous la pression du marché.** Il pèse plus particulièrement sur les bonus, et sur la mise en place de nouvelles autorités de supervision plus puissantes, car il faut mettre en cause des situations acquises et chacun sait que c'est difficile.
- **Troisième risque :** celui de donner une mauvaise réponse à une bonne question, l'aléa moral que nous avons créé en donnant le sentiment aux plus grands établissements qu'ils étaient définitivement à l'abri de tout risque de défaut. C'est le **débat du « too big to fail »**. Le message était indispensable pour enrayer la crise, mais il n'est pas sans risque.

Pour y remédier, plusieurs réponses sont possibles, dont certaines sont très extrêmes, mais qui sont sur la table. Une surveillance renforcée ; des exigences en capital spécifiques ; la mise en œuvre du Glass-Steagall Act ; le découpage des activités. Des personnalités comme Paul VOLCKER ou Merving KING se sont exprimées en ce sens.

- **Quatrième risque, en matière de normes comptables et prudentielles, celui de converger, effectivement, mais de converger chaque jour davantage vers une mauvaise cible, la valeur de marché !** Je pense bien entendu aux normes comptables, aux normes prudentielles ou à Solvabilité 2, sujet que vous connaissez bien.
- Enfin, last but not least, un dernier risque peut survenir du fait des **déséquilibres macro-économiques**, qui pourraient générer de nouvelles crises du système financier ; c'est tout l'enjeu du nouveau cadre pour une croissance forte, équilibrée et soutenable, adopté par le G20 de Pittsburgh mais qui sera décliné au G20 de St-Andrews.

Pour conclure, vous voyez que de nombreux chantiers sont engagés. Le point d'arrivée n'est pas parfaitement établi sur tous les points, c'est un processus évolutif, mais la direction est claire.

Je souhaite également insister sur le fait que, sur la plupart de ces sujets, seule une approche coordonnée aux plans européen et international fait sens d'une part pour assurer un « level playing field » et d'autre part pour éviter tout arbitrage réglementaire. C'est la clé d'une mise en œuvre réussie, et nous y serons très attentifs, avec votre concours.

Nous continuerons donc d'animer fortement les travaux internationaux avec ténacité. C'est notre priorité pour les prochains mois.

Je vous remercie de votre attention.

* * *

Chambres de compensation et risque systémique « Il y a CCP et CCP »

Bibliographie :



Marie-Agnès NICOLET : est Présidente d'Audisoft consultants. Diplômée d'HEC. Après avoir été responsable de l'audit interne de la BIMP, elle a développé des activités de conseil en gestion des risques et réglementation dans un cabinet d'audit puis comme Associée, Directrice Générale, puis Présidente d'Audisoft consultants. Elle a écrit de nombreux articles sur les problématiques réglementaires et gestion des risques, participe à l'année des professions financières depuis 4 ans et participe également à de nombreux groupes de place (transposition de la troisième directive anti blanchiment avec l'AFG, audit des prestations externalisées avec l'IFACI...)

Emmanuel de FOURNOUX : est Directeur des infrastructures de place et Réglementation prudentielle à l'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI) qu'il a rejoint il y a une dizaine d'années. Diplômé de l'Ecole Supérieure de Commerce de Tours, il a commencé sa carrière dans plusieurs entreprises d'investissement sur des fonctions de "back-office"



Introduction

Depuis le milieu des années 80, les chambres de compensations (autrement appelées CCP pour *Central CounterParty*) ont été utilisées pour les produits traités sur les marchés organisés (actions et dérivés listés) puis progressivement pour les produits de gré à gré les plus standardisés (produits de taux au comptant) avec une efficacité indéniable.

Les réflexions liées à la crise menées par les régulateurs européens et américains, mais aussi par l'industrie financière, ont conduit à considérer que la protection contre le risque systémique, dont les marchés se sont révélés un outil de propagation, et la restauration de la confiance étaient en partie conditionnées par le recours plus massif aux chambres de compensation pour les produits dérivés de gré à gré, à tout le moins pour ceux qui pouvaient faire l'objet d'une certaine standardisation. C'est le cas notamment des « *Credit Default Swap* » (CDS) pour lesquels les établissements financiers, fortement stimulés par les régulateurs, ont entrepris un travail important de standardisation et se sont engagés à utiliser des CCPs en Europe et aux Etats-Unis. Par ailleurs, le recours aux CCPs répond également à l'objectif d'assurer une meilleure visibilité des superviseurs sur le volume des transactions négociées par les acteurs de marché.

Il est indéniable que les CCPs, pour autant qu'elles soient bien contrôlées, contribuent efficacement à la réduction globale des risques liés aux opérations de marché. Deux éléments majeurs concourent à cette diminution du risque : d'une part le « *netting* » multilatéral des

positions prises par les opérateurs ; d'autre part la mise en place d'appels de marges systématiques qui permettent de réévaluer, au moins sur une base quotidienne, le montant des risques à assurer en fonction de l'évolution du prix des actifs pris en charge par la CCP. Il convient à cet égard de noter que les CCPs traditionnelles ont traversé plusieurs crises financières dans des conditions satisfaisantes.

Néanmoins, la prise en charge par les CCPs de produits dont la complexité n'a rien à voir avec celle des produits au comptant ou des dérivés listés, et dont les volumes de sous jacent traités sont sans commune mesure avec ceux des marchés organisés, justifie aujourd'hui que soit posée la question de la gestion des risques liés à l'utilisation des CCPs. Cette question est d'autant plus justifiée que même pour les produits les plus traditionnels, de nouveaux acteurs sont apparus ces dernières années en Europe à la suite de l'intense concurrence qui s'est développée entre plates-formes de négociation avec la mise en œuvre de la directive MIF.

Dans ce contexte, l'objet de cet article n'est pas d'apporter une contribution supplémentaire sur les bienfaits de la compensation mais d'analyser les problématiques de gestion et de prévention des risques générés par les activités des chambres de compensation, de montrer que la situation des CCPs au regard des risques encourus est hétérogène et d'en tirer les conséquences en matière de supervision, de cadre réglementaire et de normes prudentielles.

1) Si une CCP bien contrôlée est un facteur important de prévention du risque, elle ne l'élimine cependant pas, mais le concentre.

L'erreur fondamentale serait de considérer que les CCPs éliminent, de facto, tout type de risque et notamment **le risque de contrepartie** comme pourrait l'illustrer l'extrait d'un document commercial d'Eurex Clearing : « we enable the parties to a transaction to make decisions fully independently of each other and eliminate counterparty risks to a single contractual partner ». De la même manière, la titrisation a transféré les risques de crédit du bilan des banques vers les marchés financiers sans pour autant les éliminer. Dès lors dans les faits, la « perception » du risque a été diminuée à tort, conduisant les opérateurs à augmenter le volume d'opérations et les risques potentiels qui en découlent. Ces deux éléments combinés de minimisation du risque et d'augmentation du volume des opérations, facteurs indéniables de la récente crise financière, paraissent évidemment contraires à l'objectif de stabilité des marchés financiers.

Pour éviter que les mêmes erreurs ne produisent les mêmes effets, il est donc intéressant d'étudier plus en détail en quoi l'activité de compensation modifie la prise de risque des acteurs de marché et crée, en contrepartie, des risques réels supportés par les chambres de compensation.

a) Le rôle d'une CCP dans la chaîne de risque

La novation **transfère le risque de contrepartie** pris par le participant de marché sur sa contrepartie vers la chambre de compensation. En effet, dès la conclusion d'une transaction sur un système de négociation, les droits et obligations correspondants sont enregistrés dans les livres de la chambre de compensation, au nom de l'adhérent compensateur. Dès cet enregistrement, il y a novation, c'est-à-dire interposition et substitution de la chambre de compensation, qui devient ainsi la contrepartie unique des adhérents, titulaire à ce titre de droits et d'obligations en suite des transactions enregistrées au nom des adhérents. C'est d'ailleurs cette qualité de « contrepartie centrale » qui permet en outre de mettre en œuvre le mécanisme de compensation au sens juridique du terme où la compensation multilatérale des flux (appelé *netting*) des adhérents permet à la CCP de déterminer un solde net à livrer ou à recevoir de chaque adhérent, réduisant ainsi le risque aux positions nettes uniquement.

Dans la phase de règlement-livraison qui suit, la chambre de compensation émet en conséquence des instructions de règlement-livraison vers les systèmes du même nom où sera effectué le dénouement des transactions.

b) *Les risques pris par les CCPs*

En se substituant à ses adhérents, la chambre de compensation prend à sa charge l'essentiel des risques inhérents au post-marché qui comprennent notamment ceux définis par le comité technique de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) et le CSPR (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement)¹ :

- le **risque de crédit**, lié au défaut d'un adhérent, généralement pour cause d'insolvabilité. Il intègre le coût de remplacement des actifs qui ont été négociés par l'adhérent compensateur avant son défaut, ce coût étant déterminé par la volatilité des prix des actifs, le délai entre la date de négociation et celle du remplacement des actifs et enfin la taille de la position d'actifs devant être remplacée.

- le **risque de liquidité**, supporté par la chambre de compensation qui doit, en cas d'impossibilité pour un ou plusieurs de ses adhérents d'honorer leurs engagements, continuer de réaliser et de remplir ses obligations de paiement, dans la journée ou dans la nuit, auprès des participants qui ne sont pas en défaut, et ce, dans les délais prévus.

- le **risque juridique** est particulièrement important du fait de la fonction même de contrepartie centrale. En effet, le principe de la compensation repose sur la capacité juridique à substituer la CCP à la contrepartie et à lui transférer les droits et obligations qui découlent du contrat de négociation. Le risque juridique peut apparaître si le droit ou la réglementation ne sont pas en adéquation avec les règles de la compensation ou si leur application n'est pas claire ; ce risque est d'autant plus élevé dans un contexte transfrontalier où les opérations et les adhérents relèvent de droits différents.

- le **risque opérationnel** correspond au risque de pertes par suite de dysfonctionnements des systèmes ou des contrôles, d'erreurs humaines ou de gestion. De tels risques liés aux processus de compensation peuvent engendrer une pénurie de liquidités ou réduire les moyens de surveillance de l'exposition aux risques.

Ces risques opérationnels peuvent s'accroître dans le cas où les CCPs ont recours à des prestataires externes pour la gestion de leurs systèmes d'information.

Les chambres de compensation supportent également un très fort **risque de non continuité d'activité** qui, en cas de défaillance ou d'insuffisance du dispositif de continuité d'activité (problème de sécurisation ou de tests insuffisants), peut provoquer des pertes de données sur les opérations critiques et empêcher la chambre de surveiller efficacement les risques de ses adhérents.

Au-delà des risques définis par l'OICV et le CSPR, certaines CCPs encourent des risques vis-à-vis de l'agent de règlement qu'elles ont choisi lorsqu'elles n'assument pas elles-mêmes cette fonction. Elles peuvent aussi supporter des risques de crédit vis-à-vis des établissements auprès desquels elles déposent les avoirs de leurs adhérents. La concomitance de l'émergence de nouvelles chambres de compensation en Europe et de la crise financière a montré toute l'acuité de ce type de risques.

¹ Le Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement (CSPR) et l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) ont établi en novembre 2004 un ensemble de recommandations visant à préserver la stabilité financière et à renforcer les infrastructures financières : cf. document intitulé « Recommendations for Central Counterparties ».

c) Les moyens à disposition des CCPs pour prévenir les risques

Afin d'assurer un fonctionnement solide de leurs mécanismes de garantie, les CCPs peuvent mettre en place des dispositifs de contrôle et de réduction des risques, notamment par le biais des « lignes de défense » suivantes :

- les **conditions d'adhésion et de sélection des adhérents** qui permettent de prévenir, dès le début de la relation, un certain nombre de risques, notamment le risque de défaut de ses membres mais aussi certains risques opérationnels, juridiques et de contrepartie. Plus précisément, les CCPs peuvent s'assurer que les futurs adhérents disposent d'une solvabilité financière adéquate et de moyens tant techniques qu'humains suffisants pour faire face à une activité complexe. Enfin, chaque futur adhérent peut être amené à disposer d'un dispositif de contrôle et de continuité d'activité adapté et compatible avec les activités de compensation et se doit de répondre aux obligations juridiques et réglementaires en adéquation avec l'activité de compensation.
- les **dépôts de garantie et les marges, calculés sur la base des positions ouvertes**, qui permettent de couvrir les risques par catégorie d'actif et par adhérent dans des conditions normales de marché. Par ailleurs, les CCPs peuvent mettre en place des critères d'éligibilité pour les collatéraux pouvant être apportés par ses adhérents.
- le calcul et la constitution d'un **fonds de garantie mutualisé de la compensation**, ainsi que **les exigences en fonds propres des chambres**, qui ont pour objectif de couvrir la défaillance éventuelle d'un ou de plusieurs adhérents (pour tous les cas où l'utilisation des collatéraux, déposés par les adhérents pour couvrir les risques liés aux positions ouvertes, ne s'avérerait pas suffisante).
- se doter ou être soumis à un **dispositif de contrôle interne** respectant des grands principes : séparation des fonctions, cartographie des risques de la chambre (dont les risques liés à l'externalisation), existence de dispositifs de contrôle interne couvrant l'ensemble des processus....
- la mise en place d'un lien efficace et direct avec la monnaie Banque Centrale afin de prévenir le risque de liquidité.

3) Les critères qui doivent conduire les établissements à une meilleure évaluation des CCPs

Jusqu'à un passé récent, l'organisation des marchés selon un modèle de silo (dans lequel une CCP était étroitement lié à un marché financier) faisait que la question du choix d'une CCP ne se posait pas. La situation est différente depuis la Directive MIF et le développement des plateformes multilatérales de négociation. Le nouveau cadre européen conduit les 18 CCPs membres de « l'European Association of Central Counterparty Clearing Houses » à proposer de plus en plus d'offres concurrentes pour la compensation de produits ou marchés identiques. Le développement de la compensation pour les produits dérivés de gré à gré va encore accroître la concurrence entre les CCPs.

Or, le risque de contrepartie auquel sont exposés les établissements n'a pas disparu mais a été transféré aux CCPs. Au-delà de l'analyse des coûts, il paraît donc indispensable pour tout acteur de marché de bien choisir sa ou ses chambres de compensation en fonction de critères objectifs pouvant être comparés entre les chambres existantes, des réglementations locales applicables à chacune d'entre elles, et ce, afin de se prémunir contre tout risque systémique de défaillance de ces dernières. Cette analyse est d'autant plus importante que les situations des CCPs sont, en absence d'un cadre européen unifié, particulièrement hétérogènes en Europe comme le montre l'analyse ci-dessous. Elle est basée essentiellement sur les informations

rendues disponibles par un panel de six chambres de compensation européennes et par leurs superviseurs respectifs.

a) Les dispositifs de régulation, de supervision et de surveillance

Tout d'abord, le cadre d'exercice de l'activité de CCP n'est pas homogène en l'absence d'un statut spécifique harmonisé. En dehors de quelques normes minimales et recommandations de place, notamment du CSPR, de l'OICV et du Comité de Bâle, certaines réglementations ont une portée contraignante limitée. Ainsi, toutes les chambres de compensation n'ont pas le statut d'établissement bancaire, ce qui crée des écarts dans le monitoring des CCPs par les autorités de supervision, passant de la simple surveillance (couramment appelé *oversight*) à des contrôles sur place plus détaillés par le superviseur en charge. LCH.Clearnet SA fait d'ailleurs partie des CCPs à posséder ce statut d'établissement de crédit et est donc soumise à l'ensemble des exigences prudentielles qui en découlent, comme l'exigence en fonds propres prudentiels et les reportings obligatoires aux superviseurs. Aussi, outre l'*oversight* de la Banque de France, la Commission bancaire assure-t-elle un contrôle permanent de LCH.Clearnet SA en plus de ses contrôles sur place, là où d'autres CCPs ne sont soumises qu'à un simple *oversight* de leur superviseur, visant généralement à évaluer le respect des standards internationaux. On notera par ailleurs que LCH.Clearnet SA est également soumise à la tutelle de l'Autorité des marchés financiers, qui, outre ses fonctions de régulation, peut également effectuer des contrôles de la chambre.

Des standards internationaux ont été définis dès 2004 par le CSPR et le comité technique de l'OICV, avant d'être approfondis et adaptés au contexte européen par le SEBC (Système Européen des Banques Centrales) et le CESR (Committee of European Securities Regulators). Ces deux groupes de travail ont ainsi défini une liste de 15 recommandations couvrant les principaux types de risques auxquelles les CCPs font face :

Legal risk	Reco 01
Participation requirements	Reco 02
Measurement and management of credit exposures	Reco 03
Margin requirements	Reco 04
Financial resources	Reco 05
Default procedures	Reco 06
Custody and investment risks	Reco 07
Operational risk	Reco 08
Money settlements	Reco 09
Physical deliveries	Reco 10
Risks in links between CCPs	Reco 11
Efficiency	Reco 12
Governance	Reco 13
Transparency	Reco 14
Regulation, supervision and oversight	Reco 15

A ce sujet, les textes des régulateurs nationaux n'imposent pas le même niveau d'application des recommandations internationales. Pour exemple, alors que le CRBF 97-02 modifié, applicable à LCH.Clearnet SA précise les modalités du contrôle à mettre en place avec des dispositifs et des fonctions dédiées (contrôle permanent, conformité, contrôle périodique...), une obligation d'évaluer la sécurité des systèmes d'information, de mettre en place un contrôle des prestations externalisées et la nécessité de disposer d'une piste d'audit et de plan de continuité d'activité, la réglementation bancaire helvétique mentionne uniquement l'obligation « d'instituer d'une part des organes de direction et, d'autre part, des organes préposés à la haute direction, à la surveillance et au contrôle, en délimitant les attributions de chacun d'entre eux de façon à garantir une surveillance appropriée de la gestion »².

Les pratiques en matière de supervision des CCPs sont également variables, mais il est nécessaire de souligner que bien que les chambres de compensation soient en théorie contrôlées par leurs superviseurs respectifs (Commission bancaire et AMF pour LCH.Clearnet SA, FSA pour LCH.Clearnet Ltd, BaFin pour Eurex Clearing, etc.), les rapports émis suite à ces contrôles ne sont malheureusement pas publics pour des raisons de secret professionnel. Par ailleurs, la fréquence de contrôle ou la date du dernier contrôle réalisé ne sont pas non plus mis à disposition par les superviseurs nationaux.

Néanmoins, les autorités de supervision ou les banques centrales rendent publics certains résultats de leurs évaluations, généralement basés sur les recommandations CSPP-OICV, soit dans des rapports spécifiques, soit dans leur rapport annuel. Mais, ces résultats exposés restent, pour certains, superficiels et reposent parfois sur les déclarations de la CCP et assez peu souvent sur un contrôle effectif. Par ailleurs, certaines CCPs publient leurs propres résultats de contrôle sous forme de self-assessment, comme Eurex Clearing³ ou LCH.Clearnet SA⁴ ou présentent leur dispositif de gestion des risques comme EMCF⁵. Les rapports de gestion annuels développent également, mais succinctement, une partie relative aux dispositifs de contrôle mis en place et aux principaux risques couverts.

En matière de **contrôle des adhérents** par les CCPs, la réglementation applicable et les pratiques présentent également des différences significatives. Plus exigeante que d'autres en la matière, la France oblige par exemple la chambre de compensation à disposer en interne d'une fonction spécifique de contrôle de ses adhérents⁶. Cette fonction doit disposer de moyens et de l'indépendance nécessaire pour exercer son activité et envoyer annuellement un rapport d'activité comprenant la description de l'organisation, de la surveillance ou du contrôle, le recensement des tâches accomplies dans l'exercice de la mission, les observations que le responsable a été conduit à formuler et enfin les mesures adoptées à la suite de ces observations. Ce contrôle des adhérents paraît cependant difficilement compatible avec le statut d'acteur privé, dans le cadre d'une concurrence grandissante entre CCPs.

b) Les règles d'adhésion, le contrôle et le suivi des adhérents

Les **règles d'adhésion** sont un des moyens dont disposent les CCPs pour prévenir les risques. Outre la fonction de contrôle des adhérents, les CCPs imposent généralement des règles strictes préalablement à l'adhésion, mais peu nombreuses sont celles qui prévoient une **clause**

² Ordonnance 952-0, article 3.

³ Eurex : "Assessment of Eurex Clearing AG Compliance against the CPSS - IOSCO Recommendations for Central Counterparties", October 2008.

⁴ LCH.Clearnet SA : "how its risk management compares to external standards", December 2007.

⁵ EMCF : "Risk Management", February 2009

⁶ Article 541-7 à 541-11 du règlement général de l'AMF

d'inspection⁷ des adhérents pour s'assurer de la réalité opérationnelle des règles d'adhésion. La chambre de compensation allemande Eurex Clearing en fait partie et précise dans ses « Clearing Conditions » qu'elle peut imposer à un membre son droit d'examiner la conformité des conditions d'adhésion, et ce, en mandatant un auditeur externe à la charge de l'adhérent.

De son côté, LCH.Clearnet SA⁸ va plus loin dans le dispositif de contrôle, puisqu'elle demande à ses adhérents de collecter les éléments susceptibles de rendre compte de données de leurs donneurs d'ordres (en particulier les comptes sociaux) et de les lui transmettre sur demande.

Parmi les règles d'adhésion et les exigences demandées aux futurs adhérents, la plupart des CCPs insistent sur l'obligation de disposer des compétences nécessaires, des moyens techniques et informatiques suffisants et compatibles avec ceux de la chambre de compensation. L'exigence de compétence est une règle particulièrement importante du dispositif, certaines chambres demandant une description des compétences de(s) l'opérateur(s), un extrait de casier judiciaire ou un document équivalent.

Par ailleurs, les CCPs mentionnent la nécessité pour l'adhérent de disposer d'un **dispositif de continuité d'activité** minimum dédié à l'activité de compensation, répondant ainsi à une recommandation du CSPR-OICV.

Le **risque juridique** est également couvert par des conditions spécifiques : d'une part, les adhérents sont généralement tenus de disposer d'un statut d'établissement financier ou équivalent à la réglementation du pays d'origine de la chambre de compensation, d'autre part, le droit en matière de novation doit s'appliquer de manière équivalente pour le futur adhérent.

Les **capacités financières** des adhérents, comme le **capital minimum** requis, représentent un critère quasi-obligatoire dans le cadre de l'adhésion, quelles que soient les réglementations. Des différences sont notables dans le niveau des montants requis, mais la véritable différence concerne LCH.Clearnet SA qui prévoit une augmentation graduelle du capital minimum pour les adhérents multiples en fonction du nombre d'établissements clients.

SIX x-clear se différencie en incluant la **notation**⁹ de l'adhérent comme critère d'adhésion sans qu'aucun critère de capital minimum ne soit imposé. S'il ne s'agit pas d'un critère d'exclusion, la notation influe sur la tarification et surtout sur la détermination du montant des garanties devant être apporté. De son côté, LCH.Clearnet SA intègre ce même critère de notation pour son système de compensation des produits de taux et précise dans son Rule Book que l'adhérent compensateur doit « appartenir à un Groupe Financier bénéficiant d'une notation à long terme au moins égale à 'BBB', attribuée par l'une des principales agences de notation internationales »¹⁰.

Concernant les contrôles effectués par les CCPs, LCH.Clearnet SA impose à ses adhérents une connaissance de la surface financière de leurs donneurs d'ordres et une surveillance de son évolution.

c) Couverture des risques sur positions ouvertes

Les critères relatifs aux **appels de marge** sur les positions ouvertes sont au cœur du dispositif de maîtrise des risques de crédit. Après déversement d'une transaction dans le système de compensation, les CCPs calculent les positions nettes de chaque adhérent par agrégation des

⁷ On peut d'ailleurs s'interroger sur la portée effective de ces dispositions dans un contexte de concurrence entre les différentes CCPs

⁸ Instruction IV.1-3 de LCH.Clearnet SA

⁹ SIX x-clear, Close Up – Description de service - article 3.4, Juillet 2009

¹⁰ LCH.Clearnet SA Rule Book - Section 2.3.3 « Dispositions relatives aux Systèmes Reconnus par LCH.Clearnet SA »

transactions enregistrées sur une base individuelle. Les appels de marges interviennent sur la base des positions des adhérents. Le calcul des appels de marges fait ressortir de grandes différences de méthodes de calcul. Si certaines chambres prennent en compte les positions brutes et nettes pour l'appel de marge, comme LCH.Clearnet SA et Eurex Clearing, d'autres ne prennent en compte que les positions nettes, comme EuroCCP. La méthode de la prise en compte unique des positions nettes, réduisant de fait le montant des garanties, est d'ailleurs avancée comme argument commercial. Néanmoins, certaines positions ne pouvant être « nettes », l'appel de marge est calculé sur la position brute.

De manière générale, les appels de marges pour couvrir le risque de négociation reposent sur des modèles de VaR adaptés aux types de produits compensés. Pour exemple, les appels de marge de SIX x-clear reposent sur un modèle quelque peu différent : à partir des positions nettes, le calcul des appels de marges se base sur un modèle de VaR pondéré par les notations des adhérents.

Enfin, selon les instruments financiers traités et la volatilité de ces derniers, notamment les produits dérivés, toutes les chambres de compensation ne sont pas aujourd'hui capables de procéder à des appels de marges intraday, c'est-à-dire des appels de marge venant compléter en cours de séance les appels de marges habituellement effectués quotidiennement. La mise en place par les CCPs de tels dispositifs représente clairement une étape nécessaire permettant de mieux appréhender la volatilité des actifs ou des hausses exceptionnelles des expositions sur les positions les plus risquées.

d) Fonds de garantie

La constitution des fonds de garantie ou *clearing fund* a pour objectif essentiel de couvrir les cas majeurs de défaut d'un ou plusieurs adhérents. Les méthodes de calcul sont très hétérogènes. Si certaines sont basées sur des stress tests (LCH.Clearnet SA, EuroCCP, ICE Clear Europe) ou sur la position brute en suspens de l'adhérent, moyennée sur 3 mois, par rapport aux autres adhérents (SIX x-clear), d'autres le sont sur une somme forfaitaire pouvant être substituée par une formule prenant en compte le volume d'activité des *clearing members* (EMCF et Eurex).

Garanties bancaires, espèces et obligations d'Etat sont généralement acceptées comme contribution des membres au fonds de garantie, tandis que les produits Action le sont rarement. Néanmoins, certaines chambres de compensation acceptent les produits Action avec des conditions plus restrictives : uniquement des titres « large caps » (grosses capitalisations boursières comme pour la chambre de compensation suisse), titres déposés sur des comptes nantis de dépositaires spécifiques (exemple : comptes Clearstream Banking AG pour Eurex Clearing) et surtout une déduction est appliquée au montant d'actions pouvant constituer le fonds de garantie.

Un cas accepte les lettres de crédit (EuroCCP), mais la mise à jour du montant du fonds de garantie est effectuée quotidiennement contre une mise à jour mensuelle ou trimestrielle pour toutes les autres CCPs.

Par ailleurs, si certaines CCP concentrent toutes les contributions des adhérents au sein d'un *clearing fund* unique, d'autres les répartissent dans des fonds de garantie distincts en fonction de la typologie d'actifs traités par les adhérents. Ce dernier modèle de fonds distincts semble apporter une meilleure protection des adhérents contre le risque de contagion qui pourrait prendre naissance sur un marché comme celui des CDS. Cette allocation des contributions à un fonds de garantie spécifique, associée à un *membership* ou *clearing licence* spécifique, est d'ailleurs appliquée par LCH.Clearnet SA et Eurex Clearing pour la compensation des produits en fonction de leur typologie, notamment pour les CDS OTC. Cette protection doit

néanmoins être appréciée en regard des règles relatives au droit des faillites dans chaque juridiction.

e) Le suivi nécessaire de l'exposition des établissements aux CCPs

Si l'ensemble des précédents critères permet une différenciation du type et de la qualité des dispositifs de maîtrise des risques de chaque chambre de compensation, une autre composante reste déterminante pour les acteurs de marché dans le processus de sélection d'une CCP : le montant maximum de pertes pouvant être supporté par un adhérent selon sa chambre de compensation. En effet, selon la négociation du contrat et les *clearing conditions* de chaque CCP, il ressort que les adhérents ne sont pas exposés au même risque total en cas de défaut majeur des membres, de dysfonctionnements opérationnels de la chambre ou de crise majeure de liquidité. Il convient donc que chacun ait connaissance, via les différentes expositions, du capital pouvant être perdu en cas de risque systémique.

Ce suivi est d'autant plus valable dans les cas où la chambre de compensation est elle-même filiale d'un établissement bancaire pouvant être en défaut (cas récent d'EMCF, la chambre de compensation pan-Européenne, filiale à 100% de FORTIS, banque qui a connu de nombreuses difficultés en pleine crise des *subprimes*).

3) Comment réduire le risque systémique lié au rôle central des chambres de compensation ?

Compte tenu des différences existant entre les chambres de compensation, la question du choix d'une CCP n'est pas neutre. Mais pourquoi se poser cette question aujourd'hui alors que les CCPs existent depuis longtemps ?

Il est vrai que les CCPs traditionnelles sont étroitement liées aux marchés réglementés cash et dérivés qu'elles compensent, même si la directive MIF a récemment changé la donne. Mais pour les instruments financiers se négociant essentiellement de gré à gré (CDS et autres produits structurés OTC), le choix de la chambre de compensation est d'autant plus important que les risques encourus sont sans commune mesure avec ceux pris sur les marchés réglementés, de par les volumes en jeu et la nature des produits négociés (volatilité forte et liquidité faible).

a) Le risque systémique induit par les CCPs

Le **risque systémique** peut apparaître au sein d'une chambre de compensation si l'incapacité d'un adhérent à remplir ses obligations entraîne l'impossibilité, pour d'autres adhérents, de s'acquitter de leurs propres obligations à échéance. On parle d'effet domino, suite à une crise de confiance dans la capacité de certains établissements à honorer leurs règlements. Or, si les CCPs ont pour vocation de réduire significativement les risques pour les acteurs de marché par le biais du processus de novation et de netting multilatéral des échanges, tout en renforçant le contrôle global des tous ses adhérents, il n'en reste pas moins qu'elles concentrent la majorité des risques en leur sein et ont une responsabilité cruciale en matière de gestion de ces risques.

Plusieurs scénarios de risques majeurs sont à souligner :

- i. un *clearing member* ne peut apporter tous les collatéraux suite à un appel de marge (risque de défaut de la contrepartie) pouvant provoquer un effet domino de défauts en cascade,

- ii. certains collatéraux de *clearing members* sont des produits émis par des établissements en défaut au sein de la chambre ou d'une autre chambre de compensation ou sont en situation de dépôt de bilan,
- iii. les collatéraux déposés et/ou le fonds de garantie ne suffisent pas à couvrir un défaut, soit parce que les conditions d'adhésion de la chambre de compensation ne s'avèrent pas adéquates, soit parce que les règles de calcul ont été mal calibrées (modèles utilisés erronés, absence de mise à jour et de suivi des contributions, etc.).
- iv. une banque commerciale gérant les comptes de cash utilisés par plusieurs adhérents fait défaut. Les obligations de paiement des adhérents sont impossibles à remplir, créant un très fort risque de crédit et de liquidité pour la CCP. L'exposition totale de la chambre de compensation à cette banque peut largement dépasser l'exposition la plus large d'un adhérent unique.
- v. une CCP a un lien d'interopérabilité avec une autre CCP qui tombe en défaut. Le risque de contagion à la CCP est important si les modalités juridiques du lien d'interopérabilité ne sont pas appropriées.

Ainsi, le risque systémique peut être accru par un effet de concentration des risques sur la chambre de compensation qui, ajouté à la perception des établissements bancaires de transférer leur risque de contrepartie, pourrait conduire les adhérents à accroître excessivement leur prise de risque sur les marchés financiers et ceci d'autant plus qu'on les y inciterait (par exemple en réduisant les exigences de fonds propres sur ces opérations). Dans ce contexte, tous les ingrédients d'une nouvelle crise systémique seraient rassemblés.

Il importe donc que les risques relatifs aux systèmes de compensation soient gérés correctement afin d'éviter qu'ils constituent une source de perturbations systémiques pour les marchés de capitaux eux-mêmes, ainsi que pour les autres systèmes de paiement et de règlement.

b) Supervision et normes prudentielles

Pour éviter le risque systémique, il paraît donc important de mettre en place (en même temps que l'incitation faite aux banques de recourir de manière plus systématique aux chambres de compensation), un système garantissant à la fois la sécurité des établissements compensateurs et la solidité des CCPs.

Disposer de normes établies par des institutions internationales (*cf.* standards SEBC-CESR et CSPR-OICV) est nécessaire, mais pas suffisant, car comme on l'a vu plus haut, les CCPs ne sont pas toutes identiques et la seule manière de pouvoir s'assurer de leur solidité est de contrôler régulièrement l'ensemble des dispositifs assurant la pérennité de la chambre de compensation (dispositifs de contrôle, règles d'adhésion, calculs des appels de marges, collatéraux admis, réalité de la gouvernance, des dispositifs de contrôle interne et de la supervision).

Dans un environnement de plus en plus concurrentiel, il paraît même nécessaire que les superviseurs combinent contrôle périodique sur place et contrôle permanent, en complément de l'*oversight* des banques centrales ou que cet *oversight* soit renforcé ou étendu à une surveillance sur place s'il représente le seul dispositif de suivi des CCPs. Cette évolution ne sera cependant possible que dans le cadre d'une harmonisation des statuts des chambres de compensation vers un unique statut bancaire ou vers un nouveau statut spécifique propre à tous les systèmes de compensation (cet aspect étant aujourd'hui absent des normes internationales servant de socle à l'évaluation des CCPs).

c) *Mise en place d'un cadre européen de post marché*

Il est indéniable que la situation du post marché en Europe n'est pas satisfaisante. L'approche de la Commission européenne, fondée sur la concurrence et l'autorégulation (*cf.* le Code de Conduite Européen), n'a pas donné les résultats escomptés. S'agissant du règlement livraison, le système T2S qui est en train d'être mis en place sous l'égide de l'Eurosystème, devrait offrir une solution européenne efficiente. En revanche, la situation est particulièrement préoccupante pour l'aspect compensation. Pour cette activité, il convient de considérer que la notion d'interopérabilité promue par la Commission Européenne doit être regardée avec une circonspection accrue dans le domaine des dérivés, compte tenu de la nature des risques encourus. En particulier, la mise en place d'appels de marge entre chambres de compensation, permettant d'éviter des contributions mutuelles aux fonds de garantie, et l'étanchéité des *memberships* entre les différentes CCPs semblent constituer un bon dispositif pour endiguer tout risque de contagion. Enfin, cette interopérabilité souhaitée peut contraindre les CCPs à mettre en place des liens nombreux entre elles constituant des « spaghetti networks » coûteux, complexifiant les opérations et dont l'influence négative sur les risques opérationnels semble d'ores et déjà évidente. Dans un contexte où les systèmes de compensation mais aussi les systèmes de règlement livraison sont de plus en plus interconnectés, la solidité globale du système ne vaut que par celle de son maillon le plus faible.

Les standards CESR-ESCB¹¹, récemment adaptés pour tenir compte de la spécificité des marchés dérivés de gré à gré, constituent un premier socle utile d'harmonisation pour les CCPs en Europe. Néanmoins, ce socle n'est pas suffisant pour assurer un véritable « level playing field » en Europe dans la mesure où ces standards n'ont pas une nature contraignante, où certains d'entre eux sont trop peu précis et où certains aspects ne sont pas traités (statut, gestion de certains risques ...).

Il est dès lors indispensable que soit défini au niveau européen un véritable cadre d'exercice des fonctions de post marché qui, nécessairement, va bien au-delà des recommandations CESR-ESCB. S'agissant spécifiquement des CCPs, cette régulation devrait a minima porter sur les points suivants :

- encadrer les risques liés à l'activité de compensation (risque juridique, risque opérationnel, risque de crédit, risque de marché, risque de liquidité, ...)
- définir les conditions de compétition entre les CCPs qui peut naturellement porter sur la nature et l'étendue des services à valeur ajoutée proposés, ainsi que sur les tarifs, mais ne devrait en aucun cas affecter négativement leur gestion des risques ;
- prévoir le cas échéant une gouvernance des CCPs par les utilisateurs, le contrôle par les entités qui prennent des risques vis-à-vis de la CCP pouvant être un moyen efficace de prévention du risque.

Comme l'ont montré certains événements intervenus pendant la crise financière, un des risques majeurs auquel doit faire face une CCP en cas de défaillance d'un participant important est le risque de liquidité. Pour prévenir ce risque, il est nécessaire que la CCP ait un lien direct avec la monnaie Banque Centrale des produits qu'elle compense. En situation de crise, seul un lien étroit avec la Banque Centrale permet l'injection de liquidité en cours de journée (et en tant que de besoin, au-delà de la journée) nécessaire pour que la CCP puisse continuer de fonctionner de façon efficace vis-à-vis des participants non défaillants.

¹¹ CESR-ESCB: Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union (23 Juin 2009).

Sur ce point, il convient de souligner que les autorités américaines préconisent que les systèmes de Clearing importants soient placés sous l'autorité de la Réserve Fédérale et aient accès à la monnaie Banque Centrale. Dans son rapport publié en juin 2009¹², le Département du Trésor déclare ainsi : “*We propose that the Federal Reserve have the responsibility and authority to conduct oversight of systemically important payment, clearing and settlement systems, and activities of financial firms*” et ajoute : “*We propose that the Federal Reserve have authority to provide systemically important payment, clearing, and settlement systems access to Reserve Bank accounts, financial services, and the discount window.*”

d) 3/4. La lutte contre le risque systémique impose que les différences de qualité entre CCPs soient traitées prudemment

Suite à ces réflexions, et pour éviter l'effet d'accroissement des transferts de risques vers les chambres de compensation, il est également nécessaire de traiter la chambre de compensation comme un risque de contrepartie, du point de vue bâlois.

A l'heure actuelle, lorsqu'un établissement transfère son risque de contrepartie vers la CCP, il ne conserve plus qu'une couverture en fonds propres liés aux dépôts de garantie et appels de marge calculés en fonction de l'exposition de ses opérations compensées par les CCPs.

Les risques pris devraient alors faire partie du montant global alloué aux risques opérationnels, mais il faut souligner que, pour un niveau d'activité identique, ce transfert du risque de contrepartie ne nécessite aujourd'hui aucune allocation supplémentaire au titre du risque opérationnel. En effet, pour le mode forfaitaire proposé par le comité de Bâle (approche de base et approche standard), l'exigence en fonds propres est calculée comme un pourcentage du produit brut moyen et ne sera pas influencée par les risques pris par les établissements vis-à-vis de leurs chambres de compensation. Par ailleurs, même en méthode avancée, le montant des fonds propres alloués reste très dépendant des méthodes d'évaluation des établissements.

Parallèlement, à considérer que ce risque n'existe plus en tant que risque de contrepartie, on incite les établissements à multiplier les volumes vers les CCPs les plus concurrentielles qui peuvent être les plus risquées.

De même que les normes de solvabilité ont été revues pour conserver une allocation de fonds propres en face de risques titrisés, il ne faut pas considérer que le risque de contrepartie n'existe plus, mais considérer que chaque CCP constitue une contrepartie nécessitant une allocation de fonds propres chez ses adhérents plus en phase avec le montant de ses expositions, même si ce montant de fonds propres nécessaire devrait être plus faible que si l'établissement n'utilisait pas de chambre de compensation.

La réévaluation du montant de fonds propres à mettre en face de chaque établissement compensateur pourrait alors être réalisée en fonction d'une cotation spécifique des CCPs.

Ainsi, une **CCP supervisée directement par une banque centrale** et qui répondrait de manière sécurisante aux critères définis plus haut (dispositifs de contrôle, règles d'adhésion, calculs des appels de marges, collatéraux admis, réalité de la gouvernance, des dispositifs de contrôle interne et de la supervision) **pourrait voir son risque pondéré diminuer fortement**, tandis que d'autres CCPs nécessiteraient une allocation de fonds propres supérieure selon la typologie des produits traités, le profil de risque de la chambre et son niveau de conformité aux standards internationaux

¹² Rapport intitulé “A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation” (publié le 17 Juin 2009).

A ce sujet, il est intéressant de noter qu'aux Etats-Unis, le Bureau des Gouverneurs de la Federal Reserve s'est récemment exprimé au sujet de la pondération des risques de contrepartie dans le cadre de l'exposition des établissements aux CDS. En réponse à un collectif d'adhérents de la chambre de compensation américaine ICE US Trust LLC, le Bureau des Gouverneurs indiquait ainsi dans une lettre publiée en Juin dernier¹³, que, si dans le cadre actuel de l'approche avancée Bâle II, un établissement bancaire pouvait attribuer une exposition de zéro pour toutes ses transactions en cours sur produits dérivés avec une « qualifying central counterparty » ("QCC"), la position du comité de Bâle était en cours de révision. Le Bureau précisait enfin qu'une pondération du risque à hauteur de 20% de l'exposition en produits dérivés CDS compensés par ICE Trust serait adéquate, étant entendu que cette chambre de compensation est sous la supervision directe de la Federal Reserve et du New York State Banking Department.

En conclusion, s'il apparaît qu'une allocation de fonds propres réévaluée en fonction de l'exposition des adhérents et spécifique à chaque CCP représente une solution efficace pour éviter tout risque systémique, prévoyons que les cotations des chambres de compensation soient réalisées par les superviseurs eux-mêmes et non par des agences de notation privées qui ont montré leurs limites en matière de gestion des conflits d'intérêts et de pertinence des évaluations. Enfin, compte tenu de l'enjeu de place que représente la compétitivité des chambres de compensation nationales, on peut supposer qu'une évaluation croisée des CCPs par les différents superviseurs non impliqués dans leur contrôle permanent, voire un contrôle direct par l'Eurosystème pour les CCP européennes, constituerait une orientation à la fois équitable et efficace.

* * *

¹³ Letter to Paul E. Glotzer granting an exemption from the Board's risk-based capital guidelines for state member banks and bank holding companies (12 CFR Parts 208 and 225, Appendix A) to permit participants in ICE US Trust LLC ("ICE Trust"), New York, New York, to assign a 20 percent risk weight to claims on ICE Trust (5 Juin 2009).