

Rapport

sur le risque systémique

Jean-François Lepetit

Avril 2010

Sommaire

Introduction.....	4
PARITE 1 : IDENTIFIER LE RISQUE SYSTEMIQUE	8
1. Qu'est-ce que le risque systémique ?	10
2. Comment se propage le risque systémique ?	13
2.2 Identifier les institutions d'importance systémique	13
2.3 Identifier les facteurs de propagation du risque systémique	15
2.2.1 Les limites des moyens de résolution des pouvoirs publics peuvent contribuer à aggraver la crise	16
2.2.2 De nombreux Etats se sont engagés dans l'amélioration de leurs dispositifs nationaux de résolution de crise	16
3. D'où vient le risque systémique ?	20
3.1 Comprendre le moteur d'accumulation du risque systémique.....	20
3.1.1 Le degré de concurrence des activités financières est-il suffisant ?	21
3.1.2 Les risques du secteur financier sont-ils correctement tarifés ?	23
3.2 Identifier les activités systémiques	26
3.2.1 Activités de crédit	26
3.2.2 Activités d'assurance	32
3.2.3 Activités de marché	37
3.2.4 Activités de gestion d'actifs	48
PARTIE 2 : PREVENIR ET GERER LE RISQUE SYSTEMIQUE.....	56
1. Supervision du risque systémique	59
1.1 Justification d'une supervision systémique.....	59
1.2 Organisation d'une supervision systémique	60
1.3 Contenu d'une supervision systémique	62
2. Régulation du risque systémique	64
2.1 Régulation permanente : corriger les incitations à accumuler du risque systémique	64
2.1.1 Réduire les possibilités d'arbitrage dans la régulation micro-prudentielle	64
2.1.2 Taxer les externalités négatives des activités systémiques.....	72
2.2 Régulation ponctuelle : pénaliser les prises de risque systémique.....	82

2.2.1	Eviter les mesures permanentes pouvant être contournées	82
2.2.2	Privilégier des mesures temporaires imposées par les superviseurs.....	85
3.	Résolution du risque systémique.....	87
3.1	Développer des régimes efficaces et harmonisés de résolution de crise.....	88
3.1.1	Le dispositif français de gestion des défaillances d'institutions financières apparaît plutôt satisfaisant au regard des standards internationaux	89
3.1.2	Certaines améliorations du dispositif français pourraient néanmoins être envisagées.....	90
3.2	Résoudre les questions spécifiques aux groupes transfrontières	92
3.2.1	Des instruments utiles mais de portée limitée et dont les effets indirects ne doivent pas être sous-estimés	93
3.2.2	Des instruments indispensables à terme pour gérer efficacement des crises transfrontières.....	95
3.3	Clarifier le financement de la résolution de crise	98
3.3.1	Écarter la constitution de fonds de résolution de grande ampleur.....	98
3.3.2	Faire des fonds de garantie des dépôts existants des instruments financiers de résolution des crises:	99
Annexes		102
1.	Liste des recommandations	102
2.	Lettre de mission	106

Introduction

La crise que nous traversons est un évènement d'une rare gravité, qualifiée de systémique compte tenu de la diversité de ses manifestations et de l'ampleur de ses conséquences.

Les grandes banques qui incarnaient le succès des principales places financières ont été confrontées à des difficultés inédites, ayant mené certaines d'entre elles à la faillite. Les gouvernements et les banques centrales sont intervenus massivement pour restaurer la stabilité financière et soutenir le financement de l'économie. Malgré la réactivité des pouvoirs publics, le monde a été plongé dans une récession violente, particulièrement sévère dans les économies développées.

Sous l'impulsion du G20, des chantiers ambitieux de régulation financière ont été lancés afin de tirer les enseignements de cette crise.

Le Ministre m'a confié une mission sur le risque systémique afin notamment d'examiner l'idée d'une taxation internationale du secteur financier. Loin d'épuiser le débat engagé sur ce sujet, ce rapport a pour objectif de nourrir les travaux internationaux en cours.

La première partie du rapport est consacrée à l'analyse du risque systémique. Il semble en effet indispensable de poser en des termes communs la problématique complexe du risque systémique, avant d'envisager des réponses de politique publique.

Le risque systémique est un risque de dégradation brutale de la stabilité financière, provoqué par une rupture dans le fonctionnement des services financiers et répercuté sur l'économie réelle. On peut identifier les institutions financières susceptibles d'être mises en difficulté par une crise systémique et de propager ces difficultés vers d'autres acteurs. Mais pour identifier l'origine du risque systémique, il faut analyser, activité par activité, les différents mécanismes d'incitation, notamment financières, qui peuvent conduire les acteurs à accumuler de façon rationnelle, en dehors de toute erreur de gestion, des risques imparfaitement mesurés par la régulation financière classique. Autrement dit, le risque systémique ne se réduit pas à la somme des risques individuels pris par les acteurs financiers : dans certaines activités, notamment les activités de marché au sens large et certaines activités de gestion d'actifs, les risques pris sont supérieurs aux risques que mesurent les régulateurs micro-prudentiels.

A la demande du ministre, le rapport aborde également le rôle de la concurrence dans la dynamique du risque systémique. En l'absence de données empiriques et de travaux académiques récents sur ce sujet, il n'a pas été possible de réaliser dans le cadre de cette mission un diagnostic approfondi de la concurrence dans le secteur financier. Mais l'analyse des caractéristiques de certaines activités financières, notamment les activités de marché, met en évidence une tendance structurelle à la concentration. Les liens entre concurrence et stabilité financière ne sont toutefois pas univoques : l'existence d'un grand nombre d'acteurs ne protège pas nécessairement du risque systémique et les marges dégagées sur certaines activités peuvent a contrario constituer des coussins d'absorption des chocs. Les situations de

rente de certains acteurs posent avant tout une question de distribution des revenus dans l'économie. Ces analyses préliminaires montrent en tout état de cause que la concurrence dans le secteur financier pose des questions complexes et négligées jusqu'ici dans les chantiers de régulation financière. L'analyse de ce sujet ne pourra progresser que si les institutions internationales en charge de la supervision macro-prudentielle (conseil de stabilité financière, fonds monétaire international) s'en saisissent.

La deuxième partie du rapport recommande les pistes d'actions qui pourraient être envisagées, en matière de supervision, de régulation et de résolution du risque systémique.

En matière de supervision, il convient de poursuivre les réformes engagées visant à définir une fonction de supervision macro-prudentielle c'est-à-dire systémique, supervision dont le rôle est précisément de détecter dans l'ensemble du secteur financier l'accumulation de risques mal appréhendés par les régulateurs micro-prudentiels ou liés à des positions dominantes sur certains marchés et d'en tirer des recommandations à l'attention des superviseurs micro-prudentiels. Cette fonction n'est pas clairement établie au niveau international : le conseil de stabilité financière semble le mieux placé pour l'assumer, avec l'appui du fonds monétaire international, du comité de Bâle et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs. La concurrence dans le secteur financier doit en outre faire clairement partie des préoccupations du superviseur macro-prudentiel. Au niveau européen, les pouvoirs du futur comité européen du risque systémique vis-à-vis des agences européennes de supervision et des superviseurs nationaux devront être rapidement renforcés.

En matière de régulation, l'instauration d'une taxation du secteur financier définie au niveau international permettrait de compléter la régulation micro-prudentielle à condition qu'elle soit ciblée sur les comportements à risque. Les travaux préliminaires menés conduisent à identifier en tant que base taxable la plus pertinente les instruments de marché potentiellement illiquides. Cette assiette serait le meilleur complément de l'ensemble des mesures de régulation financière déjà envisagées, notamment par le comité de Bâle. Le rapport privilégie l'affectation du produit de cette taxe au budget général des États plutôt qu'à un fonds de résolution car cette solution apparaît mieux à même de limiter l'aléa moral. En parallèle de ces mesures permanentes de régulation, les superviseurs doivent pouvoir adopter des mesures plus ponctuelles, comme des surcharges en capital sur certaines activités, voire des restrictions au développement de certaines activités, afin de limiter les prises de risques excessives des acteurs placés dans leur champ de contrôle.

En matière de résolution, l'élaboration de régimes spéciaux de gestion des défaillances des institutions financières, notamment transfrontières, apparaît nécessaire. Elle permettrait de diversifier les capacités d'intervention des pouvoirs publics confrontés à la question du « too big to fail », en privilégiant des solutions de reprise de tout ou partie des activités d'une institution défaillante par d'autres acteurs privés, plutôt qu'un soutien direct de l'État. Ces régimes spéciaux de résolution doivent être mis en œuvre de manière coordonnée, au niveau européen au moins, et doivent aller de pair avec un renforcement des capacités d'intervention préventive des fonds de garantie des dépôts.

J'attire l'attention du Ministre sur quelques idées directrices à la lumière desquelles ce rapport été rédigé:

- la prévention et la gestion du risque systémique concerne toutes les autorités : les gouvernements, les banques centrales et les superviseurs financiers. Le rôle de la politique monétaire n'est pas traité dans ce rapport qui s'est concentré sur les solutions réglementaires et fiscales. Mais les autorités doivent veiller à la cohérence d'ensemble des réponses apportées à la problématique du risque systémique ;
- le risque systémique est un enjeu par essence international. Les actions envisagées tant en matière de prévention que de résolution ne peuvent avoir d'efficacité que si elles procèdent d'une approche internationale concertée. En particulier, une taxation non coordonnée au niveau international en termes d'assiette, de taux et d'affectation serait contre-productive au regard de l'objectif de maîtrise du risque et de respect d'une concurrence équitable entre places financières. Tel est l'enjeu immédiat du débat international qui s'amorce ;
- le risque systémique est principalement analysé dans ce rapport à travers les comportements des acteurs financiers. La distinction entre institutions et marchés systémiques relevant d'une approche davantage micro-prudentielle a été jugée peu opérante dans l'analyse du risque systémique. Les institutions financières sont des acteurs de marché, quand bien même les marchés et les institutions financières peuvent relever de superviseurs distincts. L'organisation et la régulation des marchés sont un enjeu systémique dans la mesure où elles conditionnent les stratégies des acteurs financiers et permettent d'agir sur les comportements d'acteurs non régulés comme certains fonds. Mais l'appréciation de l'importance systémique d'un marché sans lien avec les comportements de ses intervenants ne semble pas pertinente ;
- il ne faut pas renoncer à l'adoption de mesures de prévention du risque systémique. Face à la complexité du risque systémique, au confluent de la macroéconomie et de la régulation financière, on pourrait être tenté de renoncer à l'élaboration de mesures efficaces de prévention et concentrer les efforts sur les mesures de gestion du risque systémique. On ne peut en effet nier que les manifestations du risque systémique sont et resteront en partie imprévisibles. Mais le renoncement à toute démarche préventive reviendrait à nier l'existence de comportements à risque qui conditionnent le déclenchement d'une crise systémique et dont certains avaient été identifiés comme sources de vulnérabilité du secteur financier avant la crise ;
- la problématique du « too big to fail » n'est pas strictement la même que celle du risque systémique. Le risque systémique s'accumule dans le secteur financier du fait de comportements à risque. Certaines institutions sont plus vulnérables que d'autres. Mais une institution financière ne devient « too big to fail » que si les autorités publiques estiment, dans un contexte donné, qu'elles doivent la soutenir en cas de difficultés, pour des raisons qui ne se limitent pas nécessairement au maintien de la stabilité financière. L'appréciation du caractère « too big to fail » d'un établissement est et doit rester à la seule discrétion des autorités publiques. En revanche, la mise en place de régimes de résolution permettrait d'élargir les marges de manœuvre des autorités publiques pour gérer de façon ordonnée les défaillances de n'importe quelle institution financière, y compris celles qui pourraient être considérées comme « too big to fail » ;

- l'efficacité d'une taxe comme outil de régulation systémique, complémentaire des règles prudentielles, dépend de l'assiette choisie. Si l'assiette n'est pas ciblée sur des comportements à risque, alors elle contribue faiblement à la réduction du risque systémique mais procède d'une autre logique, comme la redistribution des revenus ou l'assurance. Ce rapport n'explore que les voies d'une taxation du secteur financier dont l'objectif serait de corriger les comportements à risque du secteur financier. Il ne s'appuie pas sur un état des lieux de la fiscalité applicable au secteur financier pour apprécier son niveau de contribution au financement des politiques publiques. Ce travail, qui n'a d'intérêt que s'il est conduit au niveau international, est en cours de réalisation par le FMI ;
- il convient d'être vigilant sur l'impact cumulé de l'ensemble des mesures de régulation financière en cours d'élaboration. Selon l'assiette et le calibrage d'une taxe du secteur financier, son coût pourrait être répercuté sur les agents économiques. Cet impact s'ajouterait à celui des autres mesures de régulation déjà en cours d'adoption, notamment par le comité de Bâle. La conduite d'une étude d'impact macroéconomique globale de l'ensemble des mesures envisagées, intégrant la taxation du secteur financier, est un préalable indispensable à la mise en œuvre d'une telle mesure.

PARTIE 1

IDENTIFIER
LE RISQUE SYSTEMIQUE

1.Qu'est-ce que le risque systémique ?

La crise financière récente pose avec acuité la question de la prévention et de la gestion du risque systémique. La notion de risque systémique n'est pas nouvelle, elle recouvre des problématiques anciennes comme celle de l'existence d'un prêteur en dernier ressort. Mais l'analyse du risque systémique lié aux comportements des institutions financières relevait principalement jusqu'ici de la sphère académique, sans réelles déclinaisons en matière de régulation financière. L'ampleur des conséquences de la crise du *subprime* sur la sphère financière et l'économie réelle a replacé le risque systémique au cœur des travaux internationaux de régulation financière. Le G20 de Pittsburgh s'est ainsi engagé à définir d'ici fin 2010¹ des mesures spécifiques de prévention et de résolution de crise pour les institutions financières systémiques.

L'identification du risque systémique suppose de définir la crise systémique. A défaut d'une définition académique largement reconnue, les différentes enceintes internationales ont travaillé à une définition commune² : la crise systémique est une rupture dans le fonctionnement des services financiers (i) causée par la dégradation de tout ou partie du système financier et (ii) ayant un impact négatif généralisé sur l'économie réelle. Le risque systémique est donc le risque de matérialisation de cette rupture dans le fonctionnement des services financiers susceptible d'affecter l'ensemble du secteur ainsi que l'économie réelle.

Le risque systémique peut également être appréhendé à travers la notion d'externalités négatives. On parle d'externalités négatives pour qualifier une situation dans laquelle l'activité d'un agent économique a un impact négatif sur la situation d'un autre agent sans que le premier supporte les dommages engendrés au second. A l'échelle du secteur financier, le risque systémique correspondrait donc aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle en cas de crise systémique. Cette notion a également un sens au sein même du secteur financier dans la mesure où la faillite d'un établissement financier, au-delà de l'impact direct qu'elle a sur ses actionnaires et ses créanciers, peut fragiliser les autres institutions financières en raison de ses interconnexions. Ainsi l'ensemble du système financier et l'économie réelle sont susceptibles d'être affectés par la matérialisation d'un risque pris par un seul établissement. Il convient dès lors d'identifier la part des risques financiers de nature systémique qui menacent l'ensemble de la collectivité et qui génèrent des coûts qui ne sont pas supportés par les agents à l'origine de ces risques.

¹ Selon les termes du communiqué (en anglais): « *Addressing cross-border resolutions and systemically important financial institutions by end-2010(...)* ».

² Guidance to Assess the Systemic importance of financial institutions, markets and instruments, 20 Octobre 2009, FMI – BRI – CSF.

L'identification du risque systémique est complexe. Elle ne repose sur aucun cadre réglementaire préétabli. Les premiers travaux internationaux ont cependant permis d'écarter les approches simplificatrices :

1/ Le risque systémique ne peut être défini à partir d'un seul critère. L'analyse de la crise financière récente ne permet pas de déterminer un critère simple et unique commun à l'ensemble des institutions financières dont les difficultés auraient pu nuire à l'ensemble du secteur financier. Par exemple, la taille des institutions financières ne constitue pas le seul critère permettant d'identifier les entités d'importance systémique. D'une part, les risques des institutions financières ne se mesurent pas à l'aune de leur taille de bilan compte tenu du poids de leurs expositions hors bilan et des différences de référentiels comptables. D'autre part, une taille plus grande peut s'accompagner d'une plus grande diversification des risques (comme c'est le cas pour les banques universelles par exemple) et donc d'une plus grande résilience aux chocs. A contrario, les *hedge funds* ou les *monoliners* qui restent des acteurs de taille intermédiaire peuvent dans certains cas être systémiques en raison du caractère concentré de leur activité. La situation macroéconomique et les cycles financiers constituent également des éléments importants dans l'émergence des crises systémiques. Une étude de la réserve fédérale de Cleveland regroupe ces facteurs complémentaires à la taille en quatre catégories (contagion, corrélation, concentration, conditions et contexte)³.

2/ l'analyse du risque systémique ne peut se limiter aux banques. Si le secteur bancaire a enregistré les plus lourdes pertes dans la crise du *subprime*, de nombreux acteurs non bancaires ont joué un rôle important dans le déclenchement et la propagation de cette crise. On peut citer les *hedge funds* qui ont été à l'origine de la fragilisation de certaines grandes banques comme UBS et Bear Stearns. En mai 2007 UBS annonçait ainsi la fermeture de Dillon Read à la suite de 125M\$ de pertes liées au risque immobilier américain *subprime*. De même Bear Stearns a été contraint en juin 2007 de recapitaliser à hauteur de 3,2Mds\$ deux *hedge funds* en grave difficulté sur lesquels la banque était très exposée. On peut également citer les difficultés de l'assureur AIG qui s'est retrouvé dans l'incapacité de faire face aux appels de marges de ses contreparties sur un portefeuille de CDS s'élevant à 440Mds\$ et a fait l'objet d'une opération de sauvetage massive par les autorités américaines. On peut enfin citer les rehausseurs de crédits ou *monoliners* (FSA, AMBAC, MBIA, etc.) auprès desquelles les institutions financières avaient acheté des garanties financières : la dégradation de notation des rehausseurs pendant la crise a conduit les institutions financières contreparties à enregistrer de lourdes dépréciations sur les portefeuilles où ces rehausseurs intervenaient en garantie.

L'identification du risque systémique suppose une analyse approfondie des activités de l'ensemble du secteur financier. En l'absence de critère pouvant distinguer de façon binaire celles des institutions financières qui sont systémiques et

³ « On systematically important institution and progressive sustemic mitigation », Policy discussion paper, Federal Reserve Bank of Cleveland, J. B. Thomson, 2009.

celles qui ne le sont pas, le risque systémique ne peut être identifié qu'à partir d'une analyse détaillée des activités et des stratégies financières, toutes catégories juridiques confondues. On ne peut exclure a priori une catégorie d'acteurs financiers du champ d'analyse du risque systémique, sous peine de ne pas l'appréhender correctement.

Le déclenchement d'une crise systémique naît d'un choc qui se propage à l'ensemble du secteur financier. Ce choc peut résulter du dysfonctionnement d'un marché ou d'une institution financière. Il peut également provenir d'une situation de déséquilibres macroéconomiques. Mais tout choc ne déclenche pas nécessairement une crise systémique. Celle-ci suppose que le choc soit propagé à l'ensemble du secteur financier, puis à l'économie réelle. Une telle propagation n'intervient que dans le cas où le système financier s'est progressivement fragilisé par l'accumulation de risques pouvant l'affecter globalement.

Ainsi, les déséquilibres mondiaux expliquent en partie la crise financière récente. Deux écoles s'affrontent pour expliquer l'origine de cette crise: la première souligne la responsabilité de l'accumulation des déséquilibres mondiaux et la seconde met l'accent sur les défaillances de la régulation financière. Ce débat révèle en réalité que les facteurs macroéconomiques et financiers sont étroitement liés dans le déclenchement d'une crise systémique. La crise trouve en partie ses origines dans l'endettement excessif des agents privés de certaines économies occidentales avancées dans la phase d'expansion économique du début des années 2000, jusqu'à atteindre des niveaux qui n'étaient plus soutenables. Ce phénomène a particulièrement touché les ménages américains: la crise du *subprime* s'est ainsi déclenchée à l'été 2007 à la suite du retournement du marché immobilier américain. Ces niveaux d'endettement ont été rendus possibles par l'abondance des liquidités mondiales et l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit favorisé par la faiblesse des taux d'intérêts. Le retournement du marché immobilier américain s'est propagé au secteur financier par le canal de la titrisation qui fera l'objet de développements ultérieurs plus approfondis. L'analyse des vulnérabilités macroéconomiques du système financier fait donc partie intégrante de l'identification du risque systémique

Le risque systémique est un risque de nature macro-économique, qui n'est pas clairement identifié dans la réglementation financière à la différence des risques micro-économiques plus classiques (risque de taux, risque de crédit, etc.). Le risque systémique est un risque de dégradation brutale de la stabilité financière, provoqué par une rupture dans le fonctionnement des services financiers, et répercuté sur l'économie réelle. On ne peut pas exclure a priori d'institutions financières du champ d'analyse du risque systémique.

2. Comment se propage le risque systémique ?

2.1 Identifier les institutions d'importance systémique

Les ministres de l'économie du G20 se sont accordés sur des critères d'identification des institutions et des marchés d'importance systémique (cf. encadré 1), en novembre 2009, sur la base de propositions conjointes du fonds monétaire international (FMI), de la banque de règlement des différends (BRI) et du conseil de stabilité financière (CSF). Ces critères d'identification étaient vus comme le préalable nécessaire à la poursuite des travaux demandés par le G20. Le document conjoint FMI-BRI-CSF a été élaboré sur la base d'un questionnaire renseigné par les autorités financières nationales.

Encadré 1
Critères d'identification des firmes et marchés d'importance systémique
FMI-BRI-CSF

3 principaux critères ont été retenus. Ce choix est illustré dans le document conjoint FMI-BRI-CSF à travers trois études de cas d'institutions financières ayant rencontré de graves difficultés pendant la crise financière récente (Northern Rock, Lehman Brothers et AIG). Ces 3 critères peuvent être définis de la façon suivante :

- **la taille** : il s'agit d'apprécier le volume des services financiers fournis par une entité individuelle ou un groupe. La taille au sens de l'identification du risque systémique est une notion exhaustive et recouvre les expositions autrement dit les risques en bilan et hors bilan de l'entité observée. Ainsi le total de bilan net de Lehman Brothers, 4^e banque d'investissement américaine, s'élevait en normes comptables américaines à 340Mds\$ à la fin du 2^e trimestre 2008, pour un total d'actifs de 600Mds\$. L'appréciation de la taille d'une entité doit se fonder sur une approche économique plus que comptable.

- **l'absence de substituabilité** : il s'agit d'apprécier la dépendance relative du système financier aux services financiers fournis par une entité individuelle, afin d'apprécier la résilience du système à la disparition de cette entité. L'absence de substituabilité peut être notamment identifiée grâce à des indicateurs de concentration comme l'index Hirschman-Herfindahl qui mesure la distribution des parts de marché dans le secteur financier.⁴

- **l'interconnexion** : il s'agit d'apprécier les liens directs et indirects entre institutions financières qui vont faciliter la propagation du risque systémique et sa contagion à l'économie réelle. On peut noter par exemple le nombre et la diversité des contreparties d'AIG (particuliers, entreprises non financières, collectivités publiques américaines, banques commerciales et d'investissement internationales, *money market funds* et entreprises d'assurance⁵) comme facteur de son importance systémique.

Ces critères très flexibles constituent un outil utile d'appréciation par les autorités de supervision de la vulnérabilité des firmes et des marchés à une crise systémique. Le document conjoint FMI-BRI-CSF relève le caractère intrinsèquement

⁴ Pages 19 et 20 du « background paper » des travaux FMI-BRI-CSF

⁵ Page 24 du « background paper » des travaux FMI-BRI-CSF

évolutif et relatif du risque systémique, (i) dans le temps - les évolutions macroéconomiques jouent un rôle essentiel dans la dynamique du risque systémique -, et (ii) dans l'espace - l'identification du risque systémique est conditionnée par son cadre géographique d'appréciation. Sur ce dernier point en effet, une institution financière peut être identifiée comme d'importance systémique au niveau national, c'est-à-dire que sa défaillance ou sa faillite aurait un impact négatif significatif sur l'économie réelle nationale, alors que la même institution financière ne serait pas identifiée comme d'importance systémique au niveau international. Les critères d'appréciation de l'importance systémique d'une institution ou d'un marché sont donc nécessairement flexibles. C'est la raison pour laquelle le FMI, la BRI et le CSF ont privilégié des critères qualitatifs. Cette approche laisse par conséquent aux autorités de supervision chargées d'identifier le risque systémique une large marge d'interprétation, jugée nécessaire car elle apparaît comme la seule garantie d'une prise en compte de la relativité temporelle et géographique du risque systémique.

Ces critères appellent toutefois plusieurs commentaires :

1/ Ils mériteraient d'être davantage précisés. Le critère de taille doit être apprécié au regard de la concentration des activités de l'entité observée: une grande institution financière dont les risques sont très diversifiés peut être moins vulnérable qu'une petite institution financière dont les risques sont peu diversifiés. Autrement dit, le critère de « grands risques » (*un-diversified size*) serait plus pertinent que le critère de taille⁶. Ainsi, en matière d'assurance, la taille permet une meilleure diversification des risques et donc un meilleur profil global de risques. De même, le critère d'interconnexion doit être précisé afin de permettre une meilleure hiérarchisation des institutions d'importance systémique : au-delà du nombre d'interconnexions d'une institution, il faut identifier le sens de ces interconnexions afin de déterminer si elles conduisent ou pas à une meilleure allocation des risques pour cette institution. Enfin, l'appréciation de l'absence de substituabilité d'une institution financière pourrait être complétée par des critères de temporalité : selon les activités concernées, la substituabilité peut intervenir dans un délai plus ou moins rapproché de la défaillance d'une entité sans porter atteinte à la stabilité financière.

2/ Leur pertinence pour apprécier la vulnérabilité systémique d'un marché est limitée. Les critères retenus sont davantage opérationnels pour identifier les institutions que les marchés d'importance systémique. En particulier, les critères d'interconnexion et de non substituabilité sont d'une application difficile pour les marchés. Cela n'a toutefois qu'une importance limitée car l'analyse du risque systémique du point de vue des marchés est complémentaire et pas concurrente de l'analyse du risque systémique du point de vue des acteurs de ces marchés. Derrière chaque marché, ce sont bien des acteurs qui conduisent des stratégies financières plus ou moins risquées. L'enjeu systémique des marchés est donc davantage d'analyser dans quelle mesure leur organisation peut favoriser les comportements à risque des intervenants de ces marchés.

⁶ Pages 24 et 25 du rapport du Geneva association systemic risk working group

3/ L'utilisation de ces critères reste ambiguë. Ils sont destinés aux autorités de supervision afin de leur permettre d'apprécier avec flexibilité la vulnérabilité des institutions et des marchés à une crise systémique. Mais le FMI, la BRI et le CSF ne précisent pas l'utilisation qui doit être faite de cette appréciation. Les superviseurs devraient-ils tenir à jour une liste des institutions et des marchés d'importance systémique ? Cette liste serait-elle destinée aux gouvernements afin de les éclairer sur les entités « too big to fail » qu'ils devront soutenir en cas de crise ? Ou resterait-elle un outil de supervision sur la base duquel pourraient être définies des mesures prudentielles spécifiques ? La nécessaire stricte confidentialité de cette liste semble consensuelle : la publication d'une telle liste serait en effet de nature à créer de graves distorsions entre les institutions identifiées comme d'importance systémique d'un côté et les institutions non identifiées comme d'importance systémique de l'autre, au détriment de la stabilité financière. Quand bien même l'utilisation des critères d'appréciation de la vulnérabilité systémique n'est pas complètement tranchée, l'établissement d'une liste des institutions d'importance systémique paraît emporter davantage d'inconvénients que d'avantages car son usage ne pourrait être que très restreint.

4/ Ces critères ne permettent ni de comprendre ni de détecter l'origine du risque systémique. Les critères élaborés par le FMI, la BRI et le CSF visent à identifier les institutions et les marchés d'importance systémique, à savoir les entités dont la dégradation ou la défaillance conduit à augmenter le risque systémique et à propager la crise. Le document conjoint précise d'ailleurs que ces critères n'ont pas vocation à servir au calibrage de mesures prudentielles. Il s'agit d'établir avant tout des pratiques communes d'identification des firmes d'importance systémique, à l'usage des superviseurs micro-prudentiels mais aussi et surtout des superviseurs chargés de la supervision macro-prudentielle (voir définitions précises de ces notions page 59).

2.2 Identifier les facteurs de propagation du risque systémique

Les capacités de résolution⁷ de crise des pouvoirs publics ont une influence sur le risque systémique. Dès lors que les difficultés d'une institution financière d'importance systémique au sens des critères internationaux (grande, interconnectée et peu substituable) ne peuvent être maîtrisées et contenues, ces difficultés se propagent à

⁷ La résolution de crise rassemble les moyens de gestion des défaillances sous toutes leurs formes d'institutions financières afin d'assurer la stabilité financière, la continuité des services et la revitalisation du secteur financier (voir consultation publique sur un cadre européen pour la gestion de crise transfrontalière dans le secteur bancaire d'octobre 2009).

d'autres institutions et amplifient la crise systémique. C'est la problématique du « too big to fail » : faute de savoir gérer les conséquences de la faillite d'une institution financière d'importance systémique, celle-ci devient « too big to fail » et les pouvoirs publics sont contraints de la soutenir.

2.2.1 Les limites des moyens de résolution des pouvoirs publics peuvent contribuer à aggraver la crise

La crise a montré que la faillite d'institutions d'importance systémique pouvait aggraver la crise dès lors que ses conséquences pour l'ensemble du secteur financier n'étaient pas correctement maîtrisées. Les événements qui ont accompagné les défaillances de Fortis, de Lehman Brothers et des banques islandaises illustrent à quel point l'absence d'un cadre approprié de résolution de défaillance peut être dommageable pour la stabilité financière du système dans son ensemble. En effet, dans leur gestion de la crise récente, les Etats ont eu tendance à isoler les actifs nationaux d'un groupe dont l'activité est internationale (*ringfencing*) et à appliquer des instruments nationaux de résolution à l'échelon de chaque entité, au lieu de rechercher une solution à l'échelle du groupe. Or, le fait d'isoler des actifs locaux risque souvent d'entraver, plutôt que de faciliter, la résolution d'un problème touchant un groupe transfrontière. Dans certains cas, ce type de mesure entraîne un alourdissement des pertes pour le groupe dans son ensemble. L'incitation qu'ont les États à se coordonner et à s'abstenir d'isoler des actifs nationaux au cours d'une crise transfrontière est limitée par leur besoin de protéger les intérêts des parties concernées à l'échelon national (notamment les créanciers, les contribuables et le système de garantie des dépôts). Cet obstacle à la coopération dans la résolution de la défaillance d'un groupe transfrontalier est lié au caractère strictement territorial de la législation en matière d'insolvabilité. Si cette législation est nationale, les autorités nationales ont un intérêt légitime – de même qu'un puissant intérêt politique – à protéger, en les isolant, les actifs nationaux d'une banque en difficulté, afin de protéger les déposants et de maximiser les actifs disponibles pour les créanciers de l'entité nationale.

2.2.2 De nombreux Etats se sont engagés dans l'amélioration de leurs dispositifs nationaux de résolution de crise

Dans les pays les plus touchés par la crise, la principale réponse apportée jusqu'ici à la problématique du « too big too fail » par les pouvoirs publics a été de renforcer leur capacité à gérer la résolution voire la faillite ordonnée d'institutions financières.

Au Royaume Uni, la loi bancaire entrée en vigueur en février 2009 a notamment visé (i) à améliorer le dispositif de prévention des défaillances bancaires et (ii) à mettre en place un nouveau régime de résolution bancaire.

Le volet de prévention des défaillances bancaires renforce les pouvoirs de la *Financial Services Authority* (FSA), superviseur des groupes et des marchés financiers, et de la Banque d'Angleterre avec : (i) la mise en place au sein de la Banque d'Angleterre d'un sous-comité dédié à la stabilité financière (*Financial Stability Committee*) qui fait notamment des recommandations au conseil d'administration sur a/ sa stratégie en matière de stabilité financière ; b/ l'exercice de ses pouvoirs de stabilisation dans le cadre du nouveau régime de résolution bancaire (SRR) ; (ii) la mise en place par la FSA d'un régime de supervision accru lorsqu'un établissement financier présente des risques particuliers.

Le nouveau régime de résolution bancaire (« special resolution regime ») comprend :

- (i) de nouveaux pouvoirs entre les mains de la Banque d'Angleterre et du *Treasury* (après que la FSA a activé le nouveau régime) : a/ transfert de tout ou partie de l'établissement bancaire au secteur privé, qui peut intervenir sans accord préalable des actionnaires et sans décision de justice ; b/ transfert de tout ou partie de l'établissement bancaire à un gestionnaire de transition contrôlé par la puissance publique (*bridge bank*), pouvant être la banque d'Angleterre qui serait actionnaire à 100%, et donnerait des orientations stratégiques, dans le but de faciliter sa vente au secteur privé ; c/ transfert temporaire au secteur public (nationalisation temporaire), sous la responsabilité du *Treasury* : dernier recours, en cas de menace grave pour la stabilité financière, ou lorsque le gouvernement a octroyé à la banque défaillante une assistance financière significative ;
- (ii) plusieurs dispositions visent à sauvegarder un minimum les droits des actionnaires : a/ avec la mise en place d'un *code of practice* publié par le *Treasury*, permettant de préciser sur quels fondements les autorités peuvent mettre en œuvre les nouveaux pouvoirs précités ; b/ avec l'indemnisation des actionnaires en cas de transfert de la banque défaillante au secteur privé, à un gestionnaire de transition, ou au secteur public – un fonds d'indemnisation (*bank resolution fund*) pour les actionnaires sera mis en place, et les compensations seront déterminées par un évaluateur indépendant, processus utilisé pour les actionnaires de Northern Rock.

L'Allemagne envisage également la mise en place d'un régime spécial de résolution des crises reposant sur les deux instruments suivants :

- (i) l'attribution à l'autorité en charge de la résolution (l'Office fédéral de stabilisation des marchés financiers –FMSA), de pouvoirs juridiques exorbitants du droit commun lui permettant de gérer, dans l'urgence et sans l'accord des actionnaires, le transfert de tout ou partie d'une banque en difficulté à un acquéreur privé ou à une « *bridge bank* » détenue par l'État ;

- (ii) la mise en place d'un fonds de résolution financé ex ante par le secteur bancaire sur la base de l'importance systémique des banques ; ce fond aurait vocation à financer des mesures de garanties publiques ou d'apport en fonds propres nécessaires à la résolution ordonnée d'une banque en difficulté.

Au États-Unis, plusieurs propositions actuellement en discussion au Congrès visent à renforcer les pouvoirs et le financement de l'autorité de résolution (le Federal Deposit Insurance Corporation -FDIC).

Ces initiatives nationales peuvent être saluées. Si les crises systémiques sont internationales, les pouvoirs et moyens de résolution, d'ordre régalien, sont nationaux et il relève de la responsabilité de chaque Etat de les mettre en œuvre. Elles restent cependant disjointes et on peut regretter que ces annonces aient été faites avant qu'une concertation internationale préalable n'ait abouti, dans la mesure où les principales difficultés de résolution rencontrées pendant la crise concernaient des structures transfrontières en l'absence de procédures un minimum harmonisées d'un Etat à l'autre. Le conseil de stabilité financière a mis en place un groupe spécifique afin de définir des standards internationaux en matière de résolution de crise, afin notamment d'élaborer un socle d'outils de résolution commun à tous les Etats. La Commission européenne a engagé la même démarche au niveau européen.

Les travaux internationaux se sont concentrés jusqu'ici sur l'identification des entités dites d'importance systémique, c'est-à-dire des institutions et des marchés qui sont susceptibles d'être mis en difficulté par une crise systémique et de propager ces difficultés à d'autres acteurs. Ces institutions et ces marchés d'importance systémique sont les canaux de transmission et d'aggravation du risque systémique.

Ces critères d'importance systémique (taille, interconnexions, non substituabilité) sont utiles mais incomplets. Leur utilisation opérationnelle par les régulateurs reste à ce stade ambiguë. En outre ces critères s'appliquent mal aux marchés. Cette dernière critique doit toutefois être relativisée dans la mesure où les marchés sont le cadre d'activité des institutions financières: l'organisation des marchés, et son impact sur les comportements des acteurs, est en ce sens davantage un enjeu d'analyse de risque systémique que les marchés eux-mêmes. Par ailleurs, les capacités de résolution par les Etats des défaillances d'institutions financières conditionnent la propagation du risque systémique. En l'absence de moyens efficaces pour contenir et gérer les difficultés d'un établissement, celles-ci se propagent à d'autres établissements.

Les capacités de résolution de crise posent également la problématique du « too big to fail ». Faute de capacités de résolution de crise, les marges d'intervention des pouvoirs publics vis-à-vis des institutions financières en difficulté sont limitées : soit ils laissent l'institution faire faillite et risquent d'aggraver la crise, soit ils organisent le sauvetage de l'institution concernée renforçant la perception d'un fort aléa moral

dans le secteur financier. Plusieurs Etats ont ainsi pris l'initiative de renforcer leurs outils de résolution de crise, afin de diversifier les capacités d'intervention des pouvoirs publics confrontés à la question du « too big to fail ».

Cependant ces travaux et initiatives ne permettent pas à ce stade de comprendre les comportements qui, dans le secteur financier, peuvent être à l'origine d'une crise systémique.

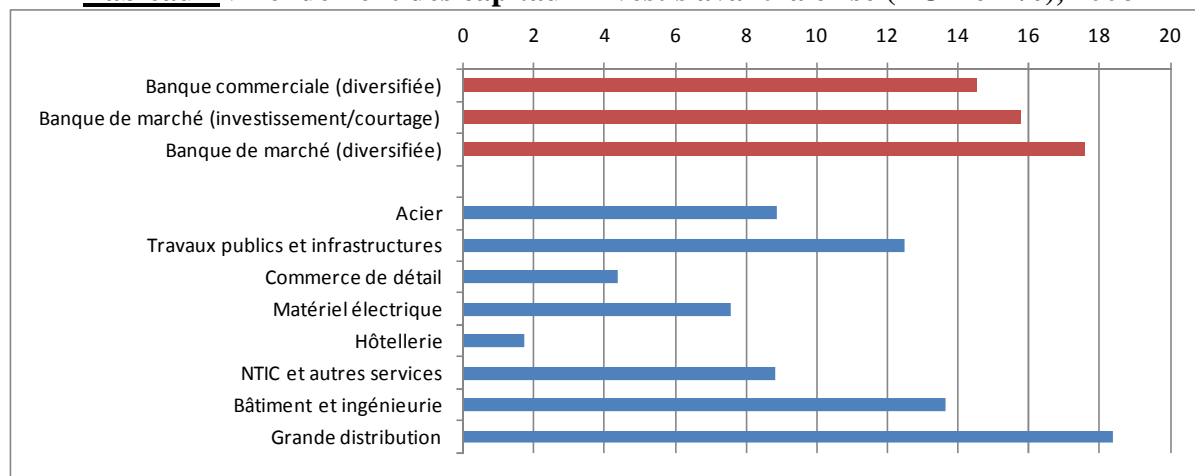
3.D'où vient le risque systémique ?

3.1 Comprendre le moteur d'accumulation du risque systémique

Le secteur financier dégage des rendements globalement plus élevés que les autres secteurs de l'économie. Les investisseurs retiennent comme principal indicateur de la performance d'une entreprise la rentabilité de ses capitaux propres (en anglais « return on equity » ou ROE), c'est-à-dire le rapport entre le résultat net et les capitaux propres investis par les actionnaires. Au-delà des performances individuelles des entreprises, on peut mettre en évidence des profils de rentabilité caractéristiques des différents secteurs de l'économie. Les comparaisons réalisées, sur la base de données pré-crise, tendent à montrer que la rentabilité du secteur financier avant la crise était globalement supérieure à celle des autres secteurs de l'économie (cf. tableau 1). Ces comparaisons doivent toutefois être interprétées avec prudence car le secteur financier n'est pas homogène. Les différents métiers et lignes d'activités dégagent des ROE très différents. Mais en l'absence d'harmonisation des périmètres d'activités – en particulier s'agissant des activités de banque de financement et d'investissement –, les analyses plus granulaires de la rentabilité des services financiers manquent de robustesse.

La crise ne semble pas avoir affecté cette tendance à ce stade. Après une forte chute en 2008, la rentabilité des services financiers notamment des banques s'est rapidement redressée en 2009, grâce notamment à la revalorisation des portefeuilles de *trading* et au maintien d'un niveau bas des taux d'intérêt.

Tableau 1 : Rendement des capitaux investis avant la crise (ROE en %), 2006



Source : Reuters. Moyenne sectorielle mondiale des indices sélectionnés (nomenclature GICS).

Les rémunérations élevées des opérateurs de marché sont en partie la résultante de cette forte rentabilité du secteur financier. Au-delà des interrogations éthiques sur la distribution des revenus au sein d'une même société, ces niveaux de rémunérations reflètent directement la forte rentabilité du secteur financier. Les opérateurs de marché ne pourraient percevoir de bonus élevés si les profits globaux distribuables des entreprises financières n'étaient pas eux-mêmes élevés. A l'inverse, la perspective même de niveaux élevés de rémunération peuvent inciter les opérateurs de marché à la recherche de profits immédiats, potentiellement plus risqués pour l'entreprise. C'est la raison pour laquelle le G20 de Pittsburgh de septembre 2009 a adopté des principes d'encadrement de ces rémunérations, afin notamment de les associer sur des objectifs de performance de moyen terme (règles de différé) devant être déclinés dans des dispositifs nationaux contraignants. Le Royaume Uni et la France ont par ailleurs décidé de taxer les bonus des opérateurs de marché versés au titre de l'exercice 2009. La France se distingue dans les enceintes internationales, avec la mise en œuvre la plus avancée à ce jour des principes d'encadrement internationaux⁸.

En première analyse, le profil de rentabilité du secteur financier se justifie par sa fonction économique. La fonction première du secteur financier est en effet de couvrir, de mutualiser et de gérer les risques que les agents économiques ne peuvent pas assumer seuls. Autrement dit, le secteur financier accumule des risques au service du bon fonctionnement du système économique. Les banques gèrent les risques de crédit, de marché et de transformation (elles prêtent à des échéances plus longues que leurs maturités de refinancement) indispensables au financement de l'économie. Les assureurs gèrent les risques de pertes financières des agents en cas de sinistres. Les profits supérieurs dégagés par les acteurs financiers par rapport aux acteurs non financiers en période de croissance apparaissent donc justifiés, car ces profits ont vocation à rémunérer les risques supportés par leurs actionnaires, pouvant conduire à des pertes sévères en cas de matérialisation des risques économiques à la charge des entreprises financières (défaut d'une entreprise, catastrophe naturelle, etc.).

En seconde analyse, on peut toutefois se demander si le niveau de cette rentabilité n'a pas d'autres origines : insuffisance de la concurrence, prise de risques excessive.

3.1.1 Le degré de concurrence des activités financières est-il suffisant ?

Les conditions d'une concurrence pure et parfaite sont-elles remplies? La littérature académique en matière de concurrence porte essentiellement sur l'économie industrielle ; les travaux de recherche relatifs à la concurrence dans services financiers sont peu nombreux. Cela s'explique en partie par le fait que le marché pertinent pour analyser le niveau de concurrence dans certaines activités financières est devenu mondial (banque de financement et d'investissement, gestion alternative par exemple) et qu'aucune institution internationale en dehors peut-être de l'OCDE n'assure la

⁸ Les tableaux d'avancement comparatifs ont été publiés par le Conseil de Stabilité Financière dans sa revue internationale : « Peer Review Report on Compensation », 30 mars 2010.

collecte et le traitement de données en la matière. Il n'en va pas de même pour les activités financières pour lesquelles le marché pertinent est domestique (banque de détail, commercialisation des produits d'assurances par exemple) : pour ces activités, il existe un contrôle de la concurrence national. S'agissant des activités financières organisées au niveau mondial, les caractéristiques des marchés pertinents suggèrent que la concurrence ne serait pas suffisante. Les conditions de concurrence pure et parfaite ne sont notamment pas remplies : (i) les acteurs sont parfois peu nombreux – 5 institutions représentent 70% du marché du *prime brokerage*⁹ (cf. tableau 2) ; (ii) les produits ne sont pas tous homogènes : il s'agit notamment de produits dérivés échangés de gré-à-gré (seuls environ 0,5% des contrats dérivés sur taux de change et 12% de ceux sur taux d'intérêt sont échangés sur marchés organisés¹⁰) ; (iii) il existe de fortes asymétries d'information entre les acteurs et des phénomènes de rente informationnelle ; (iv) l'entrée et la sortie ne sont pas complètement libres compte tenu des coûts d'entrée sur les activités les plus sophistiquées – les coûts techniques et humains pour développer des salles de marché sont élevés. Le seul critère de concurrence pure et parfaite apparemment satisfait est celui de la mobilité des facteurs de production : le facteur travail des activités financières est très mobile, d'où la nécessité d'une approche internationale pour encadrer les rémunérations des opérateurs de marché. L'organisation de certaines activités financières internationales sophistiquées rappelle les théories de l'oligopole naturel. Une partie des profits dégagés par les activités financières correspondrait dès lors à des phénomènes de rentes.

Tableau 2 : part de marché des 5 premiers acteurs, selon le marché

Top five market share for selected wholesale business lines¹

	2005	2006	2007	2008	2009 ²
International bond underwriting	40.2	40.8	41.1	38.3	39.9
International equity underwriting	42.1	45.0	43.7	41.9	51.2
Syndicated loan lead arrangement	44.2	40.8	40.6	26.6	26.3
Global aggregate M&A advisory	50.3	42.6	44.2	36.4	43.8
Prime brokerage ³	74.3	73.6	70.6	70.6	70.2

¹ Percentage share of the total volume of activity accounted for by the top five institutions globally.

² Up to November 2009 for international bond and equity underwriting and syndicated loan arrangement; up to early December 2009 for global aggregate M&A advisory; July 2009 for prime brokerage.

³ Market share is computed as the proportion of hedge fund assets under management held by prime brokers, based on those hedge funds that have reported a prime broker (typically around half of the sample). Only the first prime broker is used if a hedge fund reports multiple ones. The data is generally subject to time lags and incomplete reporting.

Sources: Dealogic; Dealogic Loanware; HFR; bank financial statements; BIS calculations.

⁹ Le *prime brokerage* recouvre les services financiers spécialisés des banques pour les investisseurs, notamment les *hedge funds*, afin de leur permettre d'exercer leurs activités. Outre les opérations classiques d'intermédiation sur les marchés financiers, le *prime broker* offre des services de prêts emprunts de titres, mais aussi des financements adaptés aux opérations avec effet de levier.

¹⁰ Source : BRI, déc. 2008. Calculs de la mission basés sur les montants notionnels des contrats dérivés.

Comment expliquer que les régulateurs tiennent si peu compte des positions concurrentielles des acteurs financiers ? Sans doute parce que les liens entre concurrence et stabilité financière ne sont pas univoques. Il n'y a pas de lien de cause à effet direct et automatique entre les positions dominantes d'acteurs financiers sur un marché et les comportements à risques. L'existence de rentes peut affaiblir la discipline de marché et favoriser le relèvement des marges mais n'augmente pas nécessairement les comportements à risque. La faiblesse de la concurrence est parfois même citée comme un facteur de résilience du secteur financier: les situations de rente génèrent des profits constitutifs de coussins d'absorption des pertes enregistrées. Cependant, à la lumière des récents travaux internationaux (cf. critères d'identification des institutions d'importance systémique du CSF-BRI-FMI), on peut considérer que l'absence de substituabilité de certains acteurs qui occupent des positions dominantes est un facteur de vulnérabilité systémique devant appeler une vigilance accrue des superviseurs.

3.1.2 Les risques du secteur financier sont-ils correctement tarifés ?

La rémunération d'un opérateur financier est proportionnelle aux risques pris sur une activité déterminée avec une contrepartie déterminée. C'est l'équilibre bien connu du rendement/risque. La rémunération perçue doit permettre à l'opérateur de couvrir les pertes qu'il peut être amené à supporter en cas de matérialisation d'un risque. Le niveau de rentabilité des activités financières repose donc sur la mesure, autrement dit la tarification des risques pris par l'opérateur. Trois catégories d'acteurs influencent la mesure de ces risques: (i) les investisseurs, c'est à dire le marché, qui exigent en contrepartie des financements apportés, en général sous forme de dette ou de capital, une rémunération qui correspond à leur estimation des risques supportés ; (ii) les régulateurs qui imposent aux acteurs financiers qu'ils supervisent des contraintes réglementaires et prudentielles en fonction des risques estimés.

Les risques du secteur financiers sont-ils correctement tarifés par les marchés?

On peut citer au moins deux éléments qui laissent penser que les marchés pourraient ne pas tarifier correctement les risques du secteur financier. Tout d'abord, la complexité des activités financières place la grande majorité des investisseurs dans une situation d'asymétrie d'information importante vis-à-vis des acteurs financiers : cette asymétrie d'information peut conduire les investisseurs à sous-estimer les risques qu'ils prennent en devenant actionnaire ou créancier d'une institution financière et exiger une rémunération plus faible, ce qui joue à la hausse de la rentabilité dégagée par cette institution financière. Les agences de notation ont précisément pour rôle de traiter en continu les informations financières afin d'éclairer au mieux les choix des investisseurs: les méthodes de notation des agences ne prennent cependant pas en compte tous les risques, notamment insuffisamment le risque de liquidité. Ensuite, les investisseurs peuvent être incités à sous-estimer les risques pris sur des institutions financières s'ils estiment que celles-ci sont « too big to fail » et bénéficient d'une forme de garantie implicite des pouvoirs publics. Des travaux académiques ont tenté de mettre en évidence cet avantage dont bénéficient certains acteurs financiers à

travers notamment un moindre coût de refinancement¹¹ sur les marchés. La solidité des données empiriques utilisées semble toutefois insuffisante à ce stade pour objectiver cet avantage.

Les risques du secteur financier sont-ils correctement tarifés par les régulateurs ?

Le fonctionnement des activités financières repose sur l'hypothèse d'absence d'arbitrage¹² (« no free lunch »). Autrement dit pour mener la même activité, il ne peut exister deux mesures concurrentes des risques associées correspondant à deux niveaux de rentabilité possibles. Dès lors qu'une activité dégagerait une rentabilité exceptionnelle compte tenu d'une tarification prudentielle moindre des risques, celle-ci ne pourrait être que temporaire car tous les acteurs financiers se précipiteraient pour la développer et feraient chuter sa rentabilité¹³. Or l'arbitrage réglementaire existe bel et bien, compte tenu des imperfections de la supervision qui n'est géographiquement pas uniforme et ne couvre pas l'ensemble des acteurs financiers. Dès lors, les institutions financières peuvent mener des activités qui, du fait d'une moindre tarification prudentielle (en fonds propres et en liquidité), dégagent des profits plus importants.

Comprendre l'origine du risque systémique suppose de s'intéresser aux incitations qui conduisent les institutions financières à accumuler des risques sur certains segments d'activités. Au-delà de l'identification des institutions susceptibles de propager la crise systémique, il convient d'identifier les comportements, les stratégies et les « business models » qui sont susceptibles de provoquer la crise systémique. Le déclenchement d'une crise systémique ne procède pas de la seule accumulation des risques dans le secteur financier ; le rôle des déséquilibres macroéconomiques mondiaux est tout aussi important. Mais cette dynamique d'accumulation des risques par le secteur financier le fragilise et le rend vulnérable au déclenchement d'une crise systémique.

Ce travail d'identification de l'origine du risque systémique consiste à mettre en évidence, activité par activité, les différentes formes d'incitations qui peuvent conduire les acteurs financiers à accumuler de façon rationnelle, et en dehors de toute erreur de gestion, des risques.

Ces incitations peuvent venir des investisseurs eux-mêmes qui, ayant une mauvaise perception des risques supportés, n'exigent pas une rémunération appropriée (cf. page 23 les risques sont-ils correctement tarifés par le marché ?). En l'absence de base de données ou d'études académiques solides, il n'est pas possible à ce stade d'approfondir davantage cette analyse. Mais toutes les mesures permettant de réduire la perception de marché selon laquelle les institutions financières seraient « too big

¹¹ Voir les travaux de Dean Baker et Travis Mac Arthur, « the value of the too big to fail big bank subsidy », Center for economic and policy research, Septembre 2009.

¹² On qualifie d'arbitrage réglementaire l'optimisation de la rentabilité d'une opération par la recherche d'une sous-estimation du risque réellement pris

¹³ Regulatory arbitrage and model sophistication in the financial crisis, Novembre 2009, Antoine Frachot

to fail » (voir plus loin en partie 2 les propositions en matière de résolution) renforcent de fait les incitations des investisseurs à maîtriser davantage les risques des institutions financières auxquelles ils sont exposés et dont ils auront à supporter les pertes en cas de défaillance.

Ces incitations peuvent aussi provenir de l'organisation des activités financières (cf. pages 21 et 22 le degré de concurrence des activités financières est-il suffisant ?). Mais faute de travaux conclusifs sur ce sujet, on ne peut inférer un lien mécanique de cause à effet entre les situations de rente de certains acteurs et leurs comportements à risque.

Surtout, les failles dans la tarification des risques des activités financières par les régulateurs (cf. page 24 les risques sont-ils correctement tarifés par les régulateurs ?) peuvent inciter les acteurs à accumuler ces risques. Il convient dès lors d'identifier précisément celles de ces activités financières dont les risques ne sont pas correctement couverts et dégagent de ce fait des rendements excessifs constitutifs de ce qu'on pourrait appeler un « excess return » réglementaire. Cette sous-tarification des risques aurait deux principales origines possibles :

- les failles dans la régulation micro-prudentielle qui laisse des possibilités d'arbitrage réglementaire permettant aux acteurs de ne pas prendre en charge tous les risques correspondant aux activités qu'ils mènent. Il peut s'agir d'arbitrage réglementaire entre le champ régulé et le champ non régulé de la supervision : la gestion alternative des hedge funds, non régulée, est par exemple un arbitrage réglementaire par rapport aux activités de marché des banques et aux activités de gestion traditionnelle. Il peut également s'agir d'arbitrage réglementaire au sein même du champ de supervision des activités financières : c'est le cas notamment des activités de crédit.*
- les limites intrinsèques de la régulation micro-prudentielle qui n'estime qu'imparfaitement le risque systémique. Les outils de mesure micro-prudentielle ne prennent pas correctement en compte les événements rares comme le risque systémique. C'est notamment le cas de la value at risk, ou VAR, utilisée pour mesurer les risques de marché. Des travaux académiques ont été menés pour tenter de mesurer la contribution marginale des acteurs financiers au risque systémique¹⁴ mais ils n'apparaissent à ce stade pas suffisamment aboutis pour fonder techniquement de nouvelles mesures prudentielles. Plus fondamentalement, face à la complexité des actifs et des interconnexions qu'ils impliquent, la tarification, à travers des mesures micro-prudentielles, de la contribution marginale de chaque acteur financier au risque systémique paraît extrêmement délicate à mettre en place.*

¹⁴ Voir notamment les travaux d'Adrian Tobias et Markus Brunnermeier sur la « CoVar », août 2009

3.2 Identifier les activités systémiques

3.2.1 Activités de crédit

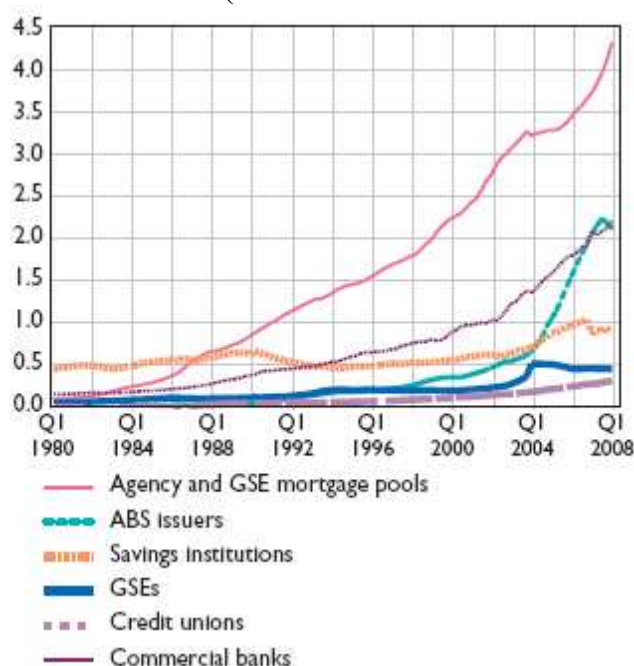
► **Organisation des activités de crédit.** Les activités de crédit sont au cœur du métier bancaire. La conduite des activités de crédit suppose une capacité de transformation, c'est-à-dire la possibilité de détenir des actifs plus longs que ses passifs, et se caractérise par un risque de liquidité justifiant une possibilité d'accès aux facilités de refinancement des banques centrales. Deux phénomènes corollaires ont marqué l'évolution des activités de crédit depuis une vingtaine d'année :

- **le développement de modèles concurrents d'organisation du crédit :** d'un côté, le modèle d'intermédiation classique, dans lequel les crédits sont accordés par une banque commerciale qui les porte jusqu'à échéance en partie grâce aux dépôts de ses clients; de l'autre, le modèle de la titrisation, dans lequel les crédits, produits par un intermédiaire bancaire, sont revendus à des investisseurs sous la forme d'émission de titres représentatifs de ces crédits ou d'un portefeuille de crédits. Aux États-Unis, où ce dernier modèle est le plus développé, on considère que les deux tiers des crédits immobiliers sont désormais portés via des titres financiers¹⁵. Ce modèle permet de diversifier les financements, mais au prix d'une complexité croissante, les titres de dette représentatifs des crédits étant en général *structurés* (c'est-à-dire découpés par tranches en fonction du risque porté et du rendement affiché).
- **l'essor corollaire d'activités de crédit en dehors du périmètre de supervision bancaire:** au-delà de la diversité des catégories juridiques bancaires autorisées (établissements de crédits français, *building societies* britanniques, *bank holding companies* américaines, etc.), les activités de crédit se sont développées dans des entités non bancaires non régulées. On parle d'un *shadow banking system*¹⁶ regroupant des entités prenant des risques de transformation et de liquidité, sans accès au refinancement des banques centrales : conduits, *special purpose vehicles* (SPV), *investment banks* américaines, *mutual funds*. Ce *shadow banking system* a connu un essor particulièrement marqué aux États-Unis (cf. tableau 3).

¹⁵ Source: "The Shadow Banking System: Implications For Financial Regulation", T. Adrian et H.S. Shin, Financial Stability Review (Banque de France), n°13, septembre 2009.

¹⁶ Voir page 21 de la Turner Review de mars 2009

Tableau 3 : Actifs sous forme de crédits immobiliers détenus par type d'agent¹⁷, États-Unis (milliers de milliards de dollars)



Source : T. Adrian et H.S. Shin, article précité.

► **Concurrence.** Le crédit par intermédiation bancaire classique s'organise principalement à l'échelon national et fait par conséquent l'objet d'un contrôle national de la concurrence adapté.

Dans le cadre du marché intérieur européen, il existe en outre un contrôle de la concurrence adapté pour les groupes menant des activités de crédit dans plusieurs pays de l'UE. Le CSF¹⁸ relève par ailleurs que la crise a dans certains pays, notamment aux États-Unis et au Royaume Uni, renforcé la concentration bancaire dans les activités de crédit (cf. tableau 4).

¹⁷ Note de lecture : les banques commerciales (*Commercial banks*), les coopératives de crédits (*Credit unions*) et les caisses d'épargne (*Savings institutions*) constituent le système bancaire classique. Les agences parapubliques américaines (*GSE* ou *Agencies*) et leurs véhicules hors-bilan (*mortgage pool*) comme les émetteurs d'ABS (*Assets Back Securities Issuers*) constituent le système bancaire alternatif, qui refinancent les crédits exclusivement par émissions de titres.

¹⁸ Note du secrétariat du CSF du 22 décembre 2009, *Changing conditions in the financial services*

Tableau 4**Top five market share in selected countries¹**

	2005	2006	2007	2008	2009 ²
United States					
Deposits	29.3%	29.4%	29.8%	31.1%	37.3%
United Kingdom³					
Deposits	70.3%	70.5%	71.8%	73.0%	80.2%
Loans	70.2%	68.7%	67.2%	67.2%	75.3%
France					
Deposits	58.3%	56.3%	55.8%	57.5%	61.3%
Loans	47.5%	47.5%	47.6%	47.8%	48.3%
Germany					
Deposits	14.5%	14.5%	15.2%	16.7%	...
Loans	17.3%	16.2%	15.1%	15.5%	...
Switzerland					
Deposits	44.6%	45.1%	44.8%	37.4%	35.4%
Loans	36.3%	36.0%	36.9%	36.0%	35%

¹ Percentage share of the total domestic deposits and loans accounted for by the top five institutions in their respective country (non-consolidated). In the case of Switzerland, the figures refer only to the domestic market share of the two largest banks.

² June 2009 for the US; October 2009 for France, Switzerland, and the UK; ... indicates that data is not available.

³ UK figures do not include building societies. The inclusion of building societies would reduce the C5 ratio for deposits and loans in 2009 to 69.4% and 67.8% respectively, although there is no available data for years prior to 2008.

Sources: national central banks; FDIC; BIS calculations.

Le niveau de concurrence dans le secteur de la banque de détail en France dépend d'un grand nombre de facteurs. Un nombre élevé d'opérateurs, un maillage fin du territoire et l'arrivée des banques en ligne constituent des facteurs a priori favorables à la concurrence, mais leur impact doit être relativisé en raison du maintien d'une situation concentrée: 5 groupes réalisent plus de 80% des crédits à l'économie.

En raison d'effets qualité et d'écarts de demande de consommation de services financiers entre pays, il semble difficile de tirer des conclusions définitives des comparaisons menées par la Commission européenne sur la tarification bancaire et le niveau de concurrence en France. Les données disponibles sur l'évolution des prix des services financiers aux ménages depuis 2000, indiquent néanmoins clairement que ceux-ci progressent moins vite que l'ensemble des prix : les dépenses des ménages en services financiers facturés sont passées de 0,67% des dépenses de consommation en 2000 à 0,53% en 2008¹⁹. Les comparaisons européennes confirment le caractère modéré de la hausse des prix des services bancaires en France. Cette évolution moyenne ne préjuge pas d'éventuelles hausses plus importantes de tarification pour certaines banques ou certains types de produits.

L'étude de l'ensemble des marges des banques (commissions et marge d'intérêt) s'avère délicat. Il convient de rappeler que la marge d'une banque ne peut pas être

¹⁹ Les services bancaires facturés sont les commissions bancaires. Source : INSEE, comptabilité nationale

définie aussi simplement que celle d'une entreprise, d'une part parce que le mécanisme bancaire de transformation des maturités oblige à définir précisément le coût de la ressource, d'autre part parce que cette marge doit non seulement payer l'ensemble des frais généraux de la banque mais également couvrir le risque avant de contribuer aux profits.

Il est notamment essentiel que les banques évaluent le coût du risque à son juste niveau. En période de ralentissement économique, l'accroissement des risques peut alors conduire à une augmentation justifiée de la marge bancaire brute²⁰. Cependant, une tarification des crédits à un niveau trop élevé peut également contraindre le financement de l'économie. Les taux pratiqués par les banques de détail en France pour les crédits nouveaux reflètent aujourd'hui de façon satisfaisante les conditions de marché et semblent légèrement inférieurs à ceux pratiqués dans la zone euro, notamment pour les crédits immobiliers.

Le degré de concurrence dans les activités de crédit hors la sphère bancaire régulée (*shadow banking system*) n'a fait l'objet d'aucune étude connue.

► Tarification des risques

Les activités de crédits sont exposées à différents risques tarifés sur la base de règles relativement harmonisées, sauf pour la gestion du risque de liquidité. En particulier, le risque de crédit, c'est-à-dire le risque de pertes liées au défaut d'une contrepartie, est couvert par des exigences minimales en fonds propres - dites de pilier I - relativement harmonisées au niveau international : le niveau de ces exigences est soit forfaitaire si la banque applique le référentiel Bâle I, soit pondéré en fonction du profil de risque de la contrepartie si la banque applique le référentiel Bâle II. Le risque de concentration est également couvert par des règles de grands risques : une banque ne peut pas être exposée au-delà d'un certain plafond sur une même contrepartie. Pour les banques soumises à la réglementation Bâle II, les autres risques (taux, concentration géographique, contrôle interne) peuvent être couverts par des exigences supplémentaires en fonds propres fixées par le superviseur – dites de pilier II. Le risque de liquidité ne faisait pas jusqu'à présent l'objet d'une réglementation internationale harmonisée : certains superviseurs ont cependant mis en place des outils contraignants de supervision du risque de liquidité des banques.

La titrisation des crédits peut constituer, par rapport à l'intermédiation bancaire classique, un arbitrage réglementaire. Elle permet d'effectuer de l'intermédiation bancaire dans de meilleures conditions financières, et ce au-delà des avantages classiques de la titrisation (meilleure estimation des risques, segmentation des acheteurs, mutualisation des risques). Une partie de cet avantage est due à la réglementation micro-prudentielle : pour un risque sous-jacent équivalent, les titres

²⁰ En effet, au-delà de la couverture des frais généraux de fonctionnement des établissements de crédit, les flux nets d'intérêts (marge brute d'intérêt) servent aussi à couvrir les risques de taux et de contrepartie pris en accordant les prêts.

émis par titrisation sont moins chargés en fonds propres et en liquidité qu'un prêt bancaire classique. L'arbitrage réglementaire ainsi mis en œuvre par les banques est d'autant plus flagrant lorsqu'elles souscrivent elles-mêmes directement les titres émis, qui sont dès lors enregistrés en portefeuille de négociation (*trading book*) alors que les crédits classiques sont enregistrés en portefeuille bancaire (*banking book*)²¹. Dans ce cas, la titrisation engendre donc une forme d'*excess return* réglementaire (cf. encadré 2).

Encadré 2

« excess return » réglementaire des activités de titrisation de crédit

Une titrisation de crédit consiste à transférer un portefeuille de crédits dans un conduit déconsolidé refinancé de façon autonome mais exposant la banque originatrice à un risque résiduel de liquidité et de crédit dont le coût en fonds propres prudentiels est plus faible que si les créances étaient restées inscrites au bilan de l'établissement. On peut identifier deux formes d'arbitrage réglementaire associées à cette opération de titrisation:

1. La titrisation directe: transfert d'un portefeuille de crédit à un véhicule de titrisation financé de façon autonome

Considérons une banque disposant d'un portefeuille de prêts de 10Mds€ à 10 ans octroyés à des contreparties notées entre BBB+ et BB-, pondérées en méthode avancée Bâle 2 à 100%.

Si la banque garde ce portefeuille en bilan :

- elle devra allouer un montant de fonds propres *tier one* égal à 4% de l'encours nominal pondéré soit 400M€ ;
- elle refinancera ces prêts de 10 ans par des ressources de moyen-long terme, plus chères que des refinancements court terme, afin de ne pas dégrader son ratio de transformation.

Si la banque transfère ce portefeuille à un véhicule de titrisation (fonds commun de créance en droit français ou *Special Purpose Vehicle*) :

- elle devra allouer un montant de fonds propres *tier one* bien inférieur, égal à 40M€ si les garanties données aux investisseurs (de liquidité et de rehaussement de crédit) sont pondérées à 10% ;
- elle ne supportera plus de coûts de refinancement en direct, le véhicule se refinançant de façon autonome et moins cher, par exemple par des émissions de papier commercial de court terme en l'absence de limites de transformation.

En procédant à la titrisation de son portefeuille de crédit, la banque a économisé 360M€ de fonds propres et l'intégralité des coûts de refinancement du portefeuille. Si le fond se refinance de façon totalement autonome, du point de vue de la banque cette économie en fonds propres et en liquidité est en partie justifiée car il y a bien transfert effectif. Mais si la liquidité du véhicule qui échappe aux contraintes de transformation est en partie assurée par la banque, il y a arbitrage réglementaire générant un profit égal au résultat de la gestion actif-passif du véhicule, supérieur à celui que la banque aurait réalisé dans ses propres livres.

²¹ La réglementation prudentielle bancaire distingue d'un côté le portefeuille bancaire qui rassemble les positions de moyen long terme détenues jusqu'à échéance et auquel s'applique les exigences de fonds propres définies au titre du risque de crédit, et, de l'autre côté, les positions de court terme soumises à des exigences prudentielles au titre du risque de marché.

2. La titrisation indirecte : transfert d'un portefeuille de crédit à un véhicule de titrisation financé en partie par la banque originatrice via son trading book

Considérons l'hypothèse où la même banque transfère un même portefeuille de crédit de 10Mds€ à un véhicule de titrisation et achète à hauteur de 10Mds€ les titres (Asset Backed Securities) émis pour le financer.

Si la banque classe ces titres dans son portefeuille de trading :

- elle devra allouer des fonds propres *tier one* calculés à partir de la VAR au titre d'un risque de marché, c'est-à-dire 3 à 4 fois moins de fonds propres que pour un risque de crédit, soit moins de 100M€ de fonds propres ;
- elle refinancera à court terme dans de meilleures conditions financières par mise en pension cet encours dont l'horizon est celui de la liquidation potentielle de la position, fixé à 10 jours ouvrés par le superviseur bancaire, et non plus l'horizon du portefeuille de crédits.

A travers cette opération, la banque a arbitré les exigences réglementaires normales d'une opération de crédit (économie d'au moins 300M€ de fonds propres et de coûts de refinancement), alors que les risques n'ont pas été transférés. Cet arbitrage réglementaire est amplifié à l'échelle du système bancaire dans son ensemble, lorsque les titres émis sont rachetés non par la banque originatrice mais par une autre banque : il s'agit d'une titrisation indirecte à l'échelle du système bancaire

► Les activités de crédit sont-elles systémiques ?

L'intermédiation bancaire classique apparaît peu systémique sous réserve d'un régime efficace de gestion du risque de liquidité. La tarification des principaux risques associés à l'intermédiation bancaire classique (crédit, taux, concentration) n'offre pas de possibilités d'arbitrage réglementaire pouvant conduire à l'accumulation à grande échelle de risque systémique. Cela ne veut pas dire que les activités de crédit ne peuvent pas être à l'origine d'une crise. Des erreurs de gestion peuvent conduire une banque à la faillite. De même, un retournement macroéconomique peut plonger l'ensemble des activités de crédit dans de graves difficultés. Mais le cadre prudentiel des activités de crédit, sous réserve qu'il soit rigoureusement appliqué par les banques sous le contrôle des superviseurs, ne conduit pas à des comportements à risque au-delà des risques mesurés par la réglementation. En revanche, en l'absence de règles harmonisées de gestion des risques de liquidité et de transformation, les activités de crédit présentent une vulnérabilité systémique : plusieurs institutions financières ont été mises en difficulté pendant la crise récente du fait d'une mauvaise gestion de ces risques.

La titrisation de crédits en tant qu'alternative sous-tarifée de l'intermédiation bancaire apparaît davantage systémique. Le rendement supérieur dégagé par la titrisation de crédits est un moteur d'accumulation de risques de crédits imparfaitement mesurés par la réglementation. Cette dynamique systémique est d'autant plus marquée qu'une partie importante des risques est de fait restée concentrée dans le système bancaire au lieu d'être transférée à des investisseurs. Les banques souscrivent en effet pour compte propre les parts de titrisations ou reprennent les parts souscrites par des investisseurs pour en soutenir la liquidité. De plus, les banques sont souvent amenées, pour des raisons de réputation, à reprendre aux investisseurs les parts de titrisation des véhicules non consolidés auxquels elles ont transféré leurs crédits. La récente crise du

subprime a mis en lumière cette spirale qui a conduit de nombreuses banques à reprendre dans leur bilan les créances titrisées et à dégrader leurs ratios prudentiels en l'absence de fonds propres suffisants pour couvrir ces expositions.

3.2.2 Activités d'assurance

► Organisation des activités d'assurance.

Le métier de l'assurance consiste à transférer le risque d'un individu à une collectivité d'assurés ; cette mutualisation des risques est d'autant plus efficace qu'elle repose sur un grand nombre de personnes permettant une diversification suffisante entre individus, type de risques ou zones géographiques. La réassurance permet quant à elle aux entreprises d'assurance de réduire leurs propres expositions aux risques et rend assurables certaines activités économiques (cas de l'assurance des grands risques industriels ou des catastrophes naturelles).

Le secteur de l'assurance se différencie des autres secteurs économiques par l'inversion du cycle de production – les primes d'assurance sont collectées avant la réalisation de la prestation par l'assureur ; le prix du produit d'assurance doit donc être déterminé avant d'en connaître son coût réel. Ce décalage peut être de longue durée, par exemple dans le cas de l'assurance-vie ou de certaines branches d'assurance-dommage (assurance-construction, RC médicale).

► Concurrence

Les activités d'assurance sont globalement concurrentielles tant au plan national qu'au plan international.

Comme dans le domaine bancaire, l'analyse concurrentielle pour les activités de détail s'envisage plutôt au niveau national tandis que les activités « wholesale », à savoir la réassurance, doivent être examinées au niveau international. Sur les deux niveaux, la situation apparaît équilibrée :

- en France, en assurance-vie, le plus gros assureur-vie (CNP) détient 16,3% de part de marché et les deux suivants (Crédit agricole et Axa) autour de 10% ; les cinq premiers acteurs rassemblent 49,7% du marché en 2008, et les dix premiers 73,6%. La concurrence s'effectue principalement entre la distribution bancaire (cinq réseaux, dont CNP via LBP, parmi les dix premiers) et les réseaux d'assurance classiques (salariés, agents et courtiers) ;
- en assurance non-vie, les quatre premiers acteurs ont entre 10 et 15% de part de marché, au total 56,5% pour les cinq premiers et 77,3% pour les dix premiers. Là encore, la concurrence s'effectue par le biais de réseaux

fortement différenciés, offrant un large choix aux assurés : mutuelles sans intermédiaires, agents, courtiers, bancassureurs. Les obstacles à la mobilité n'existent pas, mais la possibilité de changement de contrat annuel n'exclut pas une politique de fidélisation : la durée des contrats auto se situe entre 5 et 8 ans selon les entreprises. Certains segments d'activité, en matière d'assurances obligatoires et de responsabilité civile professionnelle (BTP, médecins, professions du chiffre...) peuvent être moins concurrentielles, accroissant ainsi l'importance relative des assureurs concernés, même s'ils sont de petite taille ;

- la réassurance est une activité mondiale : la concurrence est assez vive même si les deux leaders Munich Re et Swiss Re dominent très largement le secteur (environ 30 Mds£ de primes émises chacun, contre 18 pour le troisième, Berkshire Hathaway, et autour de 10 pour les deux suivants, Hannover Re et SCOR). Les réassureurs de petite taille participent pleinement de cette concurrence internationale. En outre, le cycle des catastrophes naturelles ou des autres risques (terrorisme, etc.) peut conduire à une remise en cause des positions commerciales acquises. Toutefois, la concentration des risques doit être examinée avec attention car les situations peuvent être très variées d'une entité à l'autre : si un segment d'activité ou un assureur significatif, par exemple, dépendaient exclusivement d'un ou deux réassureurs, l'importance de ces derniers serait bien supérieure à leur part de marché globale.

► Tarification des risques

Les assureurs supportent des risques de passifs spécifiques mais un risque de liquidité limité. Le modèle économique particulier de l'assurance implique que la rentabilité de l'activité de l'assureur n'est connue qu'à terme ; elle dépend par ailleurs d'événements aléatoires, qui nécessitent la constitution de provisions techniques reflétant les obligations des assureurs envers les assurés ; en outre, afin d'absorber des pertes liées à des événements imprévus, des exigences en capital sont requises par le régulateur. Les assureurs supportent donc un risque de solvabilité spécifique à leur passif, correspondant au risque de sous-évaluation des engagements pris auprès des assurés (insuffisance des provisions techniques) et au risque de ne pas pouvoir faire face aux imprévus (insuffisance des réserves de capital). Le financement du secteur repose sur des revenus en partie prévisibles et de long terme qui le met généralement à l'abri des crises de liquidité.

Les assureurs conduisent à l'actif une stratégie d'investissement de long terme pouvant jouer un rôle contra-cyclique dans le secteur financier. Du fait du volume des investissements qu'ils réalisent en regard des provisions constituées mais aussi de leur horizon de détention long, les assureurs jouent par définition un rôle d'investisseur institutionnel majeur. Le portefeuille d'actifs détenus en propre par les

assureurs européens (donc hors contrats en unités de compte, dont le risque est porté par les assurés) s'élevait ainsi à 6 000 milliards d'euros en 2009, dont environ 55% détenus en obligations. Ce sont par ailleurs des acteurs importants sur le marché des produits dérivés. Néanmoins, l'horizon de détention des assureurs fait que leur stratégie d'investissement est essentiellement orientée sur le long terme ; les réallocations au sein de leur portefeuille diversifié sont par conséquent dotées d'une forte inertie : peu sensibles aux variations de court terme des marchés, les assureurs jouent en principe un rôle d'absorbeur de chocs. Ils sont par ailleurs d'autant moins à même de ressentir les brusques mouvements de marché qu'ils diversifient leurs actifs. L'activité assurantielle donne en théorie aux acteurs qui l'exercent un positionnement complémentaire de celui des banques, et leur donnent un positionnement contracyclique. Cela ne veut pas dire que les assureurs sont protégés des chocs, mais par construction leur « business models » ne les conduit pas à prendre des positions spéculatives risquées.

Le principal risque à l'actif des métiers d'assurance est un risque de taux. Les assureurs, qui sont parmi les principaux acheteurs d'obligations d'Etat, sont exposés au risque de taux que ce soit sous forme d'une baisse prolongée des taux, qui amenuise les rendements servis aux assurés, ou, inversement, d'une brusque remontée (krach obligataire) qui peut entraîner des moins-values. Dès lors, dans certaines situations de marché, ils peuvent entrer dans un cercle vicieux où, pour remplir des engagements vis-à-vis des assurés (engagements garantis et/ou vague de rachat de contrats d'assurance-vie), ils soldent leurs portefeuilles d'actifs au prix de moins-values et parviennent difficilement à couvrir leur exigence de marge, ce qui accroît la défiance des assurés et accélère leurs rachats de contrats.

Certaines branches d'activités peuvent se caractériser par une sous-estimation collective du risque. Aux Etats-Unis, le marché des *variable annuities* – contrats en UC comportant des garanties en cas de baisse des cours – a ainsi fait subir aux assureurs de très lourdes pertes pendant la crise financière. La complexité des montages financiers liés aux garanties des contrats n'a pas pu permettre aux assureurs d'estimer correctement leur propre besoin de couverture : afin d'offrir les garanties associées à ce type de contrat, les assureurs ont en effet besoin de se couvrir eux-mêmes, ce qui peut devenir très coûteux, voire impossible, en cas de tension sur les marchés financiers.

En Europe, le régime prudentiel européen Solvabilité 1 relève d'une approche fruste de tarification des risques des activités d'assurance. Ce régime impose une couverture en fonds propres d'une fraction des provisions mathématiques pour la vie (1% pour les unités de compte dont le risque est porté par les assurés, 4% pour les contrats en euros), une fraction des primes de 16% pour la non-vie. La sous-tarification est manifeste dans le domaine de l'assurance non-vie. Les acteurs de marché ont intégré cette sous-tarification puisque la plupart d'entre eux répondent 2 fois ou plus aux exigences réglementaires en fonds propres. Le métier de l'assurance consistant à tarifier les contrats en fonction des risques, et l'inversion du cycle de

production imposant la prudence aux acteurs, cette sous-tarification prudentielle n'a pas conduit à des prises de risque excessives à ce stade.

La directive Solvabilité 2 prévoit un régime prudentiel complet visant à appréhender tous les risques propres aux activités d'assurance (cf. encadré 3). Les exigences en fonds propres devraient fortement augmenter, en particulier en non-vie (triplement ou quadruplement, selon les groupes).

Encadré 3

Solvabilité 2 – une réforme complète du régime prudentiel européen de l'assurance

L'assurance européenne est régie par des directives anciennes datant des années 1970 et qui concernent essentiellement les exigences de marge de solvabilité²² des assureurs – une réforme d'ampleur limitée de ces exigences (Solvabilité 1) a été adoptée en 2002. Une rénovation du cadre prudentiel était donc nécessaire : Solvabilité II permettra un examen global de la situation des entreprises d'assurance et instaurera pour la première fois des exigences de solvabilité plus sophistiquées, fondées sur une évaluation du risque économique.

La directive Solvabilité 2 offrira un nouveau cadre prudentiel au secteur de l'assurance selon une approche en 3 « piliers », comparable à celle de Bâle 2 pour la banque.

Le premier pilier porte sur les exigences quantitatives en capital. Elles sont au nombre de deux :

- Le Capital de Solvabilité Requis (SCR) – principal indicateur en matière de solvabilité – est une exigence fondée sur les risques. Le SCR doit couvrir tous les risques quantifiables d'un assureur ou d'un réassureur, à l'actif comme au passif (alors que Solvabilité 1 ne traite que du passif), et prendra en considération l'ensemble des techniques de réduction des risques (réassurance, couverture par des instruments financiers entre autres).
- Le Minimum de Capital Requis (MCR) est une exigence plus faible mais dont le non respect déclenche une intervention du superviseur.

Le deuxième pilier concerne les exigences qualitatives (gestion des risques, activités de supervision, ...).

Le troisième pilier porte sur les informations à fournir aux autorités de supervision et au public – il vise à plus de transparence.

Les risques d'arbitrage réglementaire en matière d'assurance proviennent essentiellement d'un manque d'harmonisation des règles au niveau international :

- la réglementation prudentielle des activités d'assurance n'est pas harmonisée au niveau international. L'entrée en vigueur de Solvabilité 2 pourrait théoriquement entraîner des arbitrages entre la réglementation européenne et d'autres réglementations. Le caractère strict de l'appréciation de l'équivalence de la supervision sera donc crucial ;

²² La marge de solvabilité est le montant de capitaux réglementaires qu'une entreprise d'assurance est tenue de détenir pour faire face aux événements imprévus.

- les risques d'arbitrage réglementaire sont plus prégnants en matière de réassurance, activité encadrée seulement depuis 2005 par une directive européenne. Dans cette activité dite de « B2B », la localisation géographique est relativement indifférente, et nombre de réassureurs sont installés aux Bermudes ;
- enfin les risques de certaines activités proches de l'assurance sont mal mesurés par la régulation micro-prudentielle. Il s'agit notamment des activités de ventes de garanties financières qui peuvent faire l'objet d'arbitrages entre réglementation bancaire et réglementation assurances (cas du portefeuille de CDS d'AIG). Ces activités sont notamment menées aux Etats-Unis par des entités peu ou pas régulées comme les rehausseurs de crédit.

► **Les activités d'assurance sont-elles systémiques ?**

Les caractéristiques des activités d'assurance ne permettent pas de les qualifier de systémiques. Quand bien même les entreprises d'assurance peuvent être d'importance systémique au sens des critères CSF-FMI-BRI et contribuer à propager une crise systémique, les caractéristiques intrinsèques de leurs activités limitent l'accumulation de risques en dehors d'une régulation prudentielle appropriée. Ainsi, à la suite des attentats contre le World Trade Center en 2001, le secteur a subi un choc à la fois sur ses passifs, compte tenu des règlements à effectuer, et sur ses actifs, compte tenu de la crise des marchés financiers qui s'en est suivie, sans provoquer de rupture dans le fonctionnement des services financiers. Les sinistres ont été réglés sur longue durée (en 2004, seuls 40% avaient été effectivement payés), permettant aux réassureurs concernés de redresser leur situation.

On peut notamment relever que les assureurs sont plus faiblement exposés au risque de contagion systémique. Contrairement aux banques, la défaillance d'une entreprise d'assurance est moins susceptible de provoquer la défaillance d'une autre entreprise d'assurance. Le risque de contagion ne peut donc se faire que par des liens indirects, par exemple, si la faillite d'un assureur entache la réputation de l'ensemble du secteur ou si un réassureur fait défaut. Le risque d'un rachat massif des contrats (« run ») est en outre limité : contrairement au secteur bancaire où les particuliers peuvent clôturer leurs comptes à tout moment, les assurés ne peuvent pas mettre fin à leur contrat avant terme que dans des cas très particuliers.

La faible substituabilité de certains acteurs de l'assurance est cependant un sujet de vigilance. C'est le cas notamment en matière de réassurance. Même si la concurrence est forte sur ce marché, on ne peut exclure que la faillite de l'un des acteurs majeurs de la réassurance entraîne des difficultés sérieuses pour les entreprises d'assurance contreparties. Il convient toutefois de nuancer cette analyse, car une très faible part des engagements est aujourd'hui réassurée (5,6% pour la non-vie et 2,4% pour la vie), et Solvabilité 2 incitera les assureurs à diversifier leurs réassureurs. En outre, par le passé, les capacités de réassurance après une catastrophe se sont reconstituées en quelques années.

3.2.3 Activités de marché

► **Organisation des activités de marché.** L'analyse de l'organisation des activités de marché implique d'étudier d'une part l'organisation des marchés eux-mêmes et, d'autre part, l'organisation des acteurs de ces marchés.

Organisation des marchés. On distingue (i) les marchés organisés, sur lesquels s'effectuent des transactions multilatérales d'instruments financiers standardisés, et (ii) les marchés libres dits de gré à gré – ou OTC pour *over the counter* - sur lesquels s'effectuent des transactions bilatérales d'instruments financiers, généralement sur mesure. Les marchés organisés comprennent, dans l'Union européenne, les marchés réglementés (MR), qui ont le monopole d'admission des titres à la négociation, et les systèmes multilatéraux de négociation (SMN) qui constituent des plateformes de négociation de titres ayant été admis ou non sur un MR²³ et alternatives aux MR.

Les marchés organisés de négociation des actions sont l'archétype des marchés organisés. Ils se caractérisent par une forte liquidité, par un nombre élevé de participants, une transparence sur les prix et les volumes échangés, et de bonnes conditions de sécurité des transactions assises sur des infrastructures robustes de compensation et de règlement livraison. Pendant la crise, les marchés actions n'ont ainsi jamais cessé de fonctionner et sont restés les plus liquides. Ils n'en ont que plus subi les répercussions de l'illiquidité des autres marchés de titres de dette dans la mesure où les acteurs ont arbitré les risques de défaut des émetteurs en se couvrant sur les actions des mêmes émetteurs.

Les marchés OTC ont connu un développement spectaculaire depuis une vingtaine d'années, atteignant un montant notionnel évalué à 600 000 Mds \$ au 30 juin 2009. Ces marchés se sont constitués par un ensemble de transactions bilatérales assez peu transparentes en termes de volumes, de prix et de nombre d'intervenants. Ils répondent souvent à des besoins très spécifiques des agents économiques pour se couvrir notamment contre la volatilité des marchés, les risques de taux d'intérêt ou de change. Les transactions de gré à gré peuvent aussi concerner des produits plus standardisés comme les actions échangées dans le cadre des systèmes internes d'appariement des ordres des banques (« crossing network ») qui ne sont pas aujourd'hui soumis aux mêmes règles que celles en vigueur pour les MR et les SMN. La liquidité des marchés OTC est généralement fournie par les teneurs de marché, les *market-makers* ou *traders*, qui se portent à tout instant contrepartie des ordres à l'achat et à la vente de leurs clients. En l'absence d'obligation de compensation, les marchés OTC créent donc des interconnexions en cascade aujourd'hui assez mal mesurées entre intervenants de marché.

²³ Sur ces distinctions, voir le rapport Fleuriot pages 13-14

Organisation des activités de marché

Les banques d'investissement sont les principaux acteurs des activités de marché à proprement parler, quand bien même toutes les institutions financières (banques commerciales, banques d'investissement, assurances, société de gestion, fonds, etc.) sont des acteurs de marché.

Les activités de marché représentent une palette d'activités variées :

- *le trading* recouvre les activités d'achat/vente d'une grande diversité d'instruments financiers cash et dérivés qui visent à dégager une marge entre le prix d'achat et le prix de vente appelée le *spread*: c'est le métier traditionnel du trader - arbitragiste;
- *le market making* recouvre les prises de position volontaristes des opérateurs afin de proposer des prix au marché pour des volumes importants mais variables. Il bénéficie des *spreads* sur lesquels les contreparties traitent avec lui, mais surtout de la valorisation permanente de son stock grâce à tous ces « allers-retours » sur une position qui évolue avec la tendance estimée du marché. Cette activité se traduit souvent par une concentration très grande des positions sur quelques acteurs (voir l'exemple des CDS ci-après) ;
- *les sales ou compte client* recouvrent l'ensemble des services financiers à la clientèle (solutions de financement, d'émission de dette ou de fonds propres, procédés de gestion des risques et des produits dérivés). Ils font l'objet d'une activité dédiée, car la relation avec des clients exige un service de qualité, des capacités de conseil, un climat de confiance, une connaissance des trésoreries d'entreprises et des politiques d'investisseurs, ainsi qu'une adaptation des produits de marchés aux besoins des clients ;
- *le proprietary trading ou compte propre* recouvre les activités dans lesquelles le *trader* investit les fonds propres de la banque avec l'objectif de réaliser des plus-values en prévoyant correctement les évolutions du marché et en prenant des positions dans le sens supposé de la tendance.

Les frontières entre ces activités sont poreuses. Le *trading* est souvent indispensable et complémentaire de l'ensemble des activités financières. *Market making* et *trading* sont des activités inséparables, car le nombre de contreparties et de transactions sont autant d'occasions de gérer les positions de fond. Par ailleurs, afin de servir les besoins de leurs clients, les banques doivent assurer la contrepartie de leurs positions (*trading*) et en gérer les risques. Or souvent, les clients sont tous « dans le même sens », ce qui aggrave les risques et conduit les banques à prendre des positions directionnelles pour compte propre (*proprietary trading*).

► **Concurrence.** L'organisation des activités de marché est de nature oligopolistique car elles s'éloignent des conditions optimales de concurrence sur de nombreux points:

- les acteurs sont peu nombreux : peu d'intervenants sont capables d'atteindre la taille critique et fournir l'ensemble de la palette des activités de marché, de coter tous les instruments financiers cash et dérivés dont les clients peuvent avoir besoin et de disposer des outils technologiques les plus performants. On ne compte plus dans le monde qu'une douzaine d'institutions financières ayant prouvé qu'elles en étaient capables ; la crise a en outre conduit certaines de ces firmes à réduire leurs activités de marché, renforçant davantage les positions de leurs concurrents. Les activités de marché se concentrent un peu plus encore du fait de la spécialisation d'acteurs sur des segments particuliers des marchés comme les CDS, les dérivés actions, etc. ;

- ces activités ont un coût d'entrée élevé : la liberté d'entrée et de sortie de ces activités est faible, compte tenu des moyens humains et matériels requis. En effet, les salles de marché exigent des moyens considérables : informatique, communications, installations, de systèmes de mesure, de suivi, de contrôle et de *reporting* des risques. Elles requièrent l'expertise des opérateurs, des capacités d'innovation, des moyens dédiés au développement de la clientèle et au montage de produits et de structures adaptés à ses besoins, des systèmes et des plate formes de *trading* et de *market making*, etc. Tout cet ensemble représente des investissements et des charges courantes tels qu'il constitue un coût d'entrée considérable voire pour certains infranchissable ;

- les produits ne sont pas toujours homogènes : l'approche sur mesure des marchés OTC par opposition à la standardisation des marchés organisés affaiblit l'homogénéité des produits traités. Cette faible homogénéisation contrepartie de l'exacte adaptation des contrats aux besoins du client justifie en outre des marges commerciales substantielles pour les intermédiaires ;

- la transparence n'est pas toujours assurée, en particulier sur les marchés OTC. La négociation directe, les exigences de confidentialité mais aussi la complexité des transactions OTC affaiblissent la transparence des prix et des volumes échangés tant vis-à-vis du régulateur que vis-à-vis du reste du marché. Cette opacité est particulièrement problématique pour les entités publiques ou privées constituant le sous-jacent de ces contrats.

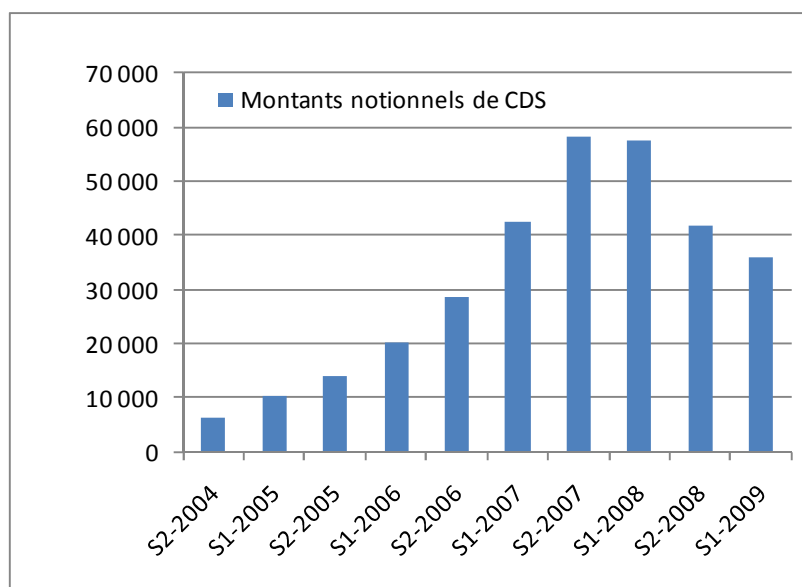
Les facteurs de production sont en revanche très mobiles, d'où la nécessité d'une approche internationale pour encadrer les rémunérations du facteur travail. Les grandes BFI peuvent revendiquer qu'une partie de leurs profits sont tirés de l'innovation financière et des droits du « premier entrant », mais en l'absence de système de brevet protégeant les nouveaux produits, les acteurs cherchent à se protéger des « fuites industrielles » en offrant à leurs personnels des niveaux de rémunération très élevés.

A noter que la demande des clients pour les transactions OTC est forte. Les clients « *corporate* » et institutionnels ont une préférence pour les marchés OTC : les contrats négociés de gré à gré avec une contrepartie bancaire connue et tenue par le secret professionnel, fournissant des prestations globales de gestion des risques de

marchés, répondent à leurs besoins de couvertures sur mesure pour lesquels des contrats standardisés ne sont pas adaptés. En outre, les entreprises ne souhaitent pas traiter leurs opérations sur les marchés organisés car le système de dépôts obligatoires et d'appels de marge pourrait peser gravement sur leurs trésoreries. Les normes comptables favorisent également le recours des entreprises aux transactions OTC. Par ailleurs, les institutions financières utilisent, au-delà des seules fins de couverture, les produits OTC dans le cadre d'activités de *trading* pour compte propre ou pour compte de tiers. En l'absence de toute contrainte réglementaire, la quasi-totalité des produits dérivés OTC était fin 2008 compensée bilatéralement²⁴, sans normes obligatoires s'appliquant à la qualité et au montant des garanties exigées entre les parties au contrat. L'absence de normes minimales s'appliquant à la « collateralisation » des contrats est d'autant plus porteuse de risque que plus de la moitié des transactions de contrats OTC ne s'accompagnerait d'aucune garantie financière exigée des contreparties²⁵.

Le marché des CDS illustre cette tendance naturelle à l'oligopole des activités de marché. Le marché des CDS, l'un des marchés OTC les plus récents, est dominé par quelques acteurs. Le CDS est un contrat financier qui procure une protection contre le risque de défaut d'un instrument sous-jacent. Le marché des CDS s'est développé sur une très grande échelle dans les dix dernières années (cf. tableau 5) et représentait, fin 2008, un encours notionnel de 42 000 Md\$ selon la BRI.

Tableau 5 : Encours déclarés de Credit Default Swaps (Mds\$)



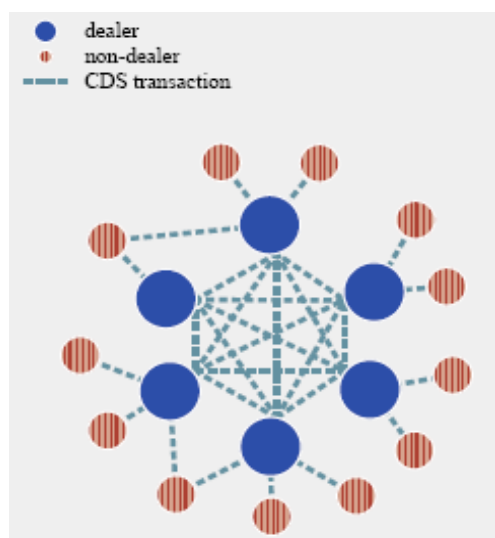
Source : BRI, marché de gré-à-gré, juin 2009

²⁴ A l'exception des dérivés de taux d'intérêt dont 45% seraient compensés par le britannique Swapclear (entité de LCH Clearnet limited).

²⁵ Etude du Comité de supervision bancaire de la Banque Centrale Européenne, 2009. L'ISDA évaluerait cette proportion à 22% des contrats.

Ce marché particulièrement dynamique est dominé par cinq BFI internationales qui sont *dealers* principales (voir graphique 1) autour desquelles gravitent toutes les transactions. D'après une étude récente, leur part de marché agrégée s'établit entre 50% et 88%²⁶ selon la gamme de produit : ceci n'est pas représentatif du risque pris individuellement par les banques car les positions sont largement compensées (la vente d'une protection CDS est annulée par l'achat d'une protection sur le même sous-jacent). Cependant, sur tous les marchés de gré-à-gré où les teneurs de marché sont très concentrés apparaît un risque de bulle, comme le montre le très net déclin des encours notionnels de CDS après la crise.

Graphique 1 : Représentation topographique de la structure d'un marché de gré-à-gré²⁷



Source: BCE, *Credit Default Swaps and Counterparty Risks*, août 2009, p. 51.

► **Tarification des risques**

La tarification en fonds propres des activités de marché est complexe et hétérogène. Toute opération de marché expose l'opérateur qui l'initie à trois risques distincts au sens de la régulation micro-prudentielle: (i) un risque de marché, qui représente la perte potentielle de l'opérateur dans l'hypothèse d'une évolution défavorable de la valeur de sa position - l'acheteur craint une baisse du marché, le vendeur une hausse ; (ii) un risque de contrepartie, qui représente la perte potentielle supportée par l'opérateur dans l'hypothèse du défaut de sa contrepartie avant l'échéance de la position; (iii) un risque opérationnel, qui regroupe l'ensemble des autres risques adossés à des erreurs comportementales (confirmation erronée d'une opération, fraude,

²⁶ Deutsche Bank Research, « Credit default swaps, Heading towards a more stable system », 21 décembre 2009, page 6.

²⁷ Note de lecture : le « dealer » est un teneur de marché qui se propose comme contre-partie systématique pour ses clients (« non-dealer »). Il se couvre en contractant la position inverse avec un autre « dealer ». Les volumes des notionnels sous-jacents sont donc importants mais les positions respectives du dealer sont en grande partie nettes.

etc.), des défaillances des systèmes informatiques ou encore à l'occurrence de crises civiles. On observe les principales différences de standards prudentiels suivantes:

- pour les acteurs non soumis à la réglementation Bâle II (banques restées en régime Bâle I et acteurs de marché non régulés comme les *hedge funds*) : aucune règle ne s'impose pour calibrer des exigences en fonds propres spécifiques au titre des risques liés aux activités de marché. Celles-ci sont définies de façon autonome soit par les acteurs sur la base de leur propre analyse et des exigences de rentabilité de leurs actionnaires, soit par des contraintes réglementaires ad hoc : les régulateurs américains ont ainsi défini des exigences prudentielles supplémentaires pour les risques de marché (« market risk amendment » de 1996) applicables aux banques soumises au régime Bâle I. En pratique, les acteurs non soumis à la réglementation Bâle II utilisent le plus souvent la Value-at-risk (VAR) pour mesurer leurs risques de marché et allouer des fonds propres pour les couvrir. S'agissant du risque opérationnel non couvert par l'accord de Bâle I, les régulateurs n'ont en revanche pas mis en œuvre de mesures équivalentes ;
- pour les banques soumises à la réglementation Bâle II : des exigences en fonds propres spécifiques sont définies pour les risques de marché, de contrepartie et pour le risque opérationnel, soit en méthode standard soit en méthode avancée reposant sur des modèles internes de mesure des risques. Nous retiendrons ici l'approche avancée. Les risques de marché sont mesurés par la Value at Risk (VAR), qui détermine la perte maximale qu'un établissement peut enregistrer, dans un délai et selon une probabilité donnés, en cas de scénario défavorable de marché. Le risque de contrepartie est mesuré à partir d'une mesure de l'exposition maximale liée à la position de marché, et d'hypothèses de défaut de la contrepartie et de pertes en cas de défaut, à l'instar d'un risque de crédit. Le risque opérationnel est calculé à partir de séries historiques de pertes liées aux défaillances humaines et matérielles de l'établissement.

Les activités de marché sont globalement sous-tarifées en fonds propres. Cette sous-tarification a deux principales origines :

- une origine micro-prudentielle : les exigences prudentielles applicables aux banques régulées conduisent de fait à une allocation supérieure de fonds propres sur les activités de crédit par rapport aux activités de marché. Ce sous-calibrage relatif des exigences prudentielles sur les activités de marché ne repose pas sur une théorie du niveau optimal de capital nécessaire pour couvrir ces activités, mais reflète les préoccupations exprimées lors des négociations de Bâle II visant à ne pas pénaliser excessivement les activités de marché qui n'étaient jusqu'alors soumises à aucune exigence spécifique. Ainsi, par exemple, les exigences en fonds propres des huit principaux groupes français au titre du risque de marché s'élevaient en 2008 à 5 % du total des exigences en fonds propres (3,9% avant la

crise). En revanche, leur portefeuille de transaction (évalué en juste valeur) représentait 37% du bilan.

- une origine macro-prudentielle: le principal outil de mesure des risques de marché, à savoir la VAR, présente plusieurs limites intrinsèques qui ne permettent pas de mesurer l'ensemble des risques qui peuvent naître des activités de marché. En particulier, la VAR ne capture pas les risques extrêmes : elle permet de calculer les risques de pertes à l'intérieur d'un intervalle de confiance de 99% mais ne calcule pas les risques de pertes extrêmes pouvant se matérialiser dans 1% des cas et correspondant potentiellement à une crise systémique (voir encadré 4).

Encadré 4

Sources de l'« excess return » prudentiel des activités de marché

1. Qu'est-ce que la VAR ?

La VAR, « value at risk », se définit comme la perte potentielle maximale consécutive à une évolution défavorable des prix de marché, dans un laps de temps spécifié (10 jours pour la VAR réglementaire) et à un niveau donné de probabilité (aussi appelé intervalle de confiance). La VAR est donc une mesure globale et probabilisée des risques de marché. Par exemple, si la VAR à 10 jours s'établit à 5 millions d'euros dans un intervalle de confiance de 99%, cela signifie que l'établissement a 99 chances sur 100 de ne pas perdre plus de 5 millions d'euros sur 10 jours consécutifs.

La VAR peut être calculée de façon globale pour un établissement ou par catégorie de risque pour chaque établissement (VAR taux, VAR actions, VAR change, etc.). Ces différentes VAR sont autant de mesures des prises de risques globaux et sectoriels des acteurs financiers sur les activités de marché.

Les superviseurs bancaires calculent les exigences de fonds propres au titre des risques de marché pour les banques sur la base d'une VAR à 10 jours calculée selon leur modèle interne, sous réserve d'une autorisation préalable du superviseur et de contrôles réguliers sur la pertinence du modèle. Au sens de la réglementation prudentielle, les exigences prudentielles de marché sont égales à la VAR multipliée par un coefficient multiplicateur fixé par le superviseur (de 1 à 6) selon la robustesse du modèle interne. Ces exigences prudentielles de marché sont ensuite multipliées par un coefficient forfaitaire de 12,5 afin d'obtenir un équivalent risques pondérés de marché. La banque doit alors couvrir à hauteur de 4% ces risques pondérés par des fonds propres *tier one*.

Exemple : Soit un actif de nominal 100 M€ et présentant une volatilité journalière de 1%, sa VAR est de 7,5M€²⁸ (la banque a 99 chances sur 100 de ne pas perdre plus de 7,5M€ sur 10 jours sur ses activités de marché). Le superviseur impose un coefficient multiplicateur de 4. La banque doit détenir 15M€ (= 7,5 x 4 x 12,5 x 0,04) de fonds propres *tier one* pour couvrir les risques de marché de ces activités.

A noter la diversité des méthodes de calcul de la VAR d'un portefeuille d'actifs. Il en existe 3 principales :

- la VAR paramétrique qui est la plus simple à utiliser mais qui repose 3 hypothèses simplificatrices, à savoir une distribution généralement normale (courbe de Gauss) des rendements des prix de marché, l'indépendance temporelle des variations de la valeur du portefeuille et une relation linéaire entre la valeur du portefeuille et les rendements des actifs (cette méthode est donc inadaptée au calcul de VAR des instruments optionnels).
- la VAR historique qui calcule les distributions de pertes possibles selon l'hypothèse incertaine que les évolutions futures des marchés seront similaires aux évolutions passées. Il s'agit de la méthode la plus utilisée par les banques et peut s'appliquer à tous les instruments.
- la VAR Monte Carlo qui repose sur une simulation à grande échelle (10 000 fois le plus souvent) des

²⁸ La VaR est donnée par : $2,33 \times 100 \times \text{racine}(10) \times 1\%$.

comportements futurs possibles des facteurs de risques (par exemple, les rendements des actifs du portefeuille) liés à une position, afin de déterminer une distribution de gains et de pertes dont on peut déduire un risque de perte maximale dans un intervalle de confiance donné.

2. Problèmes de tarification des risques de marché liés à la VAR

la VAR ne mesure pas le risque de pertes extrêmes

Par définition, la VAR mesure la perte potentielle maximale dans un intervalle de confiance donné, par exemple 99%, mais ne donne pas d'information sur le risque de perte pouvant se réaliser dans 1% des cas. Les scénarios de marché possibles dans 1% des cas ne sont donc pas connus et pas couverts par des fonds propres destinés à absorber les pertes enregistrées.

Cette limite est d'autant plus problématique que (i) on ne peut affirmer avec certitude que l'intervalle de confiance non couvert par la VAR se limite effectivement à 1%, (ii) la zone de pertes extrêmes qui se situe dans cet intervalle de confiance de 1% est précisément la zone la plus risquée pour l'établissement.

Les banques réalisent des stress tests pour essayer d'identifier les scénarios de marché correspondant à ces risques de pertes extrêmes, mais ces estimations demeurent imparfaites.

Par ailleurs, dans le cas d'un portefeuille d'actifs, la VAR peut être sous-estimée. La prise en compte des corrélations entre les rendements des actifs conduit en effet en période normale à diminuer la VAR²⁹. Ces corrélations sont néanmoins incertaines et s'accroissent en période de crise, ce qui conduit alors à limiter l'effet de diversification. C'est précisément en situation de crise systémique que la VAR d'un portefeuille d'actifs augmente rapidement (les rendements des actifs deviennent très corrélés), illustrant le fait que la VAR ne reflète pas, en période normale, l'existence de ce risque.

la VAR ne mesure pas le risque d'illiquidité des marchés

La durée de calcul de la VAR selon un intervalle de confiance donné est très limitée : 1 jour, voire 10 jours. Cette durée est fixée sur l'hypothèse contestable de la possibilité de liquider toute position de marché en toute circonstance dans un délai limité, c'est-à-dire une journée le plus souvent.

Le risque d'illiquidité des marchés n'est donc pas couvert par la VAR, ni par aucune autre mesure prudentielle, alors même qu'il peut enclencher une spirale de pertes particulièrement dangereuse, illustrée par le schéma ci-dessous extrait des travaux de Markus K Brunnermeier. Il peut se décomposer en les étapes suivantes :

1. Un choc sur le prix de certains actifs enclenche le mécanisme ;
2. La spirale comporte alors trois étapes :
 - a. La baisse du prix de certains actifs entraîne des moins-values en juste valeur, les VAR estimées augmentent et conduisent à une hausse des appels de marge et des risques de contrepartie. Les pertes en capital pour l'ensemble des établissements augmentent ;
 - b. Ces pertes en fonds propres conduisent, autant que possible, à des ventes précipitées pour limiter les besoins de refinancement. Cet effet peut être amplifié par l'existence d'un effet de levier ;
 - c. Ces ventes précipitées entraînent une nouvelle baisse du prix des actifs. Les prix ne reflètent alors plus les fondamentaux de l'économie. Cela conduit à de nouvelles pertes en capital. L'inquiétude et l'accroissement de la volatilité conduisent les acteurs à une plus grande prudence, les anticipations de baisse de prix peuvent même conduire certains actifs à devenir totalement illiquides (si l'ensemble des établissements souhaitent simultanément les vendre).

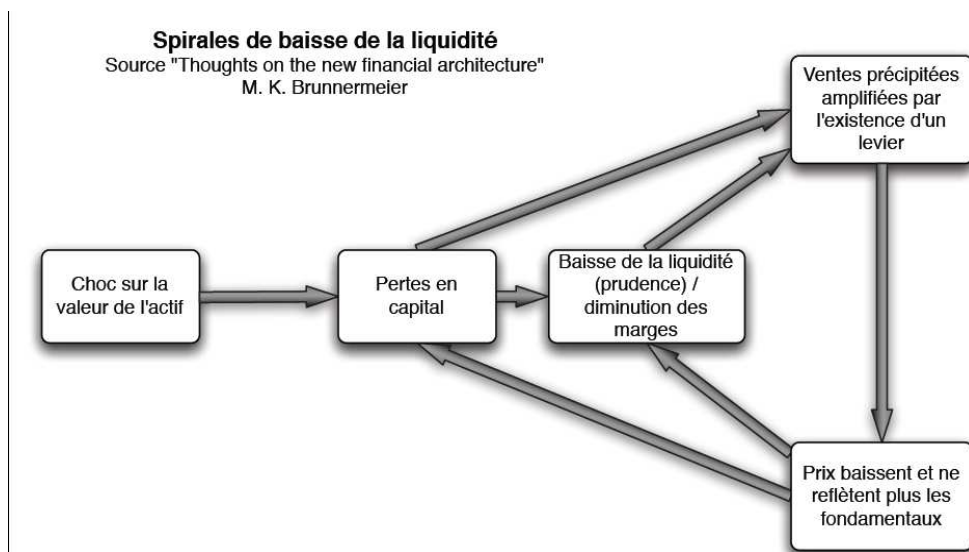
Les ventes précipitées d'un établissement à l'étape 2.b constituent une externalité négative pour l'ensemble des

²⁹ La VAR totale est inférieure à la somme des VAR des actifs.

institutions financières. Les prix des actifs vendus baissent, non en raison d'une évolution de leur valeur fondamentale, mais en lien avec une situation de détresse et de difficultés de refinancement. Cette imperfection de marché conduit à ce que les prix ne reflètent plus la valeur fondamentale des actifs.

En raison d'une myopie des acteurs qui sous-estiment l'existence de crise systémique³⁰, cette imperfection de marché n'est pas prise en compte dans l'évaluation des risques des activités de marché. Cette sous-estimation des risques est donc probablement à l'origine d'une rentabilité anormalement élevée de ces activités en période normale.

Les mesures correctives apportées à la mesure des risques de marché, comme l'utilisation d'une VAR stressée ou d'une surcharge (comme l'IRC pour « incremental risk charge ») apportent une réponse micro-prudentielle à la sous-tarification des risques de marché, notamment par rapport aux risques de crédit. Mais elles n'apportent pas de solution au problème de sous-tarification plus macro-prudentiel des activités de marché.



Aussi et surtout, le risque d'illiquidité des marchés n'est pas correctement tarifié grâce à un traitement comptable favorable :

- qu'est-ce que le risque d'illiquidité des marchés ?

Le risque d'illiquidité des marchés correspond au risque de disparition brutale de la liquidité d'instruments financiers plongeant les entités qui les détiennent dans une spirale dangereuse de pertes et de difficultés de refinancement (voir schéma d'illustration de cette spirale dans l'encadré 4) : dès lors que ses positions deviennent illiquides, une institution financière peut se retrouver dans l'incapacité de faire face à ses passifs exigibles à court terme sauf à céder ses positions à pertes et risquer de dégrader ses conditions de refinancement, cette dégradation la contraignant pour réduire ses besoins de refinancement à céder ses positions potentiellement dans de mauvaises conditions. Cette rupture de la

³⁰ Voir « This time is different, eight centuries of financial folly » C. M. Reinhart et K. S. Rogoff., décembre 2009.

liquidité d'un marché concerne nécessairement tous ses intervenants qui, du fait des interconnexions fortes qui caractérisent les activités de marché, devient un choc systémique.

- pourquoi ce risque n'est-il pas correctement pris en compte par la réglementation ?

Les règles prudentielles reposent sur le cadre comptable des activités financières. Or les normes comptables ont une définition très extensive de la liquidité des instruments financiers : tout instrument financier est liquide dès lors qu'il est négociable, c'est-à-dire qu'il peut faire l'objet d'une transaction ne serait-ce qu'avec une seule contrepartie. On parle de « liquidity through marketability ». Il peut dès lors être enregistré en valeur de marché. La liquidité des instruments financiers ne repose donc pas sur une analyse de leurs caractéristiques intrinsèques: nombre d'intervenants sur le marché, conditions de transparence et de standardisation, volume d'émission.

La décomposition du portefeuille de négociation en 3 niveaux illustre bien le caractère extensif de la définition comptable de la liquidité. Les normes comptables définissent trois niveaux d'enregistrement dans le portefeuille de négociation, en fonction de la méthode de valorisation utilisée. Cette méthode dépend directement de l'existence d'un prix de marché pour l'instrument financier : (i) le niveau 1 du portefeuille correspond aux instruments dont le prix (non ajusté) est coté sur un marché actif pour un instrument identique ; (ii) le niveau 2 correspond aux instruments dont la juste valeur est déterminée à partir de données autres que les prix cotés visés au niveau 1 et observables, soit directement soit indirectement (à savoir des données dérivées de prix) ; (iii) le niveau 3 correspond aux instruments dont la juste valeur est déterminée à partir de données non observables sur un marché³¹. Autrement dit, seuls les instruments classés en niveau 1 sont traités sur un marché actif réellement propice à garantir la liquidité des instruments échangés, où se forment des prix simples et transparents. Les instruments de niveaux 2 et 3, dont la valeur ne peut être directement observée en l'absence d'un marché réellement actif, ne présentent pas de telles garanties de liquidité.

Il résulte de ce traitement comptable présumant la liquidité permanente des instruments de négociation de faibles contraintes prudentielles. Les instruments de négociation étant considérés liquides et cessibles à tout moment, ils peuvent être refinancés à court terme en dehors de toute contrainte de transformation. Le risque d'illiquidité est donc sous-tarifé : certains actifs du portefeuille de négociation, compte tenu de leur liquidité fragile, devraient être adossés au moins partiellement à des refinancements longs, faisant supporter des coûts de transformation à l'entité qui les détient.

³¹ Norme IFRS 7.27A .

Enfin, les agences de notation ont une responsabilité directe dans cette sous-évaluation des risques de marché et de liquidité qu'elles n'intégraient pas dans leur méthodologie Cette approche a été lourdement invalidée par la crise en ce qui concerne les produits structurés, notamment *subprime* américains, dans la mesure où elle n'a pas permis de prendre en compte de façon appropriée les risques liés à ces titres, en particulier le risque de liquidité. La crise s'est propagée dans le secteur financier du fait des dégradations soudaines de notations de titres devenus illiquides. Certes, l'appréciation du risque de liquidité et du risque de marché est avant tout du ressort des commissaires aux comptes et des superviseurs. Toutefois, la méthodologie des agences de notation s'est avérée largement insuffisante en matière d'appréciation de certains paramètres comme la corrélation des défauts. Par ailleurs, cette méthodologie n'a pas suffisamment pris en compte la dégradation des conditions de marché dans les notations et d'adaptation de ces notations au cours de l'évolution de la crise. Si la mission des agences doit rester d'apprécier le risque de défaut d'un émetteur ou d'un produit financier, pour fournir aux investisseurs une information financière fiable, une meilleure prise en compte de l'ensemble des paramètres et des conditions de marchés paraît nécessaire. Les méthodologies des agences doivent, en ce sens, refléter les travaux récents du Comité de Bâle et des normalisateurs comptables.

Au niveau européen, le règlement communautaire n° 1060/2009 du 17 novembre 2010 met en place un système d'enregistrement et de contrôle qui améliore nettement les règles de transparence, en particulier pour identifier spécifiquement les produits structurés, de gouvernance et de prévention des conflits d'intérêts au sein des agences de notation. De même, à l'étranger, des législations comparables ont été prises dans les grands centres financiers mondiaux.

► Les activités de marché sont-elles systémiques ?

Les différentes failles dans la régulation des activités de marché constituent des incitations à l'accumulation de risques, notamment de liquidité. Le calcul des exigences en fonds propres sur ces activités n'intègre pas les risques de pertes extrêmes. Le risque d'illiquidité des actifs de marché n'est pas correctement tarifié, car il repose sur un traitement comptable favorable. Ces failles réglementaires créent des incitations pour les acteurs financiers à accumuler des risques de nature systémique, exposant l'ensemble du secteur financier à des pertes lourdes et rapides, susceptibles de créer des mouvements de défiance pouvant conduire à des défaillances en cascade. La crise récente résulte en effet de l'accumulation de positions devenues du jour au lendemain illiquides représentant pour l'ensemble des acteurs financiers des montants considérables: c'est notamment le cas des parts de titrisation (ABS, CDO, CLOC, etc.), ou autres actifs devenus « toxiques », dont la liquidité s'est brutalement effondrée.

Il manque un diagnostic d'ensemble précis du niveau de concurrence des activités de marché. Les activités de marché ont une tendance structurelle à l'oligopole. Une évaluation approfondie menée au niveau international est indispensable tant pour mesurer plus précisément les risques induits par la forte concentration des acteurs intervenant sur les différents types de marchés financiers que pour faire apparaître l'existence de rentes correspondant à une allocation inefficace des ressources dans l'économie.

3.2.4 Activités de gestion d'actifs

► **Organisation des activités de gestion d'actifs.** La gestion d'actifs consiste à gérer des portefeuilles pour le compte de tiers. Elle s'organise de deux façons :

- la gestion traditionnelle rassemble les entités agréées par des autorités de supervision, et dont la politique d'investissement est encadrée (notamment les fonds de pension, les *mutuals funds*, les compagnies d'assurance, les banques et aussi en France les sociétés de gestion de portefeuille) ;
- la gestion alternative rassemble les *hedges funds*, principalement domiciliés dans des centres *off-shore* bénéficiant d'un cadre réglementaire moins contraignant et recourant à l'endettement. En Europe, les gérants de ces fonds sont généralement agréés et soumis à une régulation prudentielle. Ils sont, en revanche, le plus souvent libres de leur politique d'investissement³².

La gestion traditionnelle recouvre un ensemble hétérogène. Elle constituait la quasi-totalité de la gestion collective jusqu'au début des années 1990, recouvre une grande diversité de supports et de stratégies d'investissement (fonds monétaires, obligataires, actions, diversifiés, fonds à formules, etc.). On peut noter les principales caractéristiques suivantes :

- les différents types de gestion peuvent, par ailleurs, s'adresser à des clientèles variées. Les fonds monétaires répondent ainsi essentiellement au besoin des entreprises de placer leur trésorerie dans des produits sécurisés et immédiatement disponibles. A l'inverse, la gestion « actions » peut viser aussi bien une clientèle grand public qu'une clientèle institutionnelle ;
- toutes les juridictions n'imposent pas une catégorisation des fonds par type de gestion. Au niveau européen, certains Etats membres ont mis en place une telle classification (c'est le cas en France), qui peut, le cas échéant, constituer une contrainte d'investissement additionnelle par rapport à celles liées à la directive UCITS ;

³² Il existe toutefois des hedge funds dont la politique d'investissement est encadrée (en France, les OPCVM à règles d'investissement allégées).

- la liquidité des fonds traditionnels est souvent quotidienne, même si cela peut être davantage dicté par la pratique concurrentielle que par la réglementation, qui n'est pas nécessairement aussi prescriptive.

Les *hedge funds* ont pris une importance grandissante dans la gestion d'actifs mais demeurent minoritaires. En 2007, les actifs gérés par des *hedge funds* étaient estimés entre 1 600 Mds\$ et 1 900 Mds\$, soit environ 2,5% de l'encours total des fonds mondiaux, les actifs gérés par les fonds « traditionnels » régulés représentant 70 000 Mds\$.

Les *hedge funds* se caractérisent par une politique d'investissement flexible et une faible liquidité, les fonds sont principalement souscrits par des institutionnels ou des particuliers fortunés :

- les *hedge funds* s'adressent principalement à des investisseurs institutionnels ou à des particuliers fortunés, parce que le montant minimum à investir est élevé (en général, au moins 10 k€), que l'engagement initial peut être de plusieurs années et que le client doit être prêt à assumer un risque élevé. La structure de clientèle des *hedge funds* s'est modifiée dans les dernières années : à l'origine et jusqu'à récemment, les *hedge funds* étaient réservés à une clientèle privée fortunée. Depuis le début des années 2000, la clientèle s'est considérablement et rapidement élargie avec notamment l'essor des fonds de pension et les fonds de *hedge funds*. Les investisseurs institutionnels représentaient en 2006 près des deux tiers de la clientèle des *hedge funds* ;

- la politique d'investissement est très flexible. Un *hedge fund* peut prendre des positions longues et à découvert, se concentrer sur quelques titres, avoir recours à l'effet de levier, utiliser des produits dérivés, non cotés ou encore négociés de gré à gré. Le gérant peut ainsi bénéficier de larges possibilités stratégiques, même si cette flexibilité implique également un plus grand risque ;

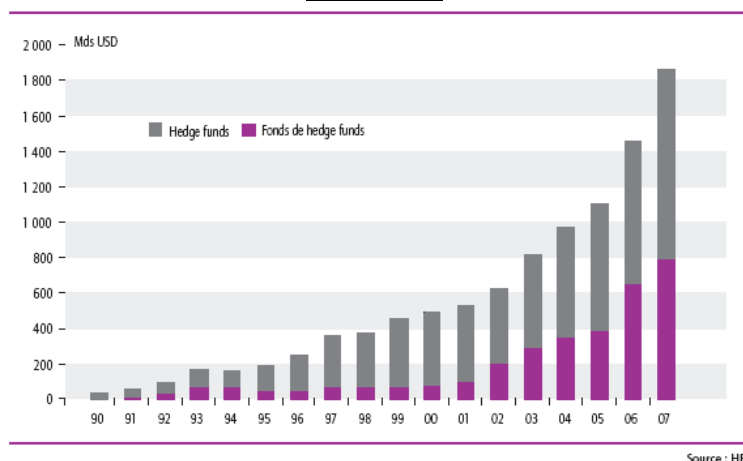
- la liquidité d'un *hedge fund* est faible. L'entrée et la sortie du fonds se font selon des critères stricts : dates d'entrée et de sortie imposées, généralement trimestrielles. Il est également possible que soit prévue une période d'investissement minimum qui peut varier entre un et trois ans, ou encore des pénalités en cas de sortie du fonds la première année. Il existe également couramment des *gates* limitant le montant des retraits à chaque date à un pourcentage maximum des actifs sous gestion. Ces critères donnent au gérant un certain confort pour pouvoir mettre en œuvre des stratégies à long terme ;

- la rémunération des gérants de ces fonds est fonction de leur performance. En effet, en plus des frais de gestion habituellement facturés par les gestionnaires, les gestionnaires de *hedge funds* prélèvent des honoraires proportionnels à la performance du fonds. Alors que les premiers (*management fees*) sont compris entre 1 et 3 %, les seconds (*performance fees*) représentent généralement entre 20 et 25 % de la performance annuelle du fonds (au delà d'une performance benchmark : *hurdle rate*).

► Concurrence

L'industrie de la gestion alternative est très concentrée. Les 20 plus gros fonds représentent 30% des actifs sous gestion et les 100 plus gros représentent 65% de l'ensemble.

Tableau 6



Les *hedge funds* représentent selon les estimations, entre 10% et 20% des transactions aux Etats-Unis. Certains estiment même qu'ils pourraient représenter 40% à 50% des volumes journaliers du New York Stock Exchange et du London Stock Exchange. Ils représentent 30% des volumes échangés sur les actions aux Etats-Unis et 15% des volumes échangés sur les produits de taux mais avec des niveaux beaucoup plus élevés sur certains sous-segments comme les dérivés de crédit où ils représentent 60% des volumes échangés.

► Tarification des risques

Les fonds de gestion traditionnels ont le plus souvent un objectif de rendement relatif, par rapport à un indice de référence que les gérants essaient de surperformer. Ces « benchmarks », qui dépendent bien évidemment du type de gestion considéré, sont généralement indiqués aux investisseurs dans le prospectus du fonds et les documents de commercialisation.

La stratégie d'investissement des fonds traditionnels est en général strictement encadrée, et l'effet de levier limité.

Les *hedge funds* ont un objectif de rendement dit « absolu », c'est-à-dire indépendant de l'évolution globale des marchés, et qui maximise le couple rendement/risque. L'objectif est de diversifier le portefeuille de titres afin de réduire l'exposition au marché³³ de la gestion classique, mais également de réduire le niveau de risque pour les stratégies qui privilégient la recherche d'une faible volatilité. Par conséquent, les *hedge funds* recouvrent une grande variété de stratégies qui ont en

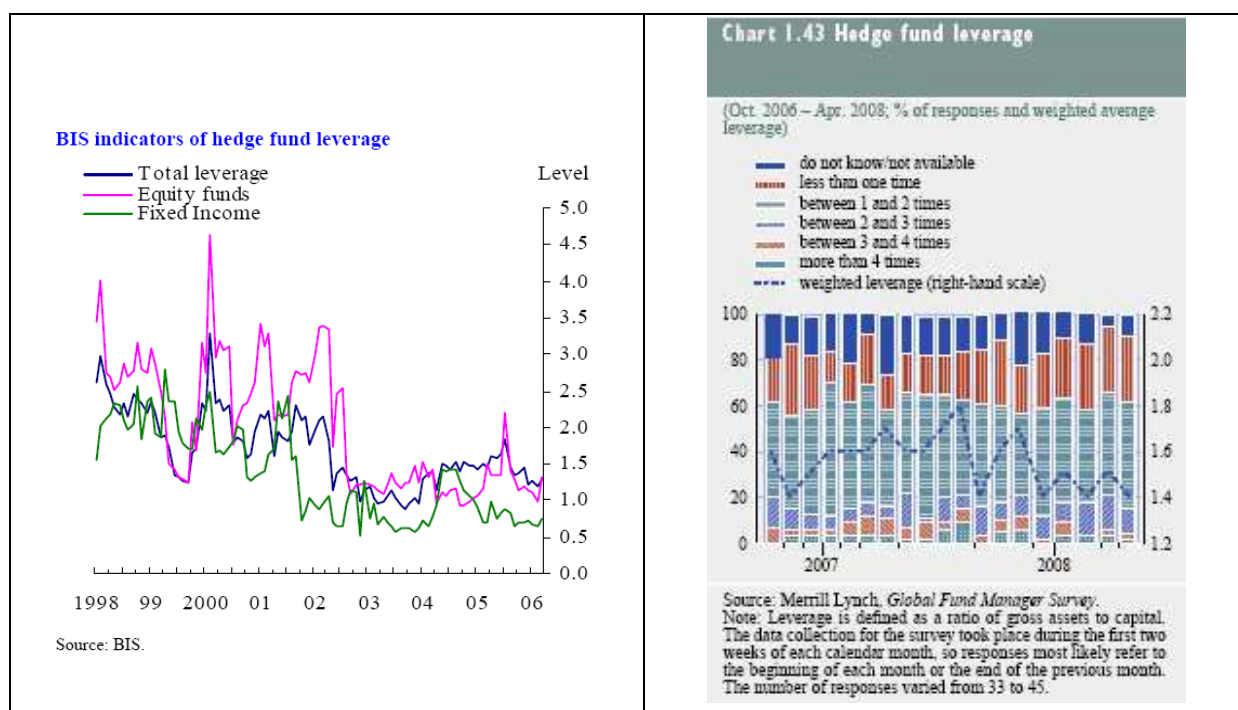
³³ La valeur du portefeuille ne dépend alors pas des hausses et des baisses du marché dans son ensemble.

commun une absence ou une faible corrélation entre le rendement du portefeuille du *hedge fund* et de celui du marché : arbitrages entre prix d'actifs, mise à profit d'événements de marché, investissement en fonction d'une estimation subjective du rendement des actifs.

Cette stratégie des *hedge funds* est permise par une absence ou un faible encadrement de leur politique d'investissement.

En l'absence de régulation, les *hedge funds* ont massivement recours à l'effet de levier, que ce soit le levier économique (autrement appelé levier d'endettement : ratio des actifs sous gestion sur les capitaux propres) ou le levier financier (par l'intermédiaire de produits dérivés comme les options par exemple), notamment les stratégies de *fixed income* et d'arbitrage. Même si les leviers sont à l'heure actuelle bien loin du niveau présenté par LTCM³⁴ au moment de ses difficultés (dont le levier était de 11,5 fois les capitaux propres), les données transmises par les fonds possèdent un certain biais et la concentration de l'activité des fonds sur quelques secteurs comme le *fixed income* est préoccupante. Les données de marché sont impossibles à connaître avec certitude mais certaines estimations par de grandes organisations internationales (FMI, BRI, OCDE) permettent d'en avoir une idée plus précise (cf. tableau 7).

Tableau 7



Le niveau global de ce levier est cependant difficile à estimer. Le FMI estimait en octobre 2008 que le levier d'endettement des *hedge funds* avait baissé à 1,4 fois les capitaux propres contre 1,7 l'année précédente. Cette estimation globale masque cependant les grandes différences de levier utilisé suivant les stratégies suivies. L'OCDE a tenté d'estimer le levier total, en estimant également le levier financier que

³⁴ Long Term Capital Management

les fonds utilisent par l'intermédiaire de produits dérivés : il parvenait à un levier de 3,9, l'essentiel provenant de l'utilisation de dérivés de crédit. Même si les montants sous mandat des *hedge funds* ne dépassent pas 3% de la capitalisation mondiale et que la configuration du marché a changé depuis la faillite du fonds LTCM en 1998³⁵, où l'opacité était totale et les effets de levier très élevés, les *hedge funds* sont cependant des acteurs de poids sur les différents marchés en raison de leur concentration sur certains segments et de leur gestion par nature dynamique.

► Les activités de gestion d'actifs sont-elles systémiques ?

La régulation de la gestion d'actifs n'est pas essentiellement de nature prudentielle (définition d'exigences en fonds propres) comme la régulation des activités de crédit ou d'assurance.

Une partie importante des fonds d'investissement, fonctionnant sans recours à l'effet levier, apparaît faiblement porteuse de risque systémique: la gestion collective étant, par essence, une activité pour compte de tiers, les moins values d'un fonds n'ont en général pas d'autres conséquences que d'entraîner des pertes pour les investisseurs. Les fonds monétaires (de par leur perception comme des produits sans risques, et leur adossement fréquent à des établissements bancaires) et les *hedge funds* (de par notamment leur recours massif à l'effet de levier et leur grande réactivité) méritent toutefois une analyse spécifique.

Le rôle des *hedge funds* dans la dynamique d'une crise systémique est controversé. Si certaines analyses récentes tendent à démontrer qu'aucun *hedge fund* n'a de taille ou de part de marché suffisante pour avoir un impact systémique sur ses contreparties, il semble toutefois difficile de contester que les *hedge funds*, dans leur ensemble, peuvent avoir un impact significatif sur la dynamique des marchés :

- les *hedge funds* peuvent représenter une proportion substantielle des flux (jusqu'à 50 % des transactions quotidiennes sur certains marchés). Ils ont donc une influence sur les cours beaucoup plus déterminante que ce que semble indiquer leur part de marché ;
- surtout, l'analyse des *hedge funds* pris individuellement ne permet pas d'appréhender leur effet global. Ces fonds ont tendance à avoir des stratégies proches les unes des autres. Il y a donc un effet de masse qui peut engendrer un risque systémique pour les marchés, alors même que l'impact de chaque fonds est limité. On peut notamment prendre l'exemple du *deleveraging* massif pendant la crise financière, dû aux rachats et aux demandes de sur-collateralisation, qui a forcé les fonds à vendre en même temps un stock très important de titres, ce qui a largement accentué les pressions baissières ;

³⁵ Les stratégies des fonds sont aujourd'hui beaucoup plus diversifiées que ne l'était LTCM et les banques ne prêtent plus à un fonds 28 fois ses capitaux pour lui permettre de mener à bien une unique stratégie, comme cela avait été le cas (Working Group on Financial Markets, 1999).

- les importantes ventes à découvert et positions sur produits dérivés parfois pratiquées par les *hedge funds* révèlent un effet déstabilisateur ou amplificateur en cas de crise ;
- enfin, il est possible que les positions des *hedge funds*, notamment grâce à un effet de levier important, provoquent une déviation du prix des actifs par rapport au prix fondamental.

Les fonds monétaires, qui sont pourtant théoriquement des véhicules très sécurisés, peuvent également avoir des comportements susceptibles de générer du risque systémique. L'analyse de la crise financière met en lumière des mécanismes de propagation quelque peu différents selon les juridictions (notamment entre l'Europe et les Etats-Unis), mais qui renvoient tous à la mauvaise perception qu'avaient les investisseurs de ces produits, considérés comme des supports à capital garanti. Ces véhicules ont pourtant pu comporter une partie conséquente d'actifs risqués, notamment de produits de titrisation, destinés à augmenter la rentabilité globale des investissements (la terminologie même des fonds – « monétaires dynamiques » - pouvant parfois induire les investisseurs en erreur). Il en a résulté une vague de rachat massive lorsque les investisseurs ont réalisé que ces supports n'offraient pas la protection escomptée, ce qui a pu être encore accentué par certains modes de comptabilisation (fonds à NAV constante).

Aux Etats-Unis, ces difficultés ont conduit les autorités à mettre en place des mécanismes de garantie spécifiques, pour des montants très élevés. En Europe, où les fonds monétaires sont le plus généralement adossés à des établissements bancaires, cette situation a forcé ces derniers à mettre en œuvre des garanties (implicites ou explicites) sur les actifs sous jacents. Une partie conséquente des mesures de liquidité exceptionnelles des banques centrales a donc indirectement bénéficié aux fonds monétaires. La contribution de ces derniers au développement de la crise récente est donc, dans les deux cas, difficilement contestable.

Au niveau européen, les travaux entrepris par le comité européen des superviseurs de marché (CESR) sur la réforme des fonds monétaires devraient traiter en partie la question. Un volet essentiel de cette réforme devrait notamment porter sur l'information des investisseurs, afin d'éviter à l'avenir une mauvaise compréhension des risques encourus (la terminologie « monétaire dynamique » devrait notamment être bannie). La maturité moyenne et maximale des titres détenus par les fonds monétaires pourrait, par ailleurs, être plafonnée.

L'analyse activité par activité de la tarification des risques dans le secteur financier par les régulateurs permet de distinguer deux grands types d'activité au regard de la problématique du risque systémique :

- les activités qui sont globalement bien tarifées par les régulateurs, pour lesquelles la dynamique d'accumulation du risque systémique est limitée. Il s'agit principalement des activités régulées de crédit et d'assurance. Ces activités ne sont pas à l'abri d'une crise : des erreurs de gestion peuvent conduire à la faillite d'un ou de plusieurs établissements pouvant avoir des impacts lourdement négatifs sur l'économie réelle. Mais ces éléments ne sont pas de nature à créer des incitations à l'accumulation de risque systémique.
- les activités qui sont globalement mal ou insuffisamment tarifées par les régulateurs, et présentent dès lors pour les acteurs du secteur financier des incitations à accumuler les risques correspondant jusqu'à développer une fragilité d'ensemble pouvant déclencher une crise systémique dans certaines circonstances économiques. Ces activités sont principalement la titrisation de crédits, les activités de marché au sens large dont les activités de dérivés OTC et certaines activités de gestion d'actifs (fonds monétaires ou hedge funds).

PARTIE 2

PREVENIR ET GERER LE RISQUE SYSTEMIQUE

Le risque systémique naît de l'accumulation de risques imparfaitement mesurés par la régulation financière classique. Cette accumulation de risques rend l'ensemble du secteur financier vulnérable à un choc se propageant à travers les principales institutions qui le composent.

Les mesures de politique publique peuvent avoir pour objectif de réduire le risque systémique à travers, d'une part, des mesures de prévention des comportements à risque et, d'autre part, des mesures de résolution de crise permettant de limiter la propagation du risque systémique une fois qu'il s'est matérialisé.

Trois principaux axes de recommandations ont été retenus :

- la supervision du risque systémique, c'est-à-dire les moyens d'intégrer dans l'organisation institutionnelle de la supervision financière la surveillance du risque systémique ;
- la régulation du risque systémique, à savoir les mesures réglementaires pouvant contribuer à réduire le risque systémique. Ces mesures s'articulent autour de mesures permanentes, notamment l'instauration d'une taxation du secteur financier en complément du renforcement des règles micro-prudentielles, et de mesures ciblées et temporaires de régulation ;
- la résolution du risque systémique, qui recouvre les moyens de gestion par les autorités publiques des défaillances des institutions financières.

1. Supervision du risque systémique

1.1 Justification d'une supervision systémique

La supervision effective du risque systémique par des autorités dotées de prérogatives suffisantes est un préalable indispensable à la réduction et à la gestion du risque systémique.

La supervision micro-prudentielle des institutions financières et des marchés ne permet pas à elle seule d'identifier le risque systémique, puisque celui-ci résulte de l'accumulation globale de risques financiers insoutenables exposant l'ensemble du secteur à un risque de rupture systémique. Bien que fondamentalement complémentaires, les approches micro et macro-économique de la supervision procèdent de logiques, de méthodes, d'outils de supervision différents. La supervision micro-prudentielle procède d'une logique *bottom up* et s'intéresse aux profils de risques individuels des entités entrant dans son champ de supervision : elle définit des exigences en capital et en liquidité adaptés à chacune de ces entités en fonction de ses expositions sur le reste du secteur financier. Pour les marchés, l'objectif des superviseurs micro-prudentiels est de protéger les investisseurs et les épargnants des différentes formes d'abus de marché. La supervision macro-prudentielle du risque systémique procède d'une logique *top down* et s'intéresse aux externalités négatives générées par l'agrégation des comportements individuels, dans et hors du champ de la régulation micro-prudentielle, dans un contexte macroéconomique donné. La supervision systémique ne cherche donc pas à infléchir directement les comportements individuels des institutions financières mais à infléchir les règles du jeu qui permettent le développement de ces comportements individuels.

Cette conclusion apparaît aujourd'hui relativement consensuelle. Le rapport du groupe présidé par Jacques de Larosière, « *the high-level group on financial supervision in the EU* », rendu public le 25 février 2009, a mis en évidence le besoin d'une supervision macro-prudentielle, complémentaire de la supervision micro-prudentielle classique : « la supervision micro-prudentielle a traditionnellement été au centre de l'attention des autorités de supervision partout dans le monde. Son principal objectif est de surveiller la situation d'un établissement financier donné et de limiter ses difficultés, protégeant ainsi les clients de l'établissement financier en question. Le fait que le système financier dans son ensemble puisse être exposé à des risques communs n'est pas toujours complètement pris en compte. (...) L'analyse macro-prudentielle doit apporter une attention particulière aux chocs communs ou corrélés aux chocs touchant les parties du système financier déclenchant des effets contagieux par entraînement ou par rétroaction. ». Cette analyse est partagée au sein de l'Union européenne mais également au niveau international.

1.2 Organisation d'une supervision systémique

Des réformes sont engagées dans les différentes places financières pour développer la dimension macro-prudentielle de la supervision. Au niveau national, les mandats des superviseurs ont été révisés pour inclure l'objectif de stabilité financière et donc le développement d'une supervision macro-prudentielle : c'est le cas en France et au Royaume Uni par exemple. Au niveau européen, la création d'un conseil européen du risque systémique (CERS) décidée par le Conseil ECOFIN en décembre 2009 marque une étape importante dans le développement de la supervision macro-prudentielle. Composé majoritairement de représentants de la BCE et du système européen des banques centrales, ainsi que de représentants des superviseurs micro-prudentiels, le CERS aura pour mission d'une part de détecter le risque systémique et, d'autre part, d'émettre des alertes et de formuler des recommandations à destination des autorités nationales et européennes de supervision, afin de prendre les mesures nécessaires pour réduire le risque systémique. Le règlement instituant le CERS est en cours d'examen au Parlement européen : sa mise en œuvre constituera un réel progrès dans le système européen de supervision. En France, le projet de loi de régulation bancaire et financière adopté en conseil des ministres le 16 décembre 2009 et qui sera prochainement soumis à l'examen du parlement prévoit de transformer l'actuel collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier en conseil de la régulation financière et du risque systémique. Ce conseil, composé des représentants des autorités micro-prudentielles et de la Banque de France, sera notamment chargé, en lien avec les travaux du CERS, de conseiller le ministre en charge de l'économie en matière de prévention et de gestion du risque systémique. Les Etats-Unis se sont engagés dans la même voie en proposant la création d'un conseil du risque systémique qui rassemblerait l'ensemble des superviseurs, la Réserve Fédérale et le Trésor : cette proposition est reprise à la fois dans le projet de loi voté par la chambre des représentants en décembre 2009 et dans le projet en cours d'examen au Sénat.

Les développements intervenus jusqu'ici en matière de supervision macro-prudentielle appellent toutefois trois commentaires :

- la fonction de supervision systémique n'est pas clairement établie au niveau international. Le fonds monétaire international (FMI), le conseil de stabilité financière (CSF) et la banque des règlements internationaux (BRI) ont élaboré à la demande du G20 un rapport conjoint sur l'identification du risque systémique par les superviseurs nationaux (cf. partie I) mais aucune de ces institutions n'est aujourd'hui clairement mandatée pour détecter le risque systémique et alerter les pouvoirs publics sur leurs développements, à l'instar du CERS au niveau européen. Or la fonction de supervision systémique ne peut être efficace que si elle est également menée au niveau international. Si le FMI a une compétence générale en matière de supervision macroéconomique, il lui manque l'expertise des représentants des banques centrales et des superviseurs micro-prudentiels

réunis au CSF et à la BRI. Il pourrait être envisagé de confier la fonction de supervision systémique au CSF qui s'appuierait sur les travaux conjoints du FMI et de la BRI ;

- le contenu de la supervision systémique reste trop imprécis. La définition générale de la supervision macro-prudentielle autrement dit systémique fait l'objet d'un consensus : il s'agit d'identifier les tendances économiques et financières qui peuvent menacer la stabilité financière et de proposer des mesures qui permettraient de corriger ces évolutions. Mais le champ exact de cette supervision systémique n'est pas normalisé. Si le champ de la supervision systémique n'a pas vocation à être figé dans un texte normatif, il convient d'en préciser a minima les contours, à partir de lignes directrices internationales. En l'absence d'orientations plus précises, la supervision systémique risque de se limiter à des recommandations trop générales dépourvues de portée opérationnelle ;
- les pouvoirs de supervision systémique doivent être clairement définis. Il y a plusieurs façons d'organiser d'un point de vue institutionnel la fonction de supervision macro-prudentielle ou systémique: (i) elle peut être exercée par une autorité distincte des autorités de supervision micro-prudentielle (solution retenue dans la nouvelle architecture de supervision européenne – le comité européen du risque systémique est indépendant des autorités européennes de supervision sectorielle), (ii) elle peut être exercée par une même autorité (solution retenue en partie en France avec la création de l'autorité de contrôle prudentiel des banques et des assurances adossée à la Banque de France en charge de la supervision macro-prudentielle de la bancassurance). Quelle que soit l'organisation institutionnelle retenue, il est impératif d'associer à la fonction de supervision systémique des prérogatives spécifiques afin que les éventuelles alertes ne puissent rester sans suite. A minima, le superviseur systémique devrait être doté d'un pouvoir d'injonction des superviseurs micro-prudentiels à agir en cas d'alerte sur l'évolution d'une activité, sur la mauvaise tarification d'un risque ou sur les comportements d'acteurs spécifiques. Les superviseurs micro-prudentiels ne seraient pas liés quant au type de mesures à prendre (nouvelle pondération d'un risque, surcharge en capital, surcharge en liquidité, etc.) mais ils devraient être liés par une obligation d'agir en réponse à une alerte ou à une recommandation du superviseur systémique. A ce titre, il conviendra à terme de faire évoluer le dispositif européen pour doter le CERS de pouvoirs d'injonction vis-à-vis des autorités européennes de supervision, voire éventuellement directement vis-à-vis des autorités prudentielles nationales. En outre, un dispositif efficace de supervision suppose que les superviseurs micro-prudentiels soient dotés des pouvoirs nécessaires pour mettre en œuvre les recommandations du superviseur systémique (cf. propositions page 82 sur les mesures de régulation ponctuelle).

1.3 Contenu d'une supervision systémique

La supervision systémique doit s'attacher à analyser l'ensemble des évolutions susceptibles de dégrader la stabilité financière. Il s'agit d'identifier les grandes tendances macroéconomiques et macro-financières, notamment l'évolution générale du crédit et l'endettement des agents économiques (ménages, entreprises, Etats) et leurs risques d'insolvabilité, l'évolution des prix des actifs mais également le niveau global de transformation effectuée par le secteur financier et les risques de liquidité qui en découlent.

La supervision systémique doit aussi et surtout analyser les dynamiques d'accumulation des risques. Comme mis évidence en première partie, il est possible d'identifier des facteurs objectifs d'accumulation du risque systémique, pouvant être révélés par les rentabilités exceptionnelles dégagées sur certaines activités. Ce travail doit couvrir l'ensemble des activités financières, quel que soit leur statut juridique et la nature de leurs activités. Le superviseur systémique doit s'interroger en permanence sur l'origine de ces rentabilités et déterminer si ces rentabilités rémunèrent des prises de risques correctement tarifées ou non. Le superviseur systémique doit être en mesure de mettre en évidence les possibilités d'arbitrage réglementaire permettant aux acteurs régulés et non régulés de sous-tarifier les risques effectivement pris et d'en alerter les superviseurs micro-prudentiels afin qu'ils réduisent ces possibilités d'arbitrage réglementaire. Il doit aussi développer une expertise et formuler des avis critiques sur les outils de mesure des risques utilisés par les superviseurs micro-prudentiels : ces outils restent-ils adaptés compte tenu des développements rapides et permanents des activités financières ? Enfin la supervision systémique intègre l'analyse du développement d'activités non régulées qui constituent par définition des arbitrages réglementaires pouvant être à l'origine d'accumulation de risques.

L'analyse de la concurrence dans le secteur financier fait partie intégrante de la supervision macro-prudentielle. Les développements de la première partie ont également mis en évidence que le faible niveau de concurrence pouvait être à l'origine d'accumulation du risque systémique, sans que l'on puisse formuler de conclusions définitives à ce stade. L'existence de rentes d'oligopole ou de rentes informationnelles peut conduire à affaiblir la discipline de marché et favorise les comportements d'aveuglement collectif. La faiblesse de la concurrence et l'absence de substituabilité suffisante d'acteurs occupant des positions dominantes sur certains marchés est un facteur de vulnérabilité systémique. Il est indispensable que les superviseurs systémiques se saisissent de ce sujet.

Recommandation 1 : Clarifier le mandat des institutions financières internationales en matière de supervision systémique, en renforçant celui du conseil de stabilité financière

Recommandation 2 : Définir au niveau international le contenu de la supervision systémique qui ne doit pas se limiter au suivi des grandes masses macro-économiques mais analyser les dynamiques d'accumulation des risques (arbitrage réglementaire, problèmes de tarification prudentielle), pour l'ensemble des institutions financières, et la concurrence dans le secteur financier

Recommandation 3 : Clarifier les pouvoirs des superviseurs systémiques vis-à-vis des superviseurs micro-prudentiels

2. Régulation du risque systémique

2.1 Régulation permanente : corriger les incitations à accumuler du risque systémique

2.1.1 Réduire les possibilités d'arbitrage dans la régulation micro-prudentielle

L'arbitrage réglementaire joue un rôle essentiel dans la dynamique d'accumulation du risque systémique. Sous le contrôle du superviseur systémique tel qu'il vient d'être défini, les superviseurs micro-prudentiels doivent veiller à ce que les règles qu'ils appliquent n'incitent pas au développement artificiel d'activités dont les risques ne seraient correctement pris en charge par les acteurs financiers.

► **Activités de crédit.** Plusieurs mesures seraient nécessaires pour réduire les arbitrages réglementaires liés à la titrisation de crédit par rapport l'intermédiation bancaire classique:

- aligner les exigences réglementaires en fonds propres : les exigences en fonds propres applicables à la titrisation de crédit d'une part et à la distribution bancaire de crédit d'autre part ne peuvent pas être strictement alignées dès lors que dans le cas d'une titrisation le risque de crédit est en partie transférée à des investisseurs. Mais à niveau identique d'exposition au risque de crédit de la banque prêteuse ou originatrice, les exigences en fonds propres doivent être identiques. C'est l'objectif de l'accord publié par le comité de Bâle en juillet 2009 qui prévoit (i) un durcissement des exigences en fonds propres des banques sur leurs positions de titrisation et de re-titrisation, (ii) un relèvement du facteur de conversion en équivalent bilan des lignes de liquidités et de crédits accordées aux véhicules de titrisation.
- revoir le traitement comptable des activités de crédit: l'enregistrement en valeur de marché (*trading book*) par les banques de parts de portefeuilles de crédits titrisés qu'elles ont elles-mêmes originés – ou qu'elles ont acquises auprès de titriseurs- représente un arbitrage réglementaire par rapport à l'enregistrement en coût amorti (*banking book*) d'un crédit bancaire classique. Cet arbitrage comptable permet de refinancer avec des maturités plus courtes et à moindre coût un crédit bancaire, alors même que la liquidité de la part de titrisation est contestable si elle est classée en niveau 2 ou 3 du *trading book*. La revue du *trading book* en cours par le comité de Bâle doit permettre de fermer cet arbitrage réglementaire.

- imposer la consolidation des véhicules de titrisation : un moyen efficace de réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire sur les activités de crédit est d'imposer aux banques la consolidation comptable et prudentielle des véhicules de titrisation et d'investissement dans lesquels elles gardent une responsabilité en tant qu'originatrices ou sponsors. Cette mesure permettrait de fait de ramener ces véhicules dans le champ de contrôle des superviseurs micro-prudentiels. Les modifications de normes comptables en ce sens sont encore insuffisantes et leurs effets restent incertains³⁶.

Certaines propositions de décembre 2009 du comité de Bâle vont en outre permettre d'améliorer la résilience globale des banques. En particulier, (i) le renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres, sur la base d'une définition stricte et harmonisée des instruments éligibles en *core tier one*, renforcera la capacité des banques à absorber les pertes que peuvent générer certaines de leurs activités, (ii) la définition d'un régime harmonisé de la liquidité sur la base d'un ratio à un mois – *coverage ratio* - et d'un ratio à un an – *net stable funding ratio* - devrait permettre, sous réserve de certains ajustements des paramètres proposés, d'améliorer la résistance des banques à des chocs de liquidité.

► **Activités d'assurance.**

Alors que le cadre réglementaire des activités d'assurance connaît de profondes évolutions en Europe avec la mise en œuvre du régime Solvabilité 2, il est difficile d'identifier à ce stade les futures possibilités d'arbitrage liées à cette nouvelle réglementation.

Compte tenu de la faible harmonisation au niveau international de la régulation des activités d'assurance, les risques d'arbitrage réglementaire de nature géographique constituent une préoccupation, notamment en Europe. Il en est de même en matière de réassurance.

L'enjeu principal pour les activités d'assurance est donc d'engager une réflexion internationale sur les voies d'harmonisation des réglementations en vigueur.

► **Activités de marché**

Organisation des marchés. Les chantiers très structurants lancés par le G20 devraient permettre de sécuriser le cadre réglementaire des activités de marché.

Les nouvelles obligations de transparence et de compensation vont renforcer les moyens de supervision des marchés de dérivés OTC. Les conclusions du sommet du G20 de Pittsburg du 15 septembre 2009 appellent à la mise en œuvre d'un ensemble d'obligations dont le cumul conduira à accroître fortement la transparence et la

³⁶ Pour une recension des travaux en cours par les normalisateurs comptables : cf. FMI, *Global Financial Stability Report*, octobre 2009, p. 95).

sécurité de ces marchés. Ainsi au plus tard d'ici la fin de l'année 2012, tous les dérivés OTC devront être enregistrés dans des banques centrales de données (*trade repositories*) et les dérivés OTC standardisés devront être compensés par des chambres de compensation tandis que l'utilisation de plate-forme de négociation sera encouragée. Par ailleurs, un vaste mouvement de standardisation des CDS a d'ores et déjà accompli à l'initiative de l'International Swaps and Derivatives Association³⁷ en avril 2009 aux Etats-Unis (*Big Bang protocol*) puis en Europe en juillet 2009 (*Small bang protocol*). Au-delà du cas particulier des CDS, l'obligation d'enregistrement des contrats dans des *trade repositories* et les incitations à recourir à la compensation multilatérale au travers des chambres de compensation requerront un mouvement de standardisation des contrats. Seuls les produits répondant à des besoins de couverture sur mesure des entreprises industrielles à des fins de production ou d'exportation devraient échapper à cette obligation. Concrètement les nouvelles obligations de transparence donneront aux autorités de contrôle les moyens d'identifier les entités devant être soumises aux nouvelles règles relatives aux marchés de produits dérivés. En outre, l'obligation de compensation conduira à soumettre les utilisateurs de ces produits à des règles prudentielles assurant une tarification correcte des risques, notamment par le biais de la collatéralisation, des appels de marge obligatoires et de l'abondement du fonds de garantie de la chambre de compensation

L'ensemble de ces pistes d'action font actuellement l'objet de travaux législatifs ambitieux tant aux Etats-Unis que dans l'Union européenne. Ces nouvelles législations couvriront l'ensemble des marchés de produit dérivés qui seront donc soumis à l'avenir à un ensemble de règles beaucoup plus strictes en matière de transparence, de supervision prudentielle et de réduction des risques.

Le recours aux infrastructures de marché est indispensable pour renforcer la résilience d'ensemble du secteur financier, sous réserve d'une supervision adaptée.

La chambre de compensation est un instrument clé de réduction du risque systémique: elle assure le calcul du solde net des transactions effectuées par chacun des intervenants, réduisant ainsi leur exposition mutuelle et leur besoin de liquidité pour le règlement des transactions. Par cette connaissance approfondie des positions des acteurs, elle permet par ailleurs de renforcer la transparence des marchés ; elle s'interpose entre l'acheteur et le vendeur, se substituant à l'un ou l'autre en cas de défaillance, ce qui permet réduire les risques de contrepartie. Son utilisation constitue donc l'un des instruments les plus appropriés pour réguler les dérivés OTC de manière efficace et rapide.

Néanmoins, le recours à ces infrastructures ne fait pas disparaître le risque mais le concentre davantage dans les chambres de compensation (*Central counterparty* ou CCPs). Il importe donc de garantir leur robustesse par la sélection attentive de leurs

³⁷ L'ISDA est une association regroupant les principaux intervenants sur produits dérivés. Elle élabore des contrats types et définit notamment la doctrine des événements de crédit.

membres adhérents, par l'instauration de marges versées par ces membres pour chaque transaction adressée à la CCP et par la création d'un fonds de garantie. Afin de vérifier que le modèle de gestion des risques mis en œuvre par la CCP permet effectivement de prévenir et de gérer la survenance d'un risque de défaut³⁸, chacun de ces mécanismes doit être préalablement agréé par le superviseur.

De surcroît, le fonctionnement d'une CCP requiert d'importants besoins en liquidité pour garantir le dénouement des positions prises par ses membres. A défaut, les effets en chaîne d'un non paiement de titres ou de leur absence de livraison risquent de paralyser l'ensemble des acteurs du marché. A ce titre, l'accès à la liquidité des CCP constitue un enjeu systémique. L'accès à la liquidité des banques centrales est aujourd'hui considéré comme un critère essentiel de la robustesse des CCP car offrant davantage de garanties qu'un fonctionnement fondé sur l'accès à la liquidité des banques commerciales. L'Eurosystème a tiré les conséquences de ces observations en soulignant, dans deux communiqués du 18 décembre 2008 et du 16 juillet 2009 du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, la nécessité de renforcer les infrastructures de marché pour les produits dérivés OTC « compte tenu de leur importance systémique » et insisté sur la nécessité de localiser au moins une chambre de compensation pour les dérivés de crédit (CDS) au sein de la zone euro.

Les autorités de supervision et les banques centrales ont initié un travail technique approfondi afin de mieux mesurer l'ensemble des risques auxquels sont exposées les infrastructures de marché et notamment les chambres de compensation, en tenant compte des risques spécifiques que peuvent entraîner certains types de produits comme les produits dérivés.

Au-delà des marchés de produits dérivés, la suppression des possibilités d'arbitrage dans la régulation micro-prudentielle doit également viser l'ensemble des marchés d'instruments financiers. Il convient notamment de conduire une réforme profonde des marchés de produits de titrisation dont la relance progressive est souhaitable, mais dans un cadre prudentiel et réglementaire renforcé (cf. pages 63 et 64). Il convient en outre de veiller à ce que la réglementation applicable aux différentes plateformes de négociation d'instruments financiers (marchés réglementés, SMN, *crossing networks*) assure un niveau de concurrence équitable et un haut degré de transparence pour les régulateurs.

Enfin, les nouvelles règles applicables aux agences de notation mériteraient d'être davantage harmonisées et renforcées, s'agissant des méthodes de notation employées. L'information des agences sur la performance de leurs notations, sur les hypothèses retenues, sur les scénarios utilisés pourrait utilement faire l'objet d'une plus grande transparence et d'une présentation plus homogène. Au niveau international, l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs, qui

³⁸ Afin d'éviter une concurrence « par le bas » entre CCPs, la Commission européenne élabore actuellement un projet de législation visant à harmoniser les règles de fonctionnement et de contrôle de toutes les CCPs opérant sur le territoire de l'Union européenne. Ce projet (EMIL – European Market Infrastructures Legislation) devrait entrer en vigueur d'ici 2011.

rassemble plus de 190 régulateurs de marché) pourrait, dans le cadre des travaux en cours sur l'information à fournir au marché en matière de produits structurés, proposer une harmonisation de l'information fournie par les agences de notation. Parallèlement, dans le cadre des législations adoptées ou en voie d'adoption, les rapports de notation des agences devraient également fournir une information plus harmonisée sur leurs hypothèses de notation. Dans le cadre du règlement communautaire, l'interprétation des dispositions de l'article 8 sur les méthodologies, les modèles et les hypothèses de notation devraient faire l'objet d'une orientation, en cours de négociation, du CERVM (Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières – *CESR* en anglais) et/ou de la future AEMF (Autorité européenne des marchés financiers – *ESMA* en anglais) qui doit être créée en 2011. S'agissant des produits structurés, il serait particulièrement utile que les rapports de notation fassent la transparence sur leurs options méthodologiques, les hypothèses et les scénarios utilisés pour les notations en ce qui concerne certains paramètres comme la corrélation des défauts ou encore le risque de marché, de liquidité et de refinancement.

Régulation des acteurs de marché

Pour les banques régulées, la mise en œuvre des accords de Bâle constitue une étape indispensable pour limiter les arbitrages réglementaires sur les activités de marché. Au-delà des mesures applicables à la titrisation évoquées plus haut, les mesures de Bâle vont permettre de :

- (i) renforcer les exigences en fonds propres sur les risques de marché : les nouvelles règles publiées en juillet 2009 par le Comité de Bâle prévoient de multiplier par un facteur de 2 à 3 les exigences en fonds propres sur les risques de marché. Elles incluent notamment l'utilisation d'une VAR stressée, l'imposition d'une charge prudentielle supplémentaire (IRC pour *incremental risk charge*) visant à capturer les risques non pris en compte par la VAR, le durcissement des exigences prudentielles sur les positions de titrisation et de re-titrisation, et des mesures ciblées sur le *trading* de corrélation.
- (ii) renforcer les exigences en fonds propres sur les risques de contrepartie : les propositions du comité de Bâle de décembre 2009 incluent le durcissement des exigences de fonds propres sur le risque de contrepartie, à travers notamment l'utilisation d'hypothèses plus sévères de mesure du risque (EPE³⁹ stressée) et une surcharge en capital liée à la probabilité de dégradation de la notation crédit de la contrepartie (CVA pour *credit valuation adjustment*). Les transactions enregistrées dans une chambre de compensation bénéficieront également d'une pondération plus favorable que les transactions non compensées.

Ces mesures ne seront efficaces qu'à la condition que l'ensemble des banques passent en régime Bâle II. Compte tenu de la structuration internationale des activités

³⁹ EPE pour expected positive exposure : l'EPE est l'outil sur lequel repose la mesure du risque de contrepartie.

de marché, on ne peut parvenir à une tarification plus équilibrée des activités de marché que si l'ensemble des acteurs appliquent les mesures précédemment décrites. C'est la raison pour laquelle les chefs d'Etat et de gouvernement du G20 se sont engagés à Pittsburgh à mettre en œuvre Bâle II d'ici fin 2011.

La révision en profondeur du traitement comptable des activités de marché est indispensable. Les nombreuses critiques formulées à l'encontre des normes comptables, du fait de leur rôle pro-cyclique pendant la crise – les normes en vigueur privilégient en effet une valorisation instantanée à une optique de plus long terme – ont conduit les chefs d'Etat et de gouvernement du G20 à engager la révision du cadre comptable d'ici juin 2011. Les débats avec l'IASB sont néanmoins intenses sur les propositions de nouvelles règles (IFRS9) et le risque de divergence avec les Etats-Unis est réel. Au stade actuel des discussions sur l'évolution des normes IFRS applicables aux instruments financiers, l'IASB a adopté un *mixed model* s'appliquant aux classifications et à la mesure des instruments dans deux catégories : (i) les prêts ou instruments financiers strictement équivalents sont classés et mesurés dans une catégorie « *amortized cost* », (ii) tous les autres instruments, y compris les dérivés sont classés et mesurés dans la catégorie « *fair value by P&L* ». Ces propositions pourraient conduire à élargir le champ d'enregistrement en valeur de marché, alors même que la crise a montré les limites de ce traitement comptable pour de nombreux instruments dont la liquidité est fragile et volatile. Alors que l'IASB a autorisé au 2nd semestre 2008 le reclassement d'instruments financiers du *trading book* au *banking book* dans la mesure où ces instruments ne disposaient pas de marchés actifs, les nouvelles orientations pourraient conduire à reclasser ces instruments en *trading book*. Il serait préférable que le normalisateur comptable international inverse la logique de traitement comptable et parte d'une définition plus stricte de *la fair value by P&L* qui regrouperait obligatoirement tous les instruments financiers disposant d'un marché actif, tous les autres instruments devant être comptabilisés dans la catégorie *amortized cost*. A défaut de pouvoir renverser la logique actuelle, à tout le moins, l'IASB devrait faire une distinction plus claire entre d'une part les instruments enregistrés en niveau 1 car disposant d'un marché actif et d'autre part les instruments enregistrés en niveaux 2 et 3 car ne disposant pas d'un marché actif et pour lesquels la mesure et la qualité des résultats n'est pas équivalente. Cette distinction pourrait également être faite à travers 2 lignes de résultats distinctes, l'une pour les résultats provenant des instruments de niveau 1 et l'autre pour les résultats provenant des deux niveaux 2 et 3 de la catégorie *Fair Value by P&L*.

► Activités de gestion d'actifs

La mise en place d'un cadre de régulation harmonisé des *hedge funds* est une priorité.

En Europe, le projet de directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFM) en cours de discussion au sein des institutions européennes vise à doter l'Union d'un ensemble harmonisé de règles applicables aux *hedge funds* ainsi qu'à l'ensemble des

fonds de gestion alternatifs non-coordonnés (non-UCITS) qui permettront d'améliorer sensiblement la capacité des régulateurs macro et micro-prudentiel à mesurer les risques pris par les fonds et de renforcer la sécurité opérationnelle de leurs opérations. En outre, le projet de directive envisage de doter les régulateurs européens d'un pouvoir de limitation du levier des fonds alternatifs dans le but d'assurer la stabilité financière.

Aux Etats-Unis, les gestionnaires de *hedge funds* devraient à l'avenir être soumis aux règles en vigueur pour les gestionnaires de fonds (*investment managers*), notamment en matière d'enregistrement, de transparence et de règles organisationnelles et comptables. En outre, le régulateur systémique disposera de pouvoirs renforcés en matière de supervision mais aussi d'intervention en cas de circonstances exceptionnelles.

Une démarche globale des régulateurs est nécessaire pour compléter les initiatives prises au niveau national, les *hedge funds* étant des acteurs présents sur un vaste ensemble de marchés financiers et ayant recours à l'ensemble des acteurs financiers de taille mondiale (*prime brokers*, grandes banques dépositaires). C'est pourquoi il est essentiel que les régulateurs progressent également dans l'adoption de standards en matière de supervision des fonds et d'échange d'information qui seuls leur permettront de conduire une supervision sur une base globale de l'exposition aux risques de ces acteurs. Des mesures de transparence sur la rémunération des gestionnaires équivalentes à celles applicables aux opérateurs de marche des banques permettraient également de réduire les risques développés par les *hedge funds*.

Il est également nécessaire de doter les superviseurs et les gérants des outils de gestion du passif nécessaires pour traiter les demandes de rachat massives. Cela vise à la fois à limiter les risques liés à la gestion d'actifs, et à maintenir en toutes circonstances une égalité de traitement entre les porteurs de parts.

Le risque systémique généré par les fonds d'investissement est, dans une large mesure, lié aux vagues de rachats massives qui peuvent conduire à des ventes forcées de titres ou à des mesures de soutien lorsque les fonds sont adossés à des établissements bancaires. Ce risque systémique peut être partiellement traité par des suspensions temporaires des rachats, mis en œuvre soit par les gérants soit par les superviseurs. Ces possibilités existent dans de nombreuses juridictions (pour les UCITS européens, elles sont notamment introduites à l'article 84 de la directive).

Les suspensions de rachat sont toutefois à manier avec prudence, car elles peuvent avoir un effet contraire à celui recherché : elles peuvent en particulier augmenter les mouvements de panique des investisseurs et déclencher des vagues de rachats sur des fonds précédemment épargnés. A ce titre, les mécanismes de *side pockets*, consistant à cantonner la partie des actifs illiquides dans un fonds annexe, peuvent constituer des alternatives très intéressantes.

Enfin, l'introduction de *gates*, visant à plafonner les rachats à chaque date d'établissement de la valeur liquidative à une proportion des actifs sous jacents, permet également de limiter la propagation du risque systémique. De tels mécanismes sont toutefois plus complexes et donc difficilement compatibles avec des fonds grand public.

Réduire les arbitrages réglementaires dans la réglementation micro-prudentielle

Recommandation 4: s'agissant des activités de crédit, réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire liées à la titrisation, à travers notamment le renforcement des exigences en fonds propres, la généralisation de l'obligation de rétention et la consolidation comptable et prudentielle des véhicules de titrisation par les institutions financières sponsors.

Recommandation 5:s'agissant des activités d'assurance, évaluer au niveau international la convergence des régimes prudentiels, après la mise en œuvre de Solvabilité II.

Recommandation 6: s'agissant de l'organisation des marchés, mettre en œuvre les obligations de transparence et de compensation des produits dérivés définies par le G20.

Recommandation 7: s'agissant des activités de marché, augmenter les exigences en fonds propres des banques - sous réserve d'une mise en œuvre internationale de ces nouvelles règles – et revoir en profondeur le traitement comptable des activités de marché.

Recommandation 8: s'agissant des agences de notation, étendre les pouvoirs de régulation aux procédures et hypothèses permettant de définir les méthodes de notation.

Recommandation 9 : s'agissant des activités de gestion d'actifs, veiller à la mise en œuvre rapide, dans l'ensemble des juridictions, des conclusions du G20 sur les *hedge funds*. Il est en particulier essentiel que les superviseurs puissent disposer d'un « reporting » suffisant, leur permettant d'identifier les investissements ou expositions pouvant générer un risque systémique pour les contreparties ou pour le marché.

Recommandation 9 bis : doter les superviseurs et les gérants des outils de gestion du passif nécessaires pour traiter les demandes de rachat massives

2.1.2 Taxer les externalités négatives des activités systémiques

► Justification

Le renforcement de la régulation micro-prudentielle contribue indéniablement à la réduction du risque systémique, en améliorant la résilience individuelle des acteurs, sous toutefois plusieurs réserves importantes: (i) l'ensemble des acteurs et des produits financiers ne sont pas régulés ou supervisés, (ii) l'ensemble des risques qui s'accumulent dans le secteur financier ne sont pas appréhendés par la régulation micro-prudentielle (iii) l'innovation financière crée en permanence de nouveaux produits qui ne sont que progressivement intégrés dans le contrôle prudentiel.

L'instauration d'une taxe permettrait de dissuader les comportements à risque imparfaitement mesurés par la régulation micro-prudentielle classique. Il s'agirait d'un instrument de correction complémentaire à l'arsenal micro-prudentiel. Comme l'illustre l'analyse de la VAR, les acteurs financiers peuvent se protéger contre les défaillances de leurs contreparties individuelles mais pas contre une défaillance généralisée du système financier. Les outils de régulation micro-prudentielle présentent des limites intrinsèques pour capturer le risque systémique. A long terme, ces acteurs ont intérêt au bon fonctionnement du système financier dont les dysfonctionnements peuvent être porteurs de graves difficultés financières. Mais à court terme, rien ne les empêche ou dissuade de prendre des positions risquées à fort rendement ne tenant pas compte d'événement rares tel qu'une déstabilisation globale des marchés. L'objectif de la taxe est de faire internaliser autant que possible par les acteurs les coûts que peuvent entraîner ces comportements à risque.

Il convient de distinguer cette taxe d'un mécanisme d'assurance qui risquerait de renforcer l'aléa moral et les comportements à risque. La taxe est à la fois un moyen de dissuasion des comportements à risque du secteur financier et de renforcement des capacités discrétionnaires d'intervention publique en cas de crise systémique. Les entités assujetties à cette taxe n'auraient cependant aucun droit à un soutien de l'Etat en cas de difficultés.

► Conditions d'efficacité : afin de capturer effectivement les comportements à risque qui échappent aux régulateurs micro-prudentiels, la taxe devraient réunir les conditions suivantes :

- **un champ large :** comme identifié en première partie, le risque systémique s'accumule dans des activités qui peuvent être conduites par toutes les institutions financières régulées (comme les banques, les assurances) ou non régulées (comme les *hedge funds* ou les véhicules de titrisation). Si on limite le champ de la taxe aux banques, on crée des possibilités d'arbitrage réglementaire qui renforcent la concentration des activités les plus risquées dans les institutions financières non soumises à la taxe et par conséquent on ne corrige pas efficacement les comportements à risque du secteur financier ;

- une assiette ciblée sur les comportements à risques : l'assiette choisie doit permettre de cibler les comportements à risque qui ne sont pas correctement tarifés par la réglementation micro-prudentielle. Cette assiette doit représenter une bonne approximation du risque systémique pour l'ensemble des activités et des institutions financières visées ;
- une mise en œuvre internationale : l'objectif, le champ, l'assiette et le taux de cette taxe doivent être définies et approuvées au niveau international. Sa mise en œuvre ne doit pas créer de distorsions de concurrence ou d'effets de bord entre systèmes bancaires et financiers ;
- une mise en œuvre au niveau consolidé : les données comptables et prudentielles pertinentes relèvent du niveau consolidé, notamment afin de réintroduire le risque artificiellement logé dans les véhicules hors-bilan. Mais la mise en œuvre d'une fiscalité de groupe constitue un mécanisme complètement dérogatoire au regard du droit fiscal traditionnel : cela suppose, outre l'accord des autorités fiscales des principales places financières, un mécanisme de répartition des recettes fiscales après perception. A défaut, la mise en œuvre d'un impôt sur une base territoriale donnerait lieu, du fait de l'ubiquité des portefeuilles de marché, à une concurrence fiscale immédiate entre places régulées sur le taux d'imposition ou, en cas de taux unique, à une déconsolidation au bénéfice des places *off-shore* ;
- une répercussion minimale de la charge fiscale sur le financement de l'économie : la taxe vise à dissuader les comportements à risque susceptibles d'affecter la stabilité financière et ne devrait affecter que de manière marginale le prix des services financiers pour les utilisateurs finaux. Compte-tenu de l'ampleur des chantiers de régulation financière en cours, la mise en œuvre d'une taxation du secteur financier devrait faire l'objet d'une étude d'impact globale mesurant les effets cumulatifs des réformes prudentielles et de la taxe.

► **Assiette :**

Stock ou flux ? Les niveaux élevés de rentabilité du secteur financier résultent en partie et pour certaines activités d'une mauvaise tarification des risques et/ou de situations de rentes. Dès lors, il pourrait être envisagé de taxer les revenus du secteur financier. Ce choix serait pertinent si une comptabilité analytique fiable permettait d'identifier avec une granularité suffisante ceux des revenus du secteur financier qui rémunèrent des prises de risque excessives. Or un tel outil n'est pas disponible: en jouant sur les périmètres de leurs activités, les institutions financières pourraient facilement contourner la taxe. Dès lors il semble préférable de choisir une assiette de patrimoine représentative d'expositions ou d'activités identifiées comme systémiques dans le bilan des institutions financières assujetties.

Actif ou passif ? Dès lors qu'on opte pour une assiette de patrimoine des acteurs financiers, il convient de s'interroger sur la catégorie d'actif ou de passif qui remplit le mieux les conditions d'efficacité recensées.

La taille de bilan doit être exclue du champ des assiettes possibles de la taxe. La taille de bilan ne constitue en effet pas un étalon pertinent des activités systémiques : (i) elle ne discrimine pas les activités financières entre elles et traite sur un pied d'égalité les activités les plus risquées et les activités peu risquées, (ii) en l'absence d'un cadre comptable réellement harmonisé (différences entre les normes américaines et européennes), la taille de bilan n'est pas une mesure universelle et équitable.

Parmi les autres assiettes envisageables, une assiette ciblée sur les actifs les plus risquées doit être privilégiée.

→ **Passifs de marché**

Il s'agirait de taxer le recours à l'endettement des institutions financières. Cette assiette correspondrait à l'ensemble du passif moins les fonds propres (ressources permanentes dont le remboursement est à la main de l'émetteur) et les dépôts (ressources privées non levées sur les marchés et garanties dans la plupart des pays). Autrement dit cette assiette couvrirait tous les instruments de dette en bilan utilisés comme effet de levier : dettes interbancaires, dettes obligataires émises à court et à long terme, prêts-emprunts de titres (*repurchase agreement*).

Cette assiette apparaît pertinente pour les taxes dont l'objectif est de rembourser le coût de la crise pour les pouvoirs publics. En effet, l'endettement des institutions financières est sans doute la catégorie la plus représentative des interventions publiques pendant la crise : liquidités injectées par les banques centrales, garanties de refinancement accordées par les États. Cette assiette est ainsi envisagée par les pays où les interventions publiques de soutien au secteur bancaire ont été massives et déficitaires à ce stade. C'est le cas de la *TARP fee* américaine et en partie aussi du projet récent de taxe allemande.

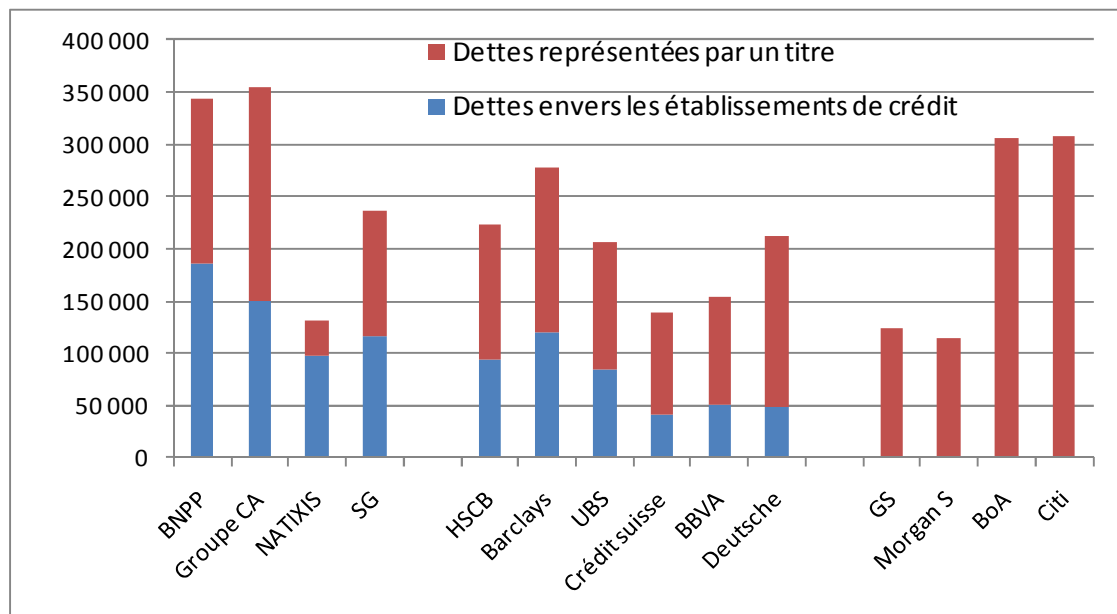
Cette assiette n'apparaît en revanche pas pertinente pour corriger pour l'avenir les comportements à risque du secteur financier:

- (i) l'endettement ne cible pas les comportements à risque des institutions financières. Les risques d'une activité ne sont pas reflétés dans ses modalités de refinancement. Une même émission de dette peut financer à la fois un crédit immobilier bien noté peu risqué et des positions de marché risquées peu liquides. En revanche, l'endettement de marché est un canal de propagation de la crise. Mais cette caractéristique n'est pas spécifique à l'endettement. Les positions des institutions financières à l'actif sont également de puissants vecteurs de propagation de la crise : du fait de l'application de l'enregistrement en juste valeur des instruments financiers,

la dégradation des positions d'un acteur se répercute sur l'ensemble des acteurs ayant des positions équivalentes. Les pertes enregistrées par le secteur financier pendant la crise ont principalement cette origine ;

- (ii) la complémentarité avec la réglementation micro-prudentielle est limitée. Le comité de Bâle a engagé une réforme visant à adopter des règles internationales harmonisées d'encadrement des risques de liquidité et de transformation des banques. La création d'une taxe supplémentaire sur les refinancements de marché, alors qu'ils sont fortement pénalisés par les nouveaux ratios bâlois, pénaliserait à double titre le recours à l'endettement ;
- (iii) cette assiette pénaliserait le modèle d'intermédiation bancaire, dans l'hypothèse où l'endettement actuellement hors bilan ne serait pas à l'avenir reconsolidé en bilan. Si elle est limitée à l'endettement inscrit au bilan des banques, cette base reviendrait à exonérer *de facto* les conduits et véhicules de titrisation de crédits, quand bien même ils constituent un canal de refinancement des banques sur lesquelles elles restent exposées (lignes de liquidité, risque de réputation). Cette base taxable tendrait donc à pénaliser le modèle d'intermédiation bancaire européen (cf. tableau 8), alors même que l'intermédiation bancaire classique n'est pas à l'origine de la dernière crise financière. Cette base serait acceptable à la stricte condition qu'elle intègre l'endettement des conduits et véhicules de titrisation, soit par consolidation comptable de ces entités dans les bilans des banques soit par assujettissement direct de ces entités à la taxe.

Tableau 8: dettes hors dépôts et dette interbancaire⁴⁰ (M€), 2008



→ **Actifs pondérés par les risques**

Il s'agirait de taxer les actifs des institutions financières après pondération par les risques, selon la méthode définie par le comité de Bâle en matière de solvabilité des banques. On attribue à chaque catégorie d'actif un coefficient de pondération de sorte que plus un actif est risqué, plus son poids relatif dans l'assiette est élevé.

Cette assiette est représentative du profil de risque global des institutions financières.

Elle présente toutefois plusieurs limites :

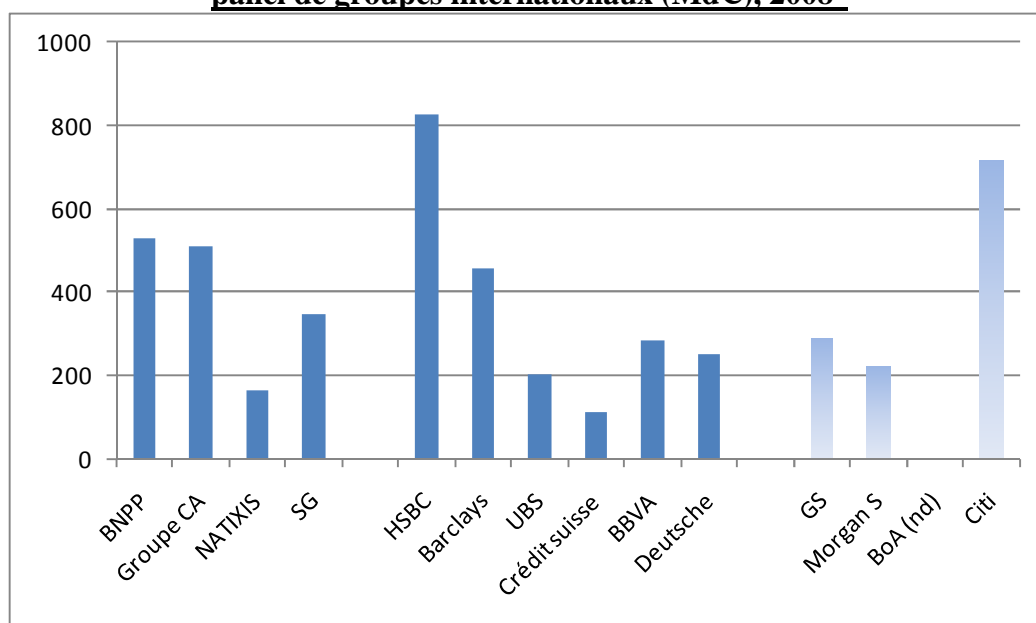
- (i) Sa mise en œuvre sur un champ large est incertaine. Toutes les institutions financières ne calculent pas d'encours d'actifs pondérés par les risques (*risk weighted assets, RWA*). La pondération établie par le comité de Bâle a été pensée et est mise en œuvre uniquement pour les banques. Les acteurs tiers (notamment les *hedge funds*) ne sont pas, en l'état actuel de la réglementation, contraints d'établir ces pondérations. En outre, tant que l'ensemble des banques n'appliquera pas le même cadre de réglementation, cette assiette ne sera pas harmonisée ;

⁴⁰ Source : publications des établissements. Le panel retenu est le suivant : BNP Paribas, Groupe Crédit Agricole, Natixis (le périmètre du groupe BPCE n'était pas établi en 2008), Société Générale, HSBC, Barclays, UBS, Crédit Suisse, BBVA, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of America, Citigroup. A noter que la comparaison est difficile avec les banques américaines, qui ne publient pas de dettes « interbancaires » en tant que tel. Le refinancement par « repurchase agreement », dont la contrepartie est fréquemment bancaire, n'est pas pris en compte ici.

- (ii) La complémentarité avec la réglementation micro-prudentielle est faible. La taxe serait assise sur les mêmes mesures de risque que celles de la réglementation micro-prudentielle dont on a vu qu'elle mesurait imparfaitement le risque systémique ;
- (iii) Cette assiette favorise les banques de marché par rapport aux banques universelles (cf. tableau 9), compte tenu du fait que la pondération des activités de crédit est relativement plus élevée que celle des activités de marché. Les nouvelles mesures décidées par le comité de Bâle vont modifier cet équilibre mais ne pourront sans doute pas le renverser complètement. De plus, si la mise en œuvre de Bâle II par les grandes banques universelles américaines (BOA et Citi) semble bien engagée, son application aux grandes banques de financement et d'investissement est plus incertaine.

Une solution envisageable pour rendre cette assiette plus cohérente avec le fait de cibler la taxation sur les activités systémiques serait de ne retenir que les RWA sur les activités de marchés. Suite à l'accord du comité de Bale de juillet 2009, ces derniers doivent être significativement augmentés dans l'ensemble des juridictions d'ici le 1^{er} janvier 2011. Dès lors que la perspective d'une mise en œuvre de cet accord par tous les pays du G20 sera suffisamment forte, une taxation des RWA de marché pourrait être examinée pour le cas où la taxation des actifs de marché illiquides, envisagée ci-dessous, ne pouvait être mise en œuvre de manière universelle.

Tableau 9: montant des encours pondérés au sens de la réglementation de Bâle pour un panel de groupes internationaux (Md€), 2008⁴¹



⁴¹ Les banques américaines utilisent la réglementation de Bâle I pour le calcul de leur encours. Source : publications des établissements.

→ Instruments de marché potentiellement illiquides

Il s'agirait de taxer les instruments de marché potentiellement illiquides dont on a vu qu'ils étaient les plus représentatifs des comportements à risque systémique.

L'assiette correspondrait aux actifs et à certains passifs comptabilisés en catégories 2 et 3 du portefeuille de négociation (cf. pages 45 et suivantes du rapport).

L'inclusion des passifs comptabilisés en catégories 2 et 3 dans la base taxable se justifie par l'enregistrement comptable spécifique des produits dérivés. Les instruments financiers dérivés ont en effet une valeur de marché positive ou négative qui dépend de l'évolution de leur(s) sous-jacent(s). Comme cette valeur est assez volatile et peut changer de signe au cours de la durée de détention, l'inscription à l'actif et au passif peut varier au cours de l'existence du produit et ne reflète pas vraiment une situation nette en terme d'emplois et de ressources. L'inscription à l'actif reflète plutôt une position génératrice de produits quand l'inscription au passif reflète plutôt une position génératrice de charges. L'aspect temporairement gagnant ou perdant de la position ne fait pas sens pour la prévention du risque systémique, qui s'attèle à réduire les positions prises sur un marché susceptible d'illiquidité. En conséquence, toutes les positions dérivées prises dans le champ de la taxe doivent être incorporées dans la base taxable, quelle que soit à un instant donné le signe de leur valorisation (et donc leur inscription au passif ou à l'actif)⁴².

Les simulations présentées ici ont toutefois été réalisées sur la base des seuls actifs comptabilisés en niveaux 2 et 3, compte tenu d'une harmonisation internationale imparfaite des publications des banques sur les passifs des mêmes catégories. L'utilisation de cette base taxable suppose donc une harmonisation accrue des publications des institutions financières, présentant selon un référentiel plus homogène ces catégories.

Cette assiette présente de nombreux avantages :

- (i) Elle constitue une bonne approximation du risque systémique fortement complémentaire de la régulation micro-prudentielle. Les positions illiquides de marché cumulent en effet les principales failles de tarification prudentielle (limites de la VAR pour calculer les exigences en fonds propres et risque d'illiquidité mal appréhendé du fait de leur traitement comptable) alors même qu'elles comportent un risque systémique élevé et particulièrement mis en lumière pendant la crise ;
- (ii) Elle est universelle et s'applique à un champ large, car elle correspond à des catégories comptables communes aux normes comptables internationales et américaines, et utilisées par toutes les institutions financières. Ces catégories

⁴² Cf. sur ce point la méthodologie de collecte statistique de la BRI en matière de produits dérivés (*Guide to the international financial statistics*, juillet 2009, p. 35).

ne sont en revanche pas à ce stade publiées par l'ensemble des institutions financières. Toutes les banques les publient déjà (cf. tableaux 10 et 11). Leur publication fait également partie des bonnes pratiques des *hedge funds*.

**Tableau 10 : montant du portefeuille de transaction à l'actif par niveau de juste valeur⁴³
(M€), 2008**

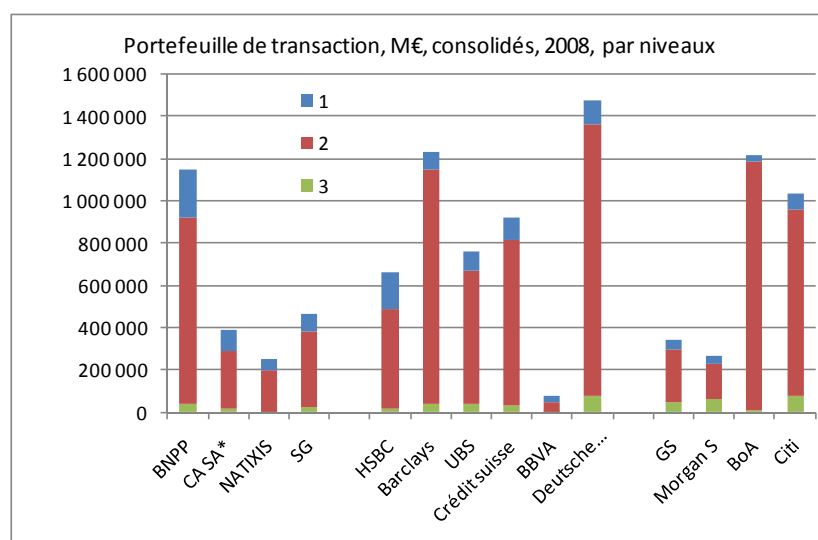
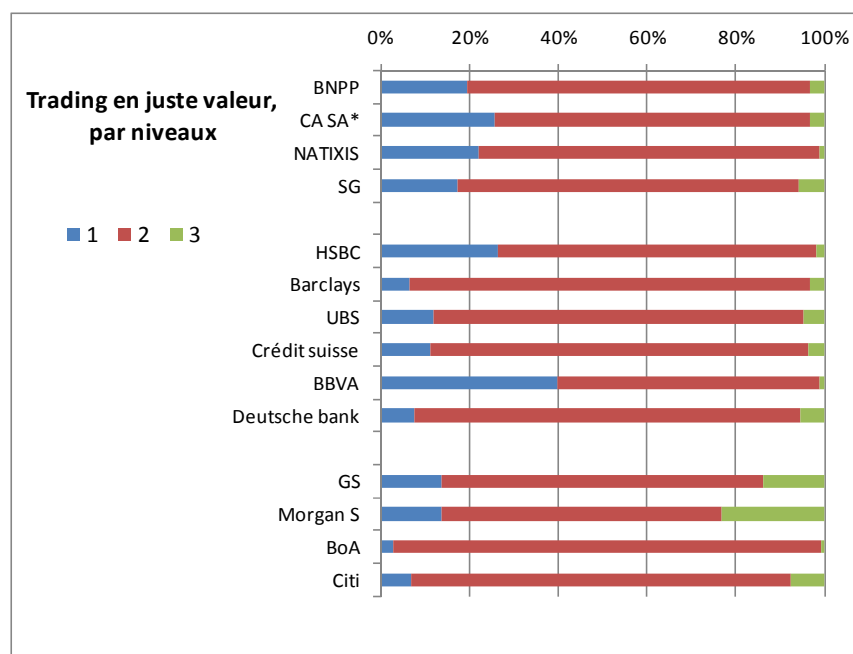


Tableau 11 : décomposition du portefeuille de transaction à l'actif par niveau de juste valeur⁴⁴ (%), 2008



⁴³ Taux de change au 31 décembre 2008. Données relatives à Crédit Agricole SA uniquement et pour l'année 2009 (par exception). Faute de données uniformément disponibles, les positions dérivées à valeur négative du portefeuille de transaction (au passif) n'ont pas été rajoutées. Source : publications des établissements.

⁴⁴ Panel identique au graphique précédent. Données 2009 pour Crédit Agricole SA. Source : publications des établissements.

Quels types d'actifs seraient couverts par cette taxe ? Le tableau ci-dessous illustre le type d'instruments qu'on peut rencontrer dans ce portefeuille et sa probabilité d'entrer dans le champ de la taxe.

	1	2	3	compensation
ACTIFS				
Cash				
Effets publics	x			-
Obligations	x			+
Dette structurée (CDO)		x	x	-
Actions	x			++
Dérivés				
<i>swap</i>		x	x	-
<i>forward</i>		x		-
<i>future</i>	x	x		++
<i>CDS</i>		x	x	+
<i>option</i>		x	x	-

	1	2	3	compensation
PASSIFS				
Dérivés				
(idem actif)				

Lecture : une croix signifie un instrument majoritairement enregistré au niveau concerné.

La signification de l'indice de compensation est la suivante : ++/compensation majoritaire, +/compensation partielle ou en projet, -/compensation très minoritaire ou nulle.

En jaune, les instruments entrant majoritairement dans le champ de la taxe systémique.

Ce tableau montre que la taxe couvrirait de fait principalement les produits structurés, notamment les parts de titrisations, ainsi que les produits dérivés. Les produits actions et de dettes classiques, le plus souvent enregistrés en catégorie 1, ne seraient en principe pas couverts.

► **Redevables :**

Toutes les institutions financières détenant des actifs de transaction enregistrés en catégories 2 et 3 seraient en principe assujetties à la taxe, qu'elles soient régulées ou non. Ce champ large couvrirait donc a priori les banques, les assurances, les *hedge funds*, les fonds monétaires, les véhicules de titrisation non consolidés.

Toutes les institutions financières visées n'appliquant pas nécessairement les normes comptables IFRS ou FASB (normes qui prévoient explicitement les catégories 2 et 3 des actifs de transaction) il conviendrait pour certaines entités d'établir une correspondance précise entre référentiels comptables.

L'exonération des entreprises d'assurance peut être envisagée compte tenu de leur rôle limité dans l'accumulation de risque systémique.

La question de l'exonération des fonds monétaires est sous doute la plus délicate. Compte tenu de l'expérience récente, la taxation des fonds monétaires semble justifiée car leurs investissements dans des titres risqués et peu liquides a contribué à l'accumulation du risque systémique. Ceci est d'autant plus justifié lorsque la commercialisation de ces fonds a été ambiguë sur la nature du risque pris par l'investisseur. Les mesures prises après la crise pour renforcer les règles de commercialisation et la liquidité effective des fonds monétaires doit être prise en compte dans la décision d'une éventuelle taxation. Compte tenu des possibilités importantes de délocalisation de ces activités, l'assujettissement des fonds monétaires ne devrait en outre intervenir que dans le cadre d'un accord international prévenant tout risque d'arbitrage fiscal.

Le champ large de taxation proposé implique nécessairement des risques de double taxation d'une même transaction. Une grande partie des produits dérivés étant couverts par la taxe, selon que les deux contreparties sont redevables, l'une d'entre elle seulement, ou qu'aucune contrepartie ne soit redevable, la taxation du contrat de dérivé sera double, simple ou nulle. Seuls des travaux plus approfondis mobilisant les superviseurs, la direction de la législation fiscale et les professionnels permettraient d'apprécier ces difficultés et de proposer le cas échéant des solutions pour les traiter.

► **Affectation :**

On peut envisager deux procédés d'affectation de la taxe: (i) l'affectation à un fonds national de résolution de crise, (ii) l'affectation au budget général de l'Etat.

Il convient de privilégier l'affectation du produit de la taxe au budget de l'Etat, sans contrepartie, afin d'éviter tout parallélisme avec un mécanisme d'assurance. L'objet de la taxe est de corriger les comportements à risque. L'abondement d'un fonds de résolution risquerait de créer une ambiguïté sur le droit des contributeurs à une intervention de l'Etat en cas de difficultés. En outre, il semblerait plus difficile de faire contribuer des institutions financières de catégories très différentes (banques, fonds) à un même fonds.

La mise en œuvre internationale de cette taxe supposerait de déroger aux règles de territorialité de l'impôt. Il est en effet proposé de taxer les institutions financières redevables sur une base consolidée, afin d'éviter les risques de délocalisation d'activités au sein d'un même groupe. Cette approche reviendrait à déroger au principe des conventions fiscales internationales fondées sur la taxation d'entités transfrontières sur une base sociale.

Elle supposerait de définir une clef de répartition du produit de la taxe entre Etats. Cette clef de répartition devrait correspondre au partage des responsabilités publiques

en cas de difficultés de l'entité redevable. Pour les entités régulées, la clef de répartition devrait refléter le partage des responsabilités entre superviseurs d'un même groupe. Pour les entités non régulées, il pourrait être envisagé une clef de répartition selon la localisation des activités. Là aussi, seuls des travaux plus approfondis avec un groupe d'experts permettraient d'avancer dans la définition de cette clef de répartition.

Recommandation 10: Taxer les positions de marché potentiellement illiquides de l'ensemble des institutions financières correspondant aux catégories 2 et 3 du portefeuille de négociation et affecter le produit de cette taxe au budget de l'Etat

2.2 Régulation ponctuelle : pénaliser les prises de risque systémique

2.2.1 Eviter les mesures permanentes pouvant être contournées

► Surcharges micro-prudentielles en capital et en liquidité

L'idée d'imposer de manière permanente des surcharges micro-prudentielles à certaines institutions identifiées comme systémiques est évoquée dans les débats internationaux, notamment au comité de Bâle. Mais de telles mesures présenteraient de nombreuses limites en partie déjà évoquées :

- (i) elles excluent de fait les entités qui échappent à toute supervision prudentielle - activités bancaires non régulées (*shadow banking system*), *hedge funds*, etc. – alors même que le risque systémique provient en partie d'activités financières qui n'entrent pas dans le champ de la supervision micro-prudentielle ;
- (ii) elles supposent de figer par une liste internationale les entités systémiques auxquelles s'imposeraient ces exigences micro-prudentielles spécifiques, alors même que l'appréciation du risque systémique requiert beaucoup de flexibilité compte tenu de son caractère évolutif dans le temps et dans l'espace. La liste de ces entités risquerait en outre d'être interprétées par le marché comme une liste d'acteurs «too big to fail » bénéficiant dès lors de meilleures conditions de refinancement, ce qui irait à l'encontre de l'objectif de durcissement des règles applicables à ces acteurs ;

- (iii) elles posent des difficultés de calibrage pour les superviseurs, compte tenu des limites intrinsèques des outils de réglementation micro-prudentielle classique (cf. développements sur la VAR pages 43 et suivantes).

► **Mesures de séparation ou d'interdiction permanente des activités des institutions financières**

Ces mesures dites de « *narrow banking* »⁴⁵ consistent à interdire aux banques de dépôts certaines activités risquées, notamment le *trading* pour compte propre. Ce type de mesure a déjà été mis en place au Royaume Uni à travers le régime des *building societies* qui reçoivent des dépôts et dont les activités bancaires autres que les prêts immobiliers résidentiels sont restreintes par des limites quantitatives (cas des prêts immobiliers commerciaux) et/ou des interdictions (*trading* pour compte propre). Ce type de mesures fait aujourd'hui débat aux Etats-Unis sous le nom Volcker rule et conduirait à interdire aux banques de dépôts les activités de financement des *hedge funds*, des fonds de *private equity* ou de toute autre activité pour compte propre déconnectée d'un service au client.

Ces mesures conduiraient à supprimer le statut de banque universelle au profit de deux statuts distincts, celui de banque commerciale de dépôt d'une part (dont les activités bancaires se limitent aux services à la clientèle) et celui de banque d'investissement d'autre part (spécialisée dans les activités pour compte propre). Cette proposition correspond à la mise en place d'un Glass Steagall Act tel qu'institué aux Etats-Unis en 1933 : elle est revenue dans le débat public aux Etats-Unis et au Royaume Uni, même si peu de propositions opérationnelles en découlent.

Ces mesures sont inadaptées pour réduire le risque systémique voire même contreproductives. Tout d'abord, ces mesures ne protégeraient les banques de dépôts que d'une partie limitée des activités systémiques (par exemple les activités de compte propre), dont on a vu en première partie qu'elles sont plus larges et incluent notamment la titrisation des crédits et les activités de marché au sens large (y compris les services à la clientèle). Ces mesures pourraient en outre augmenter la vulnérabilité

⁴⁵ Certains travaux académiques ont exploré les mesures de restriction radicale des activités des banques de dépôts (voir Lowell Bryan, *Breaking up the bank*, 1988 et John Kay, *Narrow banking : the reform of banking regulation*, 2009) : il s'agit d'interdire aux banques de dépôts toute autre activité que le placement dans les titres sans risque comme les titres souverains. Cette proposition revient à protéger les dépôts de tous les risques des activités bancaires. Elle défendue par des auteurs favorables au développement de la titrisation comme instrument privilégié de financement du crédit. Cette proposition n'est aujourd'hui soutenue par aucun gouvernement, compte tenu de l'impact jugé négatif pour la stabilité financière d'un financement du crédit sans base de dépôt.

de certaines entités qui concentreraient les activités interdites aux banques de dépôts et deviendraient des contreparties peu substituables, dont le défaut serait préjudiciable à l'ensemble du secteur financier. Dans l'hypothèse où elles conduiraient à mettre en place deux systèmes de supervision distincts, comme c'est le cas aujourd'hui aux Etats-Unis pour les banques commerciales et les banques d'investissement, ces mesures favoriseraient le développement d'arbitrages réglementaires alors même qu'une régulation efficace du risque systémique vise précisément à réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire.

En outre, la faisabilité opérationnelle de ces mesures est très incertaine. Tout d'abord la distinction entre banque commerciale de dépôt et banque d'investissement n'apparaît plus possible aujourd'hui : cette distinction, pensée en 1933 dans un système de change fixe où la circulation du capital était très limitée, n'a plus de déclinaison opérationnelle aujourd'hui. Certaines prestations classiques des banques d'investissement (produits de couverture de taux, de change, de défaut, etc.) sont devenus indissociables des prestations des banques commerciales : la séparation de ces activités conduirait à appauvrir considérablement les services bancaires au détriment de la sécurité de la clientèle bancaire. De même, la distinction effectuée entre activités de clientèle et activités de compte propre semble difficile compte tenu de la forte porosité des activités de marché (cf. p37).

► **Mesures de restriction permanente de la taille des institutions financières**

Cette famille de mesures vise à limiter le levier des institutions financières. Elles font écho au ratio de levier envisagé dans le cadre de la réforme du cadre prudentiel des banques engagée par le comité de Bâle.

Ces mesures n'ont d'efficacité que si elles s'appliquent à l'ensemble du secteur financier. La croissance du levier hors bilan des entités régulées et du levier des entités non régulées est tout aussi voire plus problématique que la croissance du levier en bilan des entités régulées. Ainsi de telles mesures doivent ou s'imposer à l'ensemble des acteurs du secteur financier ou à aucun de ces acteurs, sous peine d'inciter au renforcement du levier des entités non soumises à ces mesures. Dans cette hypothèse, il est probable que de telles mesures auraient un effet très négatif sur le financement de l'économie.

Outre le fait qu'elles ne traitent qu'un aspect limité du risque systémique, elles posent également de redoutables difficultés de calibrage. La taille étant l'un des critères d'identification des firmes d'importance systémique, il n'est pas absurde d'envisager de la limiter. Mais l'élaboration de ce type de mesure suppose qu'on puisse définir la taille optimale des institutions financières du point de vue de la stabilité financière. L'expérience de la crise ne permet pas de déterminer cette taille optimale, des établissements de petite taille (Northern Rock) ayant parfois démontré une résilience moindre que certains grands établissements (HSBC, Santander). Il

n'apparaît donc pas possible de déterminer une limite a priori de la taille des institutions financières.

2.2.2 Privilégier des mesures temporaires imposées par les superviseurs

Si l'imposition à titre permanent de surcharges prudentielles ou de mesures de restriction d'activité ou de taille apparaît contreproductive, il est pertinent d'envisager ces mesures à titre temporaire. Les superviseurs micro-prudentiels, sur la base de leurs propres analyses ou de celles des superviseurs systémiques, doivent être en capacité de pénaliser le développement de certaines activités lorsque celles-ci peuvent conduire à l'accumulation de risques identifiés comme systémiques, de nature à fragiliser l'ensemble du secteur financier. Envisagées à titre temporaire, ces mesures de « refroidissement » des activités financières par les prix (surcharges prudentielles) ou par les volumes (mesures de restriction d'activités ou de la taille d'institutions financières) sont utiles, sans poser les difficultés identifiées lorsqu'elles sont envisagées à titre permanent. Les surcharges prudentielles temporaires reposent sur une appréciation en continu des superviseurs et pas sur une liste figée dans le marbre d'entités systémiques. De même, les mesures de restriction d'activités ou de taille envisagées à titre temporaire ne créent pas de risques d'arbitrage réglementaire. La récente proposition du sénateur Dod, en cours d'examen au Sénat, privilégie ainsi la mise en œuvre à titre temporaire des « Volcker rules » à la discrétion des superviseurs.

Les pouvoirs des régulateurs micro-prudentiels doivent être harmonisés en ce sens. Il conviendrait de définir un corpus minimum des pouvoirs que les superviseurs micro-prudentiels pourraient mettre en œuvre, de manière ponctuelle, notamment à la demande des autorités en charge de la supervision macro-prudentielle. Les pouvoirs spécifiques dont chaque superviseur devrait pouvoir disposer sont les suivants :

- (i) pouvoir de mettre en place des pratiques de supervision différenciée des acteurs dont les activités auront été identifiées comme systémiques : « reporting » complémentaire, inspections sur place, possibilité de présence permanente sur place ;
- (ii) pouvoir d'imposer des ratios de « grands risques » plus sévères (i.e. limiter l'exposition totale sur une même contrepartie en proportion des fonds propres) ;
- (iii) pouvoir d'augmenter les exigences en fonds propres des activités systémiques à travers des exigences prudentielles supplémentaires (mesures de type pilier 2) ;
- (iv) pouvoir de limiter les volumes d'activités systémiques à travers des ratios d'emprises – pour les superviseurs de marché - ou autres mesures de restriction d'activités – pour les superviseurs de groupe - ;

- (v) pouvoir de mettre en place des « stress tests » sur certaines activités (stress tests sur la liquidité ; stress tests sur les activités de marché) ;
- (vi) pouvoir d'imposer une simplification de la structure sectorielle des groupes : afin d'accroître la transparence et la compréhension des activités systémiques d'une institution, le superviseur doit pouvoir demander une modification de l'organisation du groupe (éventuellement pour retenir une organisation par entités juridiques propres à chaque activité) ; une modification de la structure géographique des institutions est en revanche à écarter (cf. partie 2) ;
- (vii) pouvoir de limiter le développement de nouveaux produits dont la complexité ne permet pas une mesure satisfaisante du risque ; le superviseur macro-prudentiel doit en effet être en mesure d'identifier les risques liés à l'innovation financière et d'alerter/enjoindre en ce sens les superviseurs micro-prudentiels ;
- (viii) pouvoir d'augmenter les charges des utilisateurs des chambres de compensation ; les superviseurs de marché doivent pouvoir augmenter les appels de marge sur certains produits dès lors que leur développement serait identifié comme défavorable à la stabilité financière.

<p><u>Recommandation 11</u> : Renforcer les pouvoirs des superviseurs micro-prudentiels et les doter notamment du pouvoir de limiter de façon temporaire le volume de certaines activités systémiques ou le développement de nouvelles activités complexes.</p>
--

3. Résolution du risque systémique

L'adoption de mesures visant à faciliter la résolution des crises systémiques figure parmi les priorités internationales en matière de traitement du risque systémique. Lors du sommet qui a eu lieu le 25 septembre à Pittsburgh, les chefs d'État et de gouvernement du G20 se sont engagés à agir ensemble pour «...*créer des instruments plus puissants pour assurer que les grandes sociétés multinationales assument la responsabilité des risques qu'elles prennent*» et, plus spécifiquement, pour «*développer des outils et des cadres pour un règlement efficace des faillites des groupes financiers afin d'atténuer les perturbations résultant des faillites d'institutions financières et de réduire l'aléa moral à l'avenir*».

Ces mesures ont vocation à s'appliquer à l'ensemble des institutions financières. Il convient toutefois de souligner que les travaux internationaux et européens menés jusqu'à présent se sont essentiellement concentrés sur les mesures de résolution des défaillances bancaires.

La crise financière a en effet démontré les limites des dispositifs de gestion de crise actuels pour éviter la propagation du risque systémique. Non seulement les dispositifs nationaux divergent sensiblement dans leurs objectifs et dans les moyens à la disposition des autorités en charge de la gestion de crise (superviseur, banque centrale, trésor), mais ces dispositifs présentent surtout de notables faiblesses tant en termes de réactivité, que de coordination entre autorités. Afin de remédier à ces lacunes, trois voies doivent être privilégiées :

- (i) **développer des régimes efficaces et harmonisés de résolution de crise (3.1.)** ; il s'agit de s'assurer que l'ensemble des superviseurs disposent des outils d'intervention adéquats leur permettant de mettre en place le plus en amont possible les conditions empêchant la dégradation de la situation de l'établissement en difficulté, et, en cas de défaillance, le maintien des « fonctions vitales » de l'établissement ; la faillite d'une institution financière peut en effet avoir des conséquences dommageables pour l'ensemble de l'économie, si elle s'effectue suivant les procédures commerciales classiques. Il s'agit donc de mettre en place des régimes de résolution spéciaux, en amont du déclenchement des procédures collectives (redressement, liquidation), afin d'assurer la continuité des services financiers fondamentaux et d'éviter la contagion à l'ensemble du secteur ;
- (ii) **résoudre les questions spécifiques aux groupes transfrontières (3.2.)** ; autant la supervision « en continuité d'exploitation » repose largement sur une base consolidée avec une responsabilité forte pour le superviseur du pays d'origine, autant la gestion et la résolution de crise s'appliquent encore très largement sur

une base nationale ; cela peut certes s'expliquer par le fait que la responsabilité budgétaire relève en dernier ressort des États, mais en pratique cela découle surtout : (i) de législations et pratiques en matière de résolution de crise très différentes d'un pays à l'autre (droit des faillites notamment) ; (ii) de l'absence d'un régime juridique européen pour les transferts d'actifs à l'intérieur d'un même groupe. Il s'agit donc de privilégier le niveau groupe pour la gestion et la résolution des crises, ce qui requiert notamment : (i) de travailler à une harmonisation des régimes juridique des faillites d'institutions financières ; (ii) de prévoir un traitement spécifique pour les transferts d'actifs intragroupes ;

- (iii) **définir les modalités de financement de la résolution de crise (3.3.)** ; cette question est particulièrement complexe. En effet, il s'agit de trouver le juste équilibre entre : a/ la nécessité de réduire les comportements d'aléa moral des institutions financières en évitant de leur apporter une garantie permanente liée à l'existence d'un fonds de soutien ; b/ les besoins de financement liés aux solutions privées de résolution de crise (garanties d'actifs en cas de rachat par un acquéreur privé ; capitalisation d'une « *bridge bank* »). Il s'agit donc de prévoir un instrument financier d'ampleur limitée, financé par le secteur financier, et dont les conditions d'utilisation seraient très strictement encadrées.

3.1 Développer des régimes efficaces et harmonisés de résolution de crise

A ce stade d'avancement des travaux européens et internationaux, les différents organismes qui se sont penchés sur le sujet (Commission européenne, Comité de Bâle et Conseil de stabilité financière) préconisent de s'assurer de ce que les autorités nationales en charge de la gestion de crise disposent des pouvoirs appropriés pour faire face aux difficultés des institutions financières de sorte que soient mis en œuvre des mécanismes de résolution préservant la stabilité financière et minimisant la propagation de la crise systémique.

Il ressortirait de la responsabilité de chaque État de mettre en place un dispositif national de gestion de crise complet correspondant aux standards internationaux et européens. Cette convergence est fondamentale afin d'assurer les conditions d'une bonne coordination entre autorités notamment en présence d'institutions financières actives dans plusieurs pays ainsi que l'émergence d'une culture commune de gestion de crise.

Les standards identifiés au niveau européen et international s'agissant des pouvoirs qui doivent être conférés à l'autorité de résolution sont les suivants :

- (i) modifier l'équipe de direction en place et/ou avoir recours à un administrateur provisoire ;

- (ii) faciliter ou réaliser l'acquisition de la banque défaillante ou de ses activités par le secteur privé et régler a posteriori les réclamations afférentes ;
- (iii) transférer les activités d'une banque défaillante vers une «banque relais» temporaire afin de les préserver sans interruption de l'exploitation, en vue de la vente à un acquéreur du secteur privé;
- (iv) réduire les droits des actionnaires dans les cas justifiés par l'intérêt public.

3.1.1 Le dispositif français de gestion des défaillances d'institutions financières apparaît plutôt satisfaisant au regard des standards internationaux

1/ En amont du déclenchement de procédures collectives de redressement ou de liquidation judiciaire, l'autorité de contrôle prudentiel (ACP) dispose d'un panel de pouvoirs relativement complets pour prévenir le déclenchement ou la propagation d'une crise systémique. Il s'agit :

- (i) **du pouvoir d'inviter les actionnaires**, à la main du gouverneur de la Banque de France après avis de l'ACP, **à apporter leur soutien financier** (augmentation de capital, octroi de prêts par exemple) dès que l'établissement connaît des difficultés financières sérieuses sans nécessairement être en état de cessation des paiements ;
- (ii) **des pouvoirs de recommandation et d'injonction** adressées à un établissement de prendre les mesures appropriées : détenir des fonds propres d'un montant supérieur au montant minimal prévu par la réglementation applicable, exiger l'application à leurs actifs d'une politique spécifique de provisionnement ou un traitement spécifique au regard des exigences de fonds propres, exiger l'adoption d'un programme de rétablissement ;
- (iii) **des mesures conservatoires ou de police administrative:** a/ interdire à titre temporaire ou définitif, d'effectuer certaines opérations et imposer toutes autres limitations dans l'exercice de l'activité, b/ procéder à la suspension temporaire ou à la démission d'office d'un ou plusieurs dirigeants, c/ interdire ou limiter la distribution de dividende aux actionnaires.
- (iv) **du pouvoir de nommer un administrateur provisoire** auprès de l'établissement auquel sont transférés tous les pouvoirs d'administration, de direction et de représentation de la personne morale. Cette désignation est faite soit à la demande des dirigeants lorsqu'ils estiment ne plus être en mesure d'exercer normalement leurs fonctions, soit à l'initiative de la Commission bancaire, notamment lorsque la gestion de l'établissement ou de l'entreprise ne peut plus être assurée dans des conditions normales⁴⁶.

⁴⁶ Cette disposition a notamment été utilisée suite à la faillite de Lehmann Brother pour sa filiale française.

2/ Par ailleurs, les procédures d'insolvabilité des établissements de crédit tiennent compte pour partie des spécificités bancaires :

- (i) l'ouverture des procédures de conciliation, de sauvegarde, de redressement et de liquidation judiciaires est conditionnée à l'avis de l'ACP, qui nomme aux côtés de l'administrateur et du liquidateur judiciaire, un mandataire dédié à l'inventaire des actifs, aux opérations de liquidation ainsi qu'aux licenciements ;
- (ii) lorsque la situation de l'établissement a justifié la nomination d'un administrateur provisoire et lorsque la situation des déposants est menacée, l'ACP peut, après avis du fonds de garantie des dépôts, solliciter du juge (TGI) d'ordonner : a/ la cession des actions détenues par un ou plusieurs dirigeants, b/ la cession de la totalité des actions autres que celles desdits dirigeants.

3/ Enfin, le fonds de garantie des dépôts peut sur demande de l'ACP intervenir à titre préventif auprès d'une banque dont la situation laisse craindre à terme une indisponibilité des dépôts. Il peut notamment se porter acquéreur des actions d'une banque⁴⁷. Cependant, cette intervention préventive ne peut pas jouer pour les établissements qui ne recevraient pas de dépôts du public et, en outre, force est de constater que, eu égard au caractère concentré du marché bancaire français, l'action préventive du FGD ne serait probablement pas suffisante en cas de difficulté d'un établissement dont la taille est importante.

3.1.2 Certaines améliorations du dispositif français pourraient néanmoins être envisagées

Certaines mesures, de portée relativement limitée, pourraient être mises en œuvre rapidement, éventuellement dans le cadre de la loi de régulation bancaire et financière :

- (i) **développer les capacités d'intervention préventive du fonds de garantie des dépôts :** il conviendrait d'élargir les cas dans lesquels le FGD pourrait intervenir de manière préventive (risque pour les intérêts des créanciers et non pas seulement des déposants) ;
- (ii) **mettre en place un régime sécurisé de transfert d'actifs intragroupes** qui devrait reposer sur (i) la mise à disposition de liquidités ou d'instruments financiers, voire en l'acceptation de garanties ; (ii) l'existence d'un privilège pour le cessionnaire des actifs transférés ;
- (iii) **renforcer le rôle de l'administrateur provisoire dans le cadre de la gestion de crise :** outre les cas de désignation déjà prévus par la loi, il conviendrait de permettre la désignation d'un administrateur lorsque la situation financière d'un organisme, ou que ses conditions de fonctionnement sont telles que les intérêts des créanciers et/ou déposants sont susceptibles d'être compromis (et non pas

⁴⁷ En pratique, ce type d'intervention à titre préventif du fonds de garanties des dépôts a été utilisé une seule fois à l'occasion du traitement des difficultés du CREDIT MARTINIQUEAIS (1999), établissement de taille moyenne.

seulement lorsque la gestion de l'établissement ne peut plus être assurée dans des conditions normales).

D'autres mesures, plus fondamentales mais plus complexes à mettre en œuvre d'un point de vue juridique, devraient également être envisagées, de préférence dans un cadre européen. Il s'agit notamment :

- (i) de donner la possibilité à l'organe dirigeant ou à l'administrateur provisoire de décider après avis de l'ACP, sans consultation de l'assemblée générale des actionnaires, d'une augmentation de capital ou de toute autre mesure nécessaire au maintien ou au rétablissement de la situation financière de l'établissement ;
- (ii) de donner à l'administrateur provisoire, après avis de l'ACP, des pouvoirs de sauvegarde et de réorganisation d'établissements en difficultés, en dehors des procédures collectives (i.e. sans nécessité de recourir à l'autorité judiciaire) et sans consultation de l'assemblée générale des actionnaires : cessions d'actions, transferts d'actifs (portefeuille de prêts, titres...), transferts de passifs (dépôts...)⁴⁸.

Il conviendra toutefois de trouver un équilibre entre la protection des intérêts légitimes des actionnaires et la capacité des autorités chargées de la résolution à intervenir rapidement. Le droit communautaire protège les droits des actionnaires. Il s'agit notamment de droits de préemption et de l'obligation de faire approuver toute augmentation ou réduction du capital souscrit par l'assemblée générale des actionnaires. Ces droits pourraient faire obstacle aux tentatives menées par les autorités pour réagir rapidement à une crise bancaire. Des ajustements de ces directives pourraient donc être nécessaires.

Les instruments de résolution qui impliquent le transfert d'actifs peuvent aussi empiéter sur les droits des créanciers et des contreparties du marché, et tout cadre de résolution devrait inclure des garanties appropriées pour protéger ces intérêts. Les garanties pour les créanciers, par exemple, pourraient être des mécanismes d'indemnisation assurant qu'aucun créancier ne connaisse une situation pire que si la banque qui fait l'objet de la résolution avait été liquidée dans le cadre de la législation applicable en matière d'insolvabilité. Les garanties pour les contreparties du marché pourraient être des restrictions destinées à prévenir les perturbations affectant les accords de compensation et de «*netting*», les sûretés et les mécanismes de financement structurés.

⁴⁸ La faculté de transférer des passifs existe déjà pour les portefeuilles de contrats d'assurance.

Recommandation 12 : promouvoir au niveau international et européen l'adoption d'instruments harmonisés de gestion et de résolution de crise.

Recommandation 13 : renforcer les pouvoirs de l'administrateur provisoire en lui permettant de prendre les mesures nécessaires à la réorganisation d'un groupe en difficultés en dehors des procédures collectives et du droit commun des actionnaires.

3.2 Résoudre les questions spécifiques aux groupes transfrontières

Les mesures existantes à l'échelon européen pour la résolution de défaillance bancaire sont minimales, tant par leur champ d'application que par leur contenu :

- (i) s'agissant de leur champ, elles ne concernent que l'intervention des autorités de supervision pour les succursales de banques transfrontières. La directive 2001/24/CE concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit (DALEC) exige que tout assainissement ou toute liquidation d'un établissement de crédit ayant des succursales dans un autre État membre soit décidé et appliqué dans le cadre d'une procédure unique par les autorités compétentes de l'État membre d'origine et conformément à la législation nationale en matière d'insolvabilité du même État. Les groupes bancaires transfrontières composés d'une société mère ayant des filiales dans d'autres États membres ne sont donc pas couverts par cette directive. Certaines améliorations ont récemment été apportées (directive CRD2) mais elles demeurent très insuffisantes⁴⁹.
- (ii) s'agissant des pouvoirs, toutes les autorités nationales de supervision ne disposent pas actuellement de pouvoirs de résolution minimaux (par exemple, la possibilité d'exiger la soumission d'un plan de redressement du groupe, de remplacer l'équipe de direction ou de désigner un représentant spécifiquement chargé de rétablir la situation financière d'un établissement).

Ainsi, il est largement admis qu'à défaut de pouvoir être mis en place à l'échelon international, un régime de résolution garantissant que toutes les autorités compétentes coordonnent efficacement leurs actions et disposent des outils appropriés pour intervenir rapidement afin de gérer la défaillance d'une institution financière, devrait être rapidement mis en place à l'échelon européen. Le rapport Larosière concluait d'ailleurs que *« l'absence d'outils de gestion et de résolution des crises harmonisés pour l'ensemble du marché unique défavorise l'Europe par rapport aux États-Unis. Ces questions devraient être réglées par*

⁴⁹ Les superviseurs sur base consolidée devront désormais planifier et coordonner des évaluations conjointes, des mesures exceptionnelles, des plans d'urgence et la communication d'informations au public dans les situations d'urgence.

l'adoption de mesures adéquates au niveau communautaire». Le Conseil européen de juin 2009 a conclu qu'il était important de progresser encore dans la mise en place d'un cadre transfrontière global pour la prévention et la gestion des crises financières. Dans sa réponse à la consultation publique lancée par la Commission européenne à l'automne 2009 ; le FMI a également pris parti pour la mise en place rapide d'un cadre européen de résolution des crises.

3.2.1 Des instruments utiles mais de portée limitée et dont les effets indirects ne doivent pas être sous-estimés

► Les “Cross border Stability Group”

Le renforcement de la coopération transfrontière au sein des « Cross border Stability Group » (groupes réunissant les différents acteurs en charges de la gestion de crises du pays d'origine et des pays d'accueil –trésor, banques centrales, autorités de supervision- dont la création était prévue dans le MoU de 2008) est actuellement en discussion dans le cadre du Comité économique et financier⁵⁰. Le débat porte notamment sur l'obligation de ces groupes dans le cadre de la législation européenne et l'harmonisation de leurs mandats, l'établissement de procédures et d'accords de manière à assurer la continuité de la coopération en temps de crise, la préparation de principes pour le partage du fardeau financier (« *burden sharing* ») et l'organisation de simulation de crises.

La mise en œuvre de ces CBSG a peu progressé depuis 2008. Ces groupes pourraient néanmoins être utiles afin de permettre une bonne identification de l'ensemble des acteurs concernés par la gestion de crise de tel ou tel groupe et de développer une culture de coopération entre eux. De ce point de vue, leur mise en place pourrait être accélérée.

Néanmoins, il convient de ne pas perdre de vue le caractère par essence fragile de toute obligation de coopération, surtout lorsque ces discussions portent sur des questions comportant des aspects de confidentialité. De ce fait, il semble vain de rechercher à donner un caractère moins informel à ces groupes de stabilité, tant du point de vue de l'obligation de leur mise en place que des objectifs fixés en termes de prévention et de gestion de crise. L'inscription d'une obligation de mise en place des CBSG dans la législation européenne apparaît donc d'autant moins nécessaire qu'elle risque d'introduire de la confusion avec les missions confiées par ces textes aux collèges de superviseurs depuis la révision de la directive CRD au printemps dernier.

⁵⁰ Un groupe de travail ad hoc du CEF, présidé par Lars Nyberg, a été mis en place à l'automne 2009 pour clarifier la cadre institutionnel européen en matière de gestion de crise et proposer des solutions en matière de « *burden sharing* ». Le rapport de ce groupe qui devrait être prochainement soumis à l'Ecofin propose d'institutionnaliser les « cross-border stability groups ».

► Les « Living Wills »

Au niveau international, le CSF et le comité de Bâle ont engagé, à la demande notamment des autorités britanniques, des travaux au sujet de la mise en place, par chaque groupe transfrontière, de « plans d'urgence et de résolution » (généralement dénommés « *living wills* »). L'objectif de ces plans d'urgence est d'anticiper la résolution d'une défaillance bancaire en expliquant par avance et en détail comment un établissement et son activité pourraient être démantelés et liquidés rapidement et en bonne et due forme.

Ces plans, qui seront établis sur une base consolidée dans le cadre des CBSG, devraient inclure des informations concernant : (i) la liste exhaustive des contreparties du groupe et (ii) la localisation des actifs, leur niveau de liquidités et de transférabilité (compte tenu de l'anticipation des mesures qui pourraient être prises par les autorités étrangères sur la limitation du transfert des actifs). Ils devraient permettre de clarifier la répartition de compétences entre superviseurs « *home* » (du pays d'origine) et « *host* » (du pays d'accueil), afin d'éviter les comportements non coopératifs (injonctions à constituer des réserves de liquidité et autres mesures de « *ring-fencing* ») qui catalysent les effets de contagion en cas de tensions financières.

La mise en place de *living wills* présenterait l'avantage d'améliorer la lisibilité des structures bancaires, condition nécessaire au démantèlement ordonné d'un groupe en cas de faillite (précédent Lehman). Elle permettrait également d'éclaircir la question de la transférabilité des actifs à l'intérieur d'un groupe et pourrait notamment servir de cadre à la conclusion d'accords « *ex ante* » entre superviseurs « *home* » et « *host* » sur les conditions de transférabilité des actifs.

Cependant, il convient de relativiser ce qui peut être attendu de la mise en place de *living wills* :

- (i) en pratique, la plupart des informations nécessaires à la mise en place de *living wills* relèvent de la stratégie commerciale ou industrielle du groupe ; c'est le cas notamment de la distinction entre les « *core activities* » et les « *non core activities* » (une cession de ces dernières pouvant être envisagée en situation de défaillance d'un groupe) ; la diffusion de ces informations et a fortiori l'organisation de discussions entre l'ensemble des superviseurs sur ces sujets n'apparaît pas réaliste ; la discussion sur les *living wills* au sein des CGSB restera donc probablement à un niveau général et peu opérationnel (recensement de la liquidité de l'ensemble des passifs et des actifs du groupe).
- (ii) l'un des objectifs affichés de certains des promoteurs des *living wills* est d'en faire un levier pour obtenir une modification de la structure des groupes transfrontières : il s'agit de conclure que l'organisation intégrée des groupes sur la base de succursales est plus complexe et moins compatible avec une résolution ordonnée qu'une organisation fondée sur des entités juridiques

distinctes sur une base nationale (société-mère, filiales) plus faciles à séparer et à liquider en cas de défaillances ; les *living wills* contiendraient donc des engagements des groupes à se réorganiser d'une manière à faciliter la résolution. Cette approche ne peut pas être soutenue : a/ d'une part, le CSF qui a conduit des travaux sur les mérites comparés des différents modèles d'organisation des groupes transfrontières a conclu qu'il n'y avait pas de supériorité d'un modèle par rapport à un autre en termes de gestion et de résolution de crise⁵¹ ; b/ d'autre part, la Commission européenne et le Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS) ont largement insisté dans le cadre du groupe de travail ad hoc du CEF, présidé par Lars Nyberg, sur le fait qu'une obligation imposée aux groupes de revoir leur organisation juridique pour filialiser leur succursales serait contraire aux règles du marché unique (et notamment au principe de libre établissement). On peut cependant considérer qu'une approche fondée sur un accroissement de la filialisation conduirait à une fragmentation excessive des activités, un pilotage insuffisamment centralisé des risques et une allocation peu flexible de la liquidité et des fonds propres en cas de crise. A l'inverse, un groupe organisé en succursales pourrait connaître des modalités de résolution plus efficaces avec un régime juridique de liquidation unifiée.

- (iii) l'efficacité opérationnelle des *living wills* repose en réalité sur l'amélioration concrète des modalités de démantèlement des groupes bancaires: désignation de l'autorité du pays d'origine comme « *lead resolution authority* », harmonisation du droit des faillites et mise en place modalités de transferts d'actifs et de passifs notamment.

3.2.2 Des instruments indispensables à terme pour gérer efficacement des crises transfrontières

► Développer une approche consolidée de la résolution en désignant une « *lead resolution authority* »

L'UE doit aller au-delà de la gestion nationale des crises et surmonter la tendance à isoler les actifs. Pour cela deux approches sont envisageables.

La première approche est de renforcer la coordination des mesures nationales. Or, cette approche apparaît largement insuffisante : le protocole d'accord (MoU) sur la stabilité financière, conclu en juin 2008, était en place lors de la crise mais n'a pas pu constituer une base suffisante ou utile pour la coopération entre les États membres.

⁵¹ FSB, Reducing the probability and impact of failure, Report on progress, 4 mars 2010 : "Under the EU treaty, banks and investment firm incorporated in the EEA are free to branch into other Member States. Limiting the choice by either imposing a specific business model or through regulatory incentives directed towards a specific business model would constitute a breach of the EU Treaty"; "The study concluded that the diversity in existing business models, with a mix of decentralised and centralised institutions, itself is likely to be a source of systemic resilience, provided the associated funding models rest on sufficient diversification."

Dans un cadre de coopération et de coordination, la résolution d'une institution financière sera toujours réalisée au niveau de chaque entité conformément au régime national applicable. Or, ces régimes de résolution distincts pour chaque filiale, même coordonnés, ne permettront pas l'assainissement le plus efficace possible. Surtout, cette approche ne tient pas compte de la réalité commerciale du secteur bancaire intégré de l'UE, qui s'est développé dans le cadre du marché unique. Les groupes financiers sont de plus en plus interdépendants du point de vue opérationnel et commercial, ils centralisent souvent la gestion des liquidités d'une manière qui entraîne l'enchevêtrement des actifs, et ils sont organisés et exploités d'une façon qui traduit leurs lignes d'activité plutôt que leur structure juridique.

La seconde approche est de retenir une approche consolidée de la résolution des crises : les problèmes décrits ci-dessus ne peuvent être totalement résolus que par une plus grande intégration du cadre de résolution. Celle-ci pourrait se réaliser par la désignation (selon des règles claires établies ex ante) d'une autorité de résolution principale (« lead resolution authority ») qui orchestrerait les modalités de gestion de la défaillance d'un groupe. Cette autorité, qui dans la plupart des cas, sera l'autorité du pays d'origine, appliquerait, en coopération avec les autorités nationales concernées, les mesures de résolution sur chaque territoire concerné. Cette approche est nettement plus ambitieuse que la précédente et ne pourra probablement être efficace que si un traitement plus intégré de l'insolvabilité pour les groupes bancaires devient possible.

►Promouvoir un 28^{ème} régime d'insolvabilité des institutions financières au niveau européen

Une harmonisation du régime d'insolvabilité des institutions financières au niveau européen permettrait un traitement plus intégré plutôt qu'une liquidation par entités distinctes de groupes financiers extrêmement intégrés⁵². De plus en plus d'universitaires et de professionnels pensent que les procédures d'insolvabilité par entité ne sont pas adaptées aux groupes complexes et qu'il est désormais nécessaire de mener des travaux au niveau international sur l'harmonisation des règles en matière d'insolvabilité. Faute d'une telle harmonisation, il demeurera très difficile de restructurer un groupe transfrontière.

Le caractère complexe et sensible de ce travail ne doit pas être sous-estimé. La législation en matière d'insolvabilité est étroitement liée à d'autres domaines du droit national comme le droit patrimonial ou le droit des contrats et du commerce, et les règles en matière de priorités peuvent être le reflet d'une politique sociale. Ce projet pourrait revêtir la forme d'un régime d'insolvabilité distinct et autonome (28^{ème} régime) qui se substituerait aux régimes nationaux autrement applicables dans les cas d'assainissement et de liquidation de groupes transfrontières dans l'UE. Un tel régime ne résoudrait entièrement les problèmes liés à l'approche par entité dans le cadre de la législation nationale en matière d'insolvabilité que s'il permettait un traitement intégré des entités du groupe.

⁵² Un groupe de travail a été mis en place.

► Faciliter les transferts d'actifs intra-groupe au niveau européen

Il ne peut y avoir de gestion des risques pleinement consolidée et efficace à l'échelle d'un groupe (c'est à dire bénéfique en termes de stabilité financière) sans réduction des obstacles à la « transférabilité » des actifs entre l'ensemble des entités d'un même groupe (mère-filiales, filiales-filiales). Aujourd'hui, ces transferts d'actifs ne soulèvent aucune difficulté en continuité d'exploitation, mais deviennent quasiment impossibles en situation de crise. En effet, cas de crise de liquidité, les autorités en charge de la supervision de chacune des entités du groupe préfèrent opérer un *ringfencing* des actifs de cette entité, car elles estiment qu'elles ne disposent pas de garanties suffisantes en cas de faillite du groupe dans son ensemble pour récupérer les actifs transférés. Il convient donc de développer ses garanties. Il pourrait s'agir, dans le cadre de la reconnaissance d'un « intérêt de groupe », de mettre en place des engagements de soutien intra-groupes rendus publics. Les transferts d'actifs au sein des groupes découlant de ces engagements de soutien pourraient bénéficier d'un privilège en cas de faillite ultérieure. Il appartiendrait aux superviseurs de définir ex-ante les conditions aux transferts d'actifs (niveaux de ratios, collatéralisation, etc.) notamment afin de protéger les filiales en cas de crise (par exemple, conditions de rapatriement des liquidités).

Recommandation 14 : Clarifier au niveau européen et international les objectifs, le contenu et les modalités de mise en place de *living wills*.

Recommandation 15 : Adopter une approche intégrée de la gestion des défaillances de groupes transfrontières.

Recommandation 16 : Promouvoir un 28^{ème} régime d'insolvabilité des banques au niveau européen.

Recommandation 17 : Promouvoir la mise en place d'un régime favorable aux transferts d'actifs intra-groupe au niveau européen.

3.3 Clarifier le financement de la résolution de crise

Les mécanismes de financement jouent un rôle fondamental dans tout régime de résolution. Les mécanismes de financement privé ou des solutions impliquant le secteur privé sont indispensables pour que les coûts de la défaillance d'une institution financière ne soient pas à la charge des contribuables. L'absence de tels mécanismes limite l'éventail des instruments de résolution, peut empêcher les autorités d'adopter la solution la plus efficace et augmenter les coûts totaux qui sont supportés par chacun des États concernés.

S'il peut donc apparaître nécessaire de mettre en place des mécanismes de financement ex ante susceptibles de garantir la disponibilité de fonds du secteur privé en temps de crise, il faut néanmoins faire preuve d'une grande prudence dans ce domaine compte tenu du risque d'accroître l'aléa moral. Si des systèmes de garantie des dépôts renforcés pourraient certes inclure la possibilité de financer des mesures de résolution de la défaillance d'une institution financière, la constitution de fonds de résolution de plus grande ampleur est en revanche à éviter.

3.3.1 Écarter la constitution de fonds de résolution de grande ampleur

La mise en place de fonds de résolution fait débat tant au plan international qu'europpéen. Le FMI a indiqué que l'une des options sur lesquelles il travaillait était la mise en place de fonds de résolution⁵³. Au niveau européen, la Commission réfléchit à la mise en place d'un fonds de résolution européen ou, si cela n'est pas possible, d'un réseau de fonds nationaux harmonisés. Le gouvernement suédois a par ailleurs créé fin octobre 2008 un « fonds de stabilité » qu'il a fixé un objectif de dotation de 2,5 % du PIB en 2023, soit environ 15Mds€. Le gouvernement allemand vient également d'annoncer son intention de mettre en place un fonds de stabilité.

La mise en place de fonds de résolution suscite néanmoins des réserves importantes :

- (i) conduit parallèlement au durcissement des règles prudentielles, l'abondement de fonds de résolution à hauteur de plusieurs milliards d'euros⁵⁴ pourrait être préjudiciable au financement de l'économie (surtout, compte tenu du haut niveau d'intermédiation bancaire en Europe, si ce prélèvement est assis sur la taille du bilan des banques) ;
- (ii) en situation de crise systémique, les financements disponibles dans un fonds de résolution s'avéreront insuffisants (alors que la BCE évalue à environ 15Mds€

⁵³ Extrait d'une interview de J. Lipsky, DG adjoint du FMI, le 11/01/10: "At this stage, we have ruled nothing out. We will look at various taxes, the formation of resolution funds, and the possibility of capital charges or the creation of contingent capital."

⁵⁴ La BCE a chiffré à environ 15Mds€ la dotation nécessaire pour un fonds de résolution français (dotation permettant de financer 100 pb de ratio Tier 1 des trois principaux établissements bancaires français).

la dotation nécessaire pour un fonds de résolution au Royaume Uni, le coût du plan britannique de soutien au secteur bancaire a atteint environ 100 Mds€) ;

- (iii) l'existence de fonds de résolution génère un aléa moral qui risque finalement d'inciter les institutions couvertes à prendre davantage de risque.

A tout le moins, il convient de cadrer la réflexion sur les fonds de résolution en veillant au respect des principes suivants :

- (i) afin d'éviter tout biais concurrentiel, la mise en place de fonds de résolution ne pourrait se faire que sur une base nationale ; un fonds de résolution global ou européen est à écarter ;
- (ii) afin de ne pas porter préjudice au financement de l'économie, l'abondement de fonds de résolution ne pourrait se faire que sur longue période (au minimum 15 ans comme dans le cas suédois) et ne devrait pas être fondé sur la taille de bilan des institutions financières ;
- (iii) l'intervention d'un fonds de résolution devrait pleinement respecter les règles relatives au droit de la concurrence et aux aides d'État ;
- (iv) **surtout, afin de minimiser l'aléa moral, les conditions d'utilisation d'un fonds de résolution devraient être strictement encadrées** ; trois conditions apparaissent pertinentes à cet égard : a/ aucune autre source de financement n'est disponible (augmentation de capital, transferts d'actifs, application de décotes sur les dettes...) ; b/ les dirigeants du groupe sont démis de leurs fonctions ; c/ le coût de la restructuration pour les actionnaires ou les créanciers obligataires subordonnés est au moins égal au montant de l'intervention du fonds de résolution.

3.3.2 Faire des fonds de garantie des dépôts existants des instruments financiers de résolution des crises

Tous les pays européens et la plupart des pays du G20 disposent déjà de fonds de garantie des dépôts. Dans un certain nombre de cas, ces fonds peuvent intervenir à la fois de manière curative (i.e. indemnisation des déposants), mais également de manière préventive (i.e. prévention d'une faillite bancaire). C'est le cas en France, comme au Royaume-Uni et en Espagne, et à fortiori aux États-Unis où le FDIC est doté de pouvoirs de résolution extrêmement large.

Le renforcement des capacités d'intervention préventive des fonds de garantie des dépôts doit être une priorité. Il passe par :

- (i) une obligation d'abondement « ex ante » des fonds de garantie (en France, le FGD est alimenté ex ante; il est aujourd'hui doté d'environ 1,7 Md€) ;
- (ii) une meilleure prise en compte du risque dans l'assiette des cotisations au fonds de garantie des dépôts ;

- (iii) un élargissement des cas dans lesquels les fonds de garantie peuvent intervenir de manière préventive (cf. page 88) ;
- (iv) une clarification de l'articulation entre l'action du fonds de garantie des dépôts et celles de l'autorité en charge de la résolution (ACP et administrateur provisoire en France) ;
- (v) un calibrage de la taille du fonds aux spécificités des secteurs bancaires de chaque pays et aux besoins de restructuration potentielle ; ainsi, dans les pays dont le secteur bancaire est fortement concentré avec un nombre limité de grands acteurs bancaires (France, Canada, Royaume-Uni), la nécessité de disposer d'un fonds de garantie des dépôts de grande taille n'apparaît pas évidente, car les capacités d'intervention de ce fonds s'avéreront en tout état de cause insuffisantes pour accompagner une restructuration de large ampleur ; à l'inverse, la taille du fonds peut-être fortement accru dans les pays où le secteur bancaire reste fragmentée et où la défaillance d'acteurs de taille petite ou moyenne peut être résolue grâce à une intervention du fonds de garantie (Allemagne, Espagne, États-Unis).

Au final, les fonds de garantie des dépôts, qui s'apparenteraient à de « petits » fonds de résolution, constitueraient le volet financier du dispositif de gestion et de résolution des crises propre à chaque État membre.

<p><u>Recommandation 18:</u> Renforcer les capacités d'interventions préventives des fonds de garantie des dépôts.</p>

Annexes

1.Liste des recommandations

2.Lettre de mission

Liste des recommandations

- **SUPERVISION DU RISQUE SYSTEMIQUE**

Recommandation 1 : clarifier le mandat des institutions financières internationales en matière de supervision du risque systémique, en renforçant celui du conseil de stabilité financière.

Recommandation 2 : définir au niveau international le contenu de la supervision systémique qui ne doit pas se limiter au suivi des grandes masses macroéconomiques mais analyser les dynamiques d'accumulation des risques et la concurrence dans le secteur financier.

Recommandation 3 : clarifier les pouvoirs des superviseurs systémiques vis-à-vis des superviseurs micro-prudentiels.

- **REGULATION DU RISQUE SYSTEMIQUE**

Recommandation 4 : s'agissant des activités de crédit, réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire liées à la titrisation, à travers notamment le renforcement des exigences en fonds propres, la généralisation de l'obligation de rétention et la consolidation comptable et prudentielle des véhicules de titrisation.

Recommandation 5 : s'agissant des activités d'assurance, évaluer au niveau international la convergence des régimes prudentiels, après la mise en œuvre de Solvabilité II.

Recommandation 6 : s'agissant de l'organisation des marchés, mettre en œuvre les obligations de transparence et de compensation des produits dérivés définies par le G20.

Recommandation 7 : s'agissant des activités de marché, augmenter les exigences en fonds propres des banques – sous réserve d'une mise en œuvre internationale de ces règles – et revoir en profondeur leur traitement comptable.

Recommandation 8 : s'agissant des agences de notation, étendre les pouvoirs de régulation aux procédures et aux hypothèses permettant de définir les méthodologies de notation.

Recommandation 9 : s'agissant des activités de gestion d'actifs, veiller à la mise en œuvre rapide, dans l'ensemble des juridictions, des conclusions du G20 sur les hedge funds et en particulier l'obligation de « reporting » permettant aux superviseurs d'identifier les investissements ou expositions pouvant générer un risque systémique pour les contreparties et pour le marché.

Recommandation 9 bis : doter les superviseurs et les gérants des outils de gestion du passif nécessaires pour traiter les demandes de rachat massives.

Recommandation 10 : taxer les positions de marché potentiellement illiquides de l'ensemble des institutions financières correspondant aux catégories 2 et 3 du portefeuille de négociation et affecter le produit de cette taxe au budget de l'Etat.

Recommandation 11 : renforcer les pouvoirs des superviseurs micro-prudentiels et les doter notamment du pouvoir de limiter de façon temporaire le volume de certaines activités systémiques ou le développement de nouvelles activités complexes.

- **RESOLUTION DU RISQUE SYSTEMIQUE**

Recommandation 12 : promouvoir au niveau international et européen l'adoption d'instruments harmonisés de gestion et de résolution de crise.

Recommandation 13 : renforcer les pouvoirs de l'administrateur provisoire en lui permettant de prendre les mesures nécessaires à la réorganisation d'un groupe en difficultés en dehors des procédures collectives et du droit commun des actionnaires.

Recommandation 14 : clarifier au niveau européen et international les objectifs, le contenu et les modalités de mise en place de *living wills*.

Recommandation 15 : adopter une approche intégrée de la gestion des défaillances de groupes transfrontières.

Recommandation 16 : promouvoir un 28^e régime d'insolvabilité des banques au niveau européen.

Recommandation 17 : promouvoir la mise en place d'un régime favorable aux transferts d'actifs intra-groupe au niveau européen.

Recommandation 18 : renforcer les capacités d'intervention préventive des fonds de garantie des dépôts.



LE MINISTRE

Paris, le 24 DEC. 20

Cher Monsieur,

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'agenda du G20 pour la régulation financière, des travaux ont été lancés dans les différentes enceintes internationales compétentes - notamment au sein du Conseil pour la Stabilité financière, du Comité de Bâle et du Fonds monétaire international - pour traduire les engagements des chefs d'Etat et de gouvernement dans les règles et les pratiques de supervision des acteurs et des marchés financiers.

Certains de ces travaux, portant sur le champ de la supervision (agences de notation, fonds alternatifs) et sur le renforcement des règles prudentielles applicables aux banques (renforcement de la qualité et de la quantité des fonds propres), sont déjà largement engagés. Leurs résultats seront prochainement traduits dans la réglementation communautaire et nationale.

D'autres travaux méritent des réflexions plus approfondies avant de pouvoir aboutir à des recommandations opérationnelles. Trois grands axes de réflexion sont identifiés. Ils ont pour objectif commun de mieux encadrer les comportements d'aléa moral dans le secteur financier, à la suite des interventions massives des pouvoirs publics pour rétablir la stabilité financière et soutenir le financement de l'économie.

En premier lieu, le G20 s'est engagé à renforcer la régulation des acteurs et des marchés systémiques. La première difficulté pour traduire cet engagement dans les pratiques de supervision repose sur la définition des acteurs et des marchés systémiques : le FMI, le comité de Bâle et le CSF ont élaboré de premiers critères. Dans l'hypothèse où cette première difficulté serait levée, les mesures envisageables pour renforcer la régulation des entités systémiques font débat : modalités de supervision renforcée, exigences supplémentaires en fonds propres, restrictions imposées sur certaines activités, adoption de plan de résolution ordonnée, mise en place au niveau européen ou international d'un cadre harmonisé de gestion des faillites bancaires, etc.

En second lieu, de nombreuses voix se sont élevées en faveur d'un renforcement de la contribution du secteur financier à la stabilité financière. J'ai d'ailleurs annoncé plusieurs mesures en ce sens : (i) les banques seront désormais tenues de financer elles-mêmes le coût de la supervision exercée par la future Autorité de contrôle prudentiel, via une nouvelle taxe assise sur leurs exigences en fonds propres ; (ii) les banques devront s'acquitter d'une taxe exceptionnelle d'un montant égal à 50% des bonus qui seront versés en 2010. Le produit de cette taxe sera affecté au fonds de garantie des dépôts afin que les banques contribuent à la sécurité des déposants.

Au-delà de ces mesures nationales, plusieurs idées sont examinées au niveau international, notamment : (i) la proposition britannique de taxer les transactions financières internationales afin de financer des fonds de résolution des crises financières nationaux ou internationaux, (ii) la proposition du Directeur général du FMI qui a indiqué travailler à la définition d'une taxe internationale sur les institutions financières alimentant un fonds de réserve utilisable en situation de

Monsieur Jean-François Lepetit
Président
Conseil National de la Comptabilité
Carré Diderot
3 Boulevard Diderot
72572 Paris Cedex 12


MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE
DE L'INDUSTRIE ET DE L'EMPLOI
139 rue de Bercy - Télédéc 151 - 75572 Paris cedex 12

crise, (iii) la proposition de la Commission européenne, dans le cadre de la révision de la directive européenne sur la garantie des dépôts, qui repose sur la mise en place d'un système européen de garantie des dépôts et de résolution.

En troisième lieu, la question des relations entre concurrence et stabilité financière se pose sous un jour nouveau à la suite de la crise. Il conviendrait d'examiner dans quelle mesure le niveau de concurrence dans le secteur financier est susceptible de créer des situations de rente, de conflit d'intérêt ou d'aléa moral dans certaines activités financières au détriment de la stabilité financière ou du financement de l'économie mondiale.

C'est pourquoi je vous demande de mener une mission de réflexion afin de formuler, compte tenu de l'ensemble des travaux déjà en cours, des propositions quant à la régulation des acteurs et des marchés systémiques, à la contribution du secteur financier au coût de la stabilité financière et au rôle des conditions et du niveau de concurrence dans le renforcement du système de supervision du secteur financier.

En vous appuyant sur les réflexions et consultations préliminaires menées par la Direction générale du Trésor et de la politique économique, vous examinerez notamment :

- Les critères d'identification des acteurs et des marchés systémiques ;
- L'opportunité, la faisabilité et les modalités de mise en place de modes et/ou de règles de supervision spécifiques aux acteurs et aux marchés systémiques ;
- Une analyse des différentes initiatives de taxation internationale ou européenne, au regard des mesures déjà adoptées au niveau national ;
- Le niveau de concurrence dans le secteur financier, compte tenu des évolutions récentes des marchés financiers et des restructurations en cours à l'issue de la crise, et ses conséquences en matière de stabilité financière, de structuration et de rentabilité des activités du secteur financier.

Plusieurs écueils semblent devoir être évités dans ces réflexions: (i) au regard de l'ampleur des chantiers de régulation financière, le risque d'empilement des mesures créant des incitations contradictoires entre elles est réel ; (ii) l'impact de l'ensemble de ces mesures sur la profitabilité et l'organisation du secteur financier doit être mesuré avec précision sous peine de fragiliser la stabilité financière ; (iii) les mesures envisagées ne doivent pas peser sur la reprise et le financement de l'économie.

Pour votre mission, vous pourrez vous appuyer sur les services de la Direction générale du Trésor et de la politique économique. Vous consulterez également largement les différentes parties prenantes à ces travaux, notamment les autorités de supervision mais aussi les professionnels du secteur financier.

Je vous demande de me remettre un rapport d'étape d'ici mars 2010 et vos propositions finales d'ici le 30 mai.

Je vous prie de croire, Monsieur, à l'assurance de ma considération distinguée.

*Neu d'accepter cette
mission très importante à
mes yeux -*


Christine Lagarde