

La crise a suscité un mouvement de renforcement de la réglementation microprudentielle, en particulier dans le cadre de Bâle II. Mais les réformes en cours visent également à ajouter une dimension macroprudentielle à la réglementation, en prenant en compte deux aspects de cette dernière : le premier est lié au risque de procyclicité du système financier vis-à-vis de l'économie réelle, et le second renvoie à la surveillance du risque systémique.

*« La crise financière nous a enseigné de douloureuses leçons. Si cette crise a de multiples causes, parmi lesquelles, peut-être, les politiques macroéconomiques, il est également clair qu'elle nous contraint à reconsidérer notre manière de réguler et de superviser le système financier<sup>1</sup> ».*

La crise a montré, en outre, que les règles comptables n'étaient pas toujours adaptées et que, faute de traduire une réalité économique, elles ont pu avoir des effets majeurs sur certains comportements et sur l'évolution de certains marchés.

## À court terme, réformer les incitations : rémunérations et règles comptables

### 1| METTRE EN PLACE DES SYSTÈMES DE RÉMUNÉRATION INCITATIFS

Les initiatives du président français ont créé une dynamique, d'abord européenne, qui a ensuite permis aux chefs d'État et de gouvernement, lors du G 20 de Pittsburgh, de s'accorder sur un ensemble de règles visant à assurer que les pratiques de rémunération des banques restent compatibles avec les objectifs de stabilité financière.

Les règles fixées par le G 20 s'appuient en grande partie sur les travaux du Forum de stabilité financière, devenu le Conseil de stabilité financière (CSF). Celui-ci a en effet publié dès avril 2009 des principes pour de saines pratiques en matière de rémunérations et, en septembre, une version plus opérationnelle, sous forme de normes de mise en œuvre (cf. communiqué ci-après).

Ces principes et normes s'organisent autour de quatre grands thèmes :

- principe de **bonne gouvernance** : le CSF indique que les établissements financiers importants doivent constituer un comité des rémunérations responsable de la définition et du fonctionnement des systèmes de rémunération. Il prévoit également que le personnel employé dans les fonctions de contrôle financier et de contrôle des risques doit être rémunéré d'une manière indépendante des lignes d'activités contrôlées ;

<sup>1</sup> Publication de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France intitulée « Quel avenir pour la régulation financière ? », remarques de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Londres, 4 septembre 2009

Extrait du communiqué du G 20 de Pittsburgh des 24-25 septembre 2009

« Réformer les pratiques en matière de rémunération pour soutenir la stabilité financière : les rémunérations excessives dans le secteur financier ont à la fois reflété et encouragé une prise de risque excessive.

**La réforme des politiques et des pratiques de rémunération constitue une part essentielle des efforts entrepris pour accroître la stabilité financière.**

Les normes de mise en œuvre édictées par le Conseil de stabilité financière (CSF) visent à aligner les rémunérations sur la création de valeur à long terme et sans prise de risque excessive, notamment :

- en évitant les bonus garantis sur plusieurs années ;
- en exigeant qu'une proportion significative de la part variable des rémunérations soit différée, liée à la performance, soumise à des clauses de récupération appropriées<sup>2</sup> et versée sous forme d'actions ou d'instruments similaires, aussi longtemps que ceux-ci créent des incitations alignées avec la création de valeur à long terme et l'horizon de réalisation des risques ;
- en assurant que la rémunération des dirigeants et des personnels dont les activités ont une incidence matérielle sur l'exposition aux risques soit conforme avec la performance et les risques ;
- en rendant les politiques et les structures de rémunération des entreprises transparentes à travers des exigences en termes de publication d'information ;
- en limitant la part variable des rémunérations en pourcentage des revenus totaux nets quand elle est incompatible avec le maintien d'une base en capital solide ; et
- en assurant que les comités de rémunération surveillant les politiques de rémunération sont capables d'agir de façon indépendante.

Les superviseurs doivent avoir la responsabilité de surveiller les politiques et les structures de rémunération des entreprises en tenant compte des risques institutionnels et systémiques et, si nécessaire pour compenser des risques supplémentaires, **d'appliquer des mesures correctrices, telles que des exigences en capital supérieures, aux entreprises qui ne mettent pas en œuvre des politiques et pratiques de rémunération saines**. Les superviseurs doivent avoir le pouvoir de modifier les structures de rémunération dans le cas d'entreprises défaillantes ou qui nécessitent des interventions publiques d'urgence.

**Les entreprises doivent mettre en œuvre ces saines pratiques de rémunération immédiatement.**

**Le CSF doit surveiller la mise en œuvre de ces normes et proposer des mesures supplémentaires avant mars 2010. »**

<sup>2</sup> Le paiement différé permet l'instauration d'un système de malus en cas d'échec.

- principe de **saine gestion** afin de mieux prendre en compte les risques encourus : pour le CSF, les bonus garantis sur plusieurs années ne sont pas compatibles avec une gestion saine du risque. Il indique également qu'une part importante, entre 40 % et 60 %, des rémunérations variables des dirigeants et personnels dont l'activité est susceptible d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques de l'entreprise, doit être versée de façon différée sur plusieurs années. Une part importante, supérieure à 50 %, de la rémunération variable doit être versée sous forme d'actions ou d'instruments similaires ;
- principe de **transparence accrue** : le CSF prévoit l'obligation pour les institutions financières de publier un rapport annuel en temps utile détaillant leurs systèmes de rémunération et les montants accordés ;
- principe de **supervision rigoureuse** : le CSF prévoit des actions correctrices rapides des superviseurs en cas de non-respect de ces normes par les établissements financiers, dans le cadre du pilier 2 de Bâle II. Il rappelle également l'importance d'une coordination internationale étroite entre superviseurs sur ce sujet.

Les États européens sont les plus avancés dans la transposition de ces règles négociées au niveau international, puisque quatre d'entre eux (France, Royaume-Uni, Allemagne et Pays-Bas) ont déjà introduit de nouvelles règles dans leur droit national ou sont sur le point de le faire.

## 2 | RÉVISER LES RÈGLES COMPTABLES

Les normes comptables, tant les normes *International financial reporting standards* (IFRS) produites par l'*International accounting standards board* (IASB), applicables aux entreprises cotées de l'Union européenne, que les normes américaines *Generally accepted accounting principles* (GAAP) édictées par le *Financial accounting standards board* (FASB) ont révélé certaines insuffisances dans un contexte de forte perturbation des marchés financiers.

Parmi ces insuffisances on retiendra :

- un provisionnement trop faible, sous-estimant le risque de crédit, et surtout trop tardif dans le cycle économique ;
- une valorisation à la juste valeur (*fair value*) déconnectée de la valeur réelle de certains instruments financiers négociés sur des marchés devenus illiquides ;
- une classification des instruments financiers trop complexe pour être appliquée de façon uniforme ;
- un recours massif à la titrisation facilité par son traitement comptable ;
- des divergences entre les normes IASB et FASB ayant pu conduire à des distorsions de concurrence entre banques.

Bien que ces points n'aient pas été directement à l'origine de la crise financière, ils ont néanmoins pu en accentuer certains aspects ; de ce fait, la réforme des normes comptables, notamment celles applicables aux instruments financiers, est devenue un des chantiers prioritaires du G 20. Le Comité de Bâle a également publié en août 2009 des principes directeurs pour la refonte des normes applicables aux instruments financiers<sup>3</sup>.

## Encadré 9 Les recommandations du Comité de Bâle en matière de valorisation des instruments financiers (IAS 39)

### Pas d'extension de la juste valeur (*fair value*) suite à la crise

*En cas de forte perturbation des marchés, la mesure à la juste valeur de certains instruments a conduit à des valorisations erronées et éloignées de leur valeur réelle, ce qui s'est répercuté dans la comptabilisation des résultats. La question de la fiabilité des données utilisées, que ce soit des données observées sur les marchés ou déduites de modèles financiers s'est alors posée. La conclusion a été que la mesure à la juste valeur et sa traduction comptable en compte de résultat devraient, dans le futur, être réservées aux instruments qui peuvent être mesurés en utilisant des données suffisamment fiables.*

### Une comptabilité qui reflète les *business models*

*Un large consensus s'est dégagé pour donner la primauté au modèle de gestion (*business model*) de l'entreprise plutôt qu'aux caractéristiques de l'instrument détenu. En effet, un même type d'instruments peut être détenu pour des finalités différentes : soit pour être rapidement cédé, soit pour être conservé jusqu'à maturité. Il doit pouvoir être évalué de la façon qui reflète le mieux l'objectif de la détention. Lorsque le but est la cession, la juste valeur reste adaptée ; en revanche la méthode du coût amorti est justifiée en cas de détention prolongée.*

### Un provisionnement plus tôt dans le cycle économique

*La prime de risque qui est inhérente à la distribution des instruments financiers est destinée à couvrir des risques de pertes futures, bien que non encore matérialisées au moment de la mise en place de l'instrument (exemple : un prêt bancaire). Pour refléter ce risque, il est proposé de constituer progressivement des provisions dès la mise en place de l'instrument et sur toute sa durée de vie, à hauteur de la prime de risque constatée et sans attendre la survenance d'un défaut de paiement. Ce provisionnement sur la durée de vie de l'instrument pèsera en contrepartie sur l'enregistrement des produits d'intérêt dans les premiers temps de la mise en place de l'instrument.*

### Pas de règles arbitraires

*Enfin, la comptabilité doit refléter la réalité économique des opérations et la façon dont les instruments sont gérés, y compris les changements de mode de gestion qui peuvent intervenir dans la vie de l'entité. Ainsi une entité doit pouvoir céder des instruments qu'elle avait l'intention de détenir jusqu'à maturité, ou au contraire conserver des instruments qu'elle souhaitait initialement céder, sans en être empêchée ou subir de mesures pénalisantes, pour autant que ces opérations soient réalisées en toute transparence.*

*Le Comité de Bâle souhaite donc que le passage d'une catégorie (par exemple *fair value*) à une autre (coût amorti) puisse être autorisé de manière exceptionnelle.*

<sup>3</sup> <http://www.bis.org/publ/bcbs161.pdf?noframes=1>, cf. encadré 11

Parmi les principales évolutions attendues dans le domaine de la réglementation comptable, on peut notamment citer :

- la constitution de provisions plus tôt dans le cycle. Au lieu de comptabiliser des provisions lorsque le risque de perte est avéré, comme c'est actuellement le cas, on se dirige vers une méthode de provisionnement prospectif contracyclique selon laquelle la constitution progressive de provisions se ferait dès l'émission de l'instrument financier (cf. encadré 10). Ces provisions reposeraient sur les données historiques de pertes de l'établissement financier considéré ;
- une application de la juste valeur fondée sur les préconisations du groupe d'experts réunis par l'IASB et reflétant en comptabilité le degré d'incertitude lié à l'obtention de la juste valeur (la juste valeur peut être obtenue directement à partir des valeurs de marché ou indirectement en utilisant des modèles statistiques) ;
- une simplification du classement des instruments financiers en deux grandes catégories (au lieu de cinq actuellement). La première catégorie correspond aux instruments mesurés en juste valeur avec comptabilisation des variations de valeur soit en compte de résultat, soit au bilan. Une seconde catégorie correspond aux instruments mesurés selon la méthode du coût amorti. Cette catégorie correspond bien évidemment à l'activité bancaire classique d'octroi de prêts ;
- une refonte des règles de consolidation (ou déconsolidation) des actifs ou passifs financiers en retenant comme critère principal la notion de contrôle, ce qui aurait des répercussions sur les opérations de titrisation. L'information financière publiée devrait être également plus étoffée ;
- une harmonisation des normes comptables au niveau mondial pour éviter toute distorsion de concurrence entre banques et faciliter la comparaison des états financiers. Les normalisateurs IASB et FASB ont réitéré leur volonté de faire converger leurs normes d'ici juin 2011 ; le G 20 l'a d'ailleurs rappelé dans son communiqué de Pittsburgh.

La nouvelle norme comptable IFRS concernant la classification des instruments a été adoptée et publiée par l'IASB le 12 novembre 2009. L'adoption des autres normes IFRS devrait s'étaler sur 2010 et les dates de mise en œuvre échelonnées dans le temps afin de permettre aux établissements de crédit d'adapter leurs systèmes d'information.

## Encadré 10 Provisionnement et procyclicité

*La crise a révélé certaines faiblesses dans les règles comptables appliquées par les institutions financières. Plus d'un an après, un consensus semble se dessiner autour de l'idée du provisionnement dynamique afin de limiter les effets procycliques des règles comptables.*

### Principe

**Constituer des provisions par imputation sur les résultats réalisés en période haute de cycle et les utiliser en cas de détérioration de la conjoncture** afin d'atténuer l'impact des pertes sur le compte de résultat. Ce procédé a aussi l'avantage de contribuer à limiter le gonflement excessif des profits en période d'expansion économique et donc la trop large distribution de dividendes.

### Mécanismes

Deux approches font actuellement l'objet de discussions :

- **l'actualisation des cash-flows attendus**

*Il s'agit de calculer le taux d'intérêt effectif (TIE) d'un portefeuille de prêts. Le TIE est le taux qui permet d'obtenir la valeur nette comptable du portefeuille de prêts en actualisant les cash flows futurs :*

- déterminés sur la base du taux contractuel auquel les prêts ont été négociés ;
- corrigés des pertes attendues selon les données historiques de l'établissement pour des prêts similaires.

*Les cash flows ainsi calculés sont inférieurs à ceux qui seraient calculés sur la base du seul taux nominal. Avec cette méthode, les intérêts sont reconnus sur la base d'un TIE inférieur au taux contractuel, ce qui permet de constituer les provisions par différence, et d'alimenter ainsi une « réserve » utilisable en cas de retournement du cycle économique.*

- **le modèle espagnol de provisionnement dynamique**

*Cette approche consiste à calculer le montant de provisions à réaliser lors d'une phase d'expansion économique afin de compenser les défaillances de paiement en période de ralentissement. Plusieurs hypothèses doivent être faites :*

- catégorisation des prêts par classe de risques ;
- détermination de deux indicateurs reflétant l'historique des pertes et des provisions : un coefficient reflétant les pertes inhérentes à l'accroissement de l'encours de prêts et un coefficient correspondant au niveau moyen de provisions observé sur le long terme.

*En période d'expansion économique, le niveau de provisions a tendance à être sous-évalué par rapport à la moyenne historique.*

*Au contraire, en période de récession, l'encours de prêts a tendance à se contracter et les provisions spécifiques augmentent.*

*L'objectif du système est d'introduire un élément dynamique qui joue un rôle contracyclique en accroissant le rythme des provisions en période de croissance, et en le diminuant en période de ralentissement économique.*

## À moyen terme, réformer la réglementation microprudentielle...

En réponse aux recommandations des chefs d'États et de gouvernements du G 20 (notamment suite au sommet d'avril 2009 à Londres) et à celles du Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé un programme de réformes destinées à améliorer la réglementation, la supervision et le cadre de gestion des risques du secteur bancaire. L'objectif de ces réformes est à la fois d'améliorer la résistance du secteur bancaire à d'éventuels chocs futurs et de limiter la procyclicité des comportements financiers. Le Comité de Bâle a fait fin 2009 des propositions concrètes sur toute la série de mesures détaillées ci-après<sup>4</sup>. Des études d'impact seront menées au cours de l'année suivante, pour un calibrage précis des nouvelles exigences réglementaires qui devra être finalisé fin 2010. Leur mise en œuvre sera progressive, en fonction des évolutions dans les secteurs financier et réel. En effet, une adoption trop rapide pourrait entraver la reprise économique. Lors de la réunion du G 20 à Pittsburgh en septembre 2009, la date de fin 2012 a été avancée.

### 1 | DE NOUVELLES EXIGENCES EN CAPITAL

Les réformes en cours visent à renforcer le cadre de réglementation du capital bancaire sous plusieurs aspects : renforcement de la transparence, de la qualité et de la quantité des fonds propres, meilleure couverture des risques de marché, et introduction d'un ratio de levier. Une réflexion est également en cours sur la mise en œuvre de « coussins de capital » contracycliques (cf. *infra* « ... et instaurer une réglementation macroprudentielle »).

#### 111 Définition des fonds propres

La crise a démontré la nécessité de renforcer la qualité, la transparence et l'harmonisation internationale des fonds propres ainsi que leur niveau global disponible dans les établissements financiers, afin de rendre ces derniers plus résistants et de rétablir la confiance des marchés. En effet, pendant la crise, certains instruments complexes ou hybrides, intégrés dans la définition des fonds propres, se sont montrés insuffisants pour absorber les pertes. Par ailleurs, la diversité et la complexité des fonds propres rendent difficiles l'évaluation de la réelle solvabilité des banques par les superviseurs et les marchés ainsi que toute comparaison internationale.

La proposition du Comité de Bâle prévoit (i) que les fonds propres de base (*Tier One*) seront composés de manière prédominante d'actions ordinaires, des réserves et du report à nouveau, (ii) une harmonisation des déductions et des filtres prudentiels, (iii) l'enregistrement de ces ajustements, actuellement réalisés sur le total des fonds propres, sur les fonds propres de base.

<sup>4</sup> Cf. Communiqué de presse du Comité de Bâle, 17 décembre 2009

Pour les établissements bancaires mutualistes ou coopératifs qui ne peuvent émettre d'actions ordinaires, il est envisagé d'établir une liste de critères portant sur la capacité des instruments à absorber les pertes de façon similaire aux actions ordinaires. Il s'agit donc d'avoir de nouvelles exigences sur la substance économique et la capacité d'absorption des instruments de fonds propres et non pas sur leur forme juridique.

### 112 Une meilleure couverture des risques de marché

Le Comité a renforcé récemment les règles concernant la gestion des risques, au titre des trois piliers de Bâle II. Ainsi, à partir de la fin 2010, les activités de marché, les opérations de titrisation et de retitrisation, ainsi que les expositions hors-bilan se verront appliquer des charges en capital plus élevées. En particulier, le traitement des titrisations et retitrisations du portefeuille de négociation sera aligné sur celui du portefeuille bancaire, afin d'éviter l'arbitrage réglementaire.

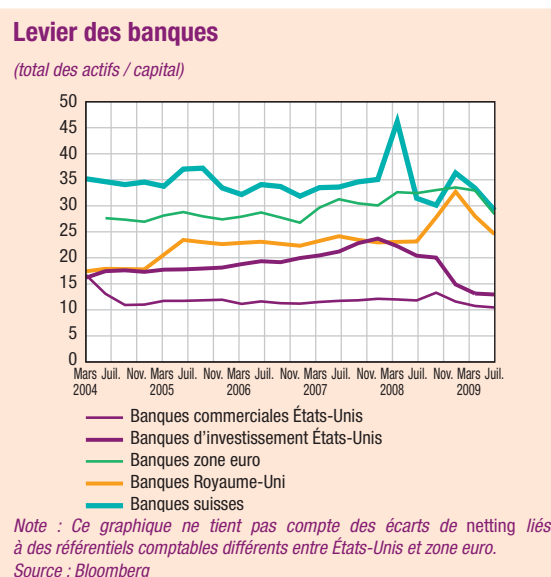
Le calcul d'une valeur en risque (VaR) en temps de crise sera également introduit pour ce qui concerne le portefeuille de négociation, afin de limiter le caractère cyclique des normes de capital. Les obligations de transparence s'appliquant à ces activités seront en outre renforcées (pilier 3).

Dans le prolongement des mesures visant le portefeuille de négociation, une revue fondamentale des risques de marché vient d'être lancée. Dans un premier temps, celle-ci doit faire un état des lieux des activités de marché de banques et des modèles utilisés pour en mesurer les risques afin de répertorier leurs insuffisances. Elle devra ensuite établir un nouveau cadre prudentiel, définissant plus clairement la frontière entre le portefeuille de négociation et le portefeuille bancaire, et réévaluant le capital réglementaire en accord avec les risques encourus dans le portefeuille de négociation.

### 113 Ratio de levier

Un tel ratio est destiné à compléter les normes de capital actuelles fondées sur les actifs pondérés du risque, en introduisant une mesure simple de l'effet de levier des banques (actifs/capital). Le degré de contrainte affecté à cette nouvelle mesure est en cours de discussion. Dans l'immédiat, beaucoup de difficultés restent à résoudre pour atteindre l'objectif d'un ratio simple, harmonisé et efficace (*Introduction d'un ratio mesurant l'effet de levier en complément du dispositif Bâle II fondé sur le risque pour parvenir, à terme, à un traitement en pilier 1 fondé sur un examen et un calibrage appropriés*)<sup>5</sup>.

L'introduction de cette nouvelle mesure nécessite un travail de calibrage important, portant principalement sur l'intégration du hors-bilan, le traitement des dérivés



<sup>5</sup> Extrait du communiqué de presse des gouverneurs et représentants des autorités de supervision en réunion le 6 septembre 2009

et de la titrisation. En effet, sur le premier point, l'exemple du ratio de levier actuel américain a montré que lorsque les éléments hors-bilan ne sont pas inclus dans le ratio, celui-ci ne permet pas d'évaluer le niveau réel de levier et de prise de risque des banques. Bien plus, il a pu encourager certains arbitrages réglementaires en provoquant le développement d'activités hors-bilan. Ces éléments soulèvent la question de l'arbitrage entre la simplicité du ratio et l'évaluation la plus exhaustive possible des expositions des banques.

Enfin, le ratio de levier devra prendre en compte les différences entre les référentiels comptables (notamment en termes de compensation des positions – *netting*), afin d'assurer qu'il soit comparable internationalement et ne désavantage pas certaines juridictions.

## 2 | DE NOUVELLES EXIGENCES EN LIQUIDITÉ

La crise a montré que le dispositif sur la solvabilité doit être complété par un dispositif sur la liquidité, à la fois au niveau de chaque institution individuelle et au niveau du système dans son ensemble. Toutefois, en raison de sa complexité, ce dernier domaine est parmi ceux dont les travaux sont les moins achevés.

Les risques de liquidité des banques sont très complexes à appréhender. Ils revêtent trois dimensions principales, qui sont très variables d'une institution à une autre et dépendent du *business model* des banques : déséquilibres de maturité entre l'actif et le passif, caractéristique de liquidité des instruments détenus à l'actif, et nature des sources de financement (marchés ou dépôts).

Suite aux travaux du Comité de Bâle, les standards de liquidité applicables aux banques devraient évoluer vers l'introduction de règles et d'exigences communes en matière de financement (*funding liquidity*), qui devraient inclure un ratio d'actifs liquides minimum pour faire face à des épisodes de tensions sur les marchés à l'horizon d'un mois et un ratio plus structurel encadrant la transformation à moyen et long termes<sup>6</sup>.

Toutefois, plusieurs aspects restent en suspens, notamment le niveau d'application de ces standards (niveau consolidé ou non) et la composition du stock d'actifs liquides.

<sup>6</sup> Extrait du communiqué de presse du Comité de Bâle du 6 septembre 2009, « Une réponse globale à la crise bancaire mondiale : introduction d'une norme internationale minimale pour encadrer la liquidité bancaire (*funding liquidity*), incluant ratio de liquidité minimum en cas de tensions ainsi qu'un ratio de liquidité *structurelle* à plus long terme ».

Communiqué de presse des gouverneurs de banque centrale et des superviseurs  
Comité de Bâle sur le contrôle bancaire – 6 septembre 2009

## Une réponse globale à la crise bancaire mondiale

*Le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des superviseurs, organe de surveillance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, s'est réuni le 6 septembre afin d'examiner un éventail complet de mesures destinées à renforcer la régulation, le contrôle et la gestion du risque dans le secteur bancaire. Ces mesures permettront de réduire sensiblement la probabilité et la gravité des crises économiques et financières.*

*Jean-Claude Trichet, qui préside le Groupe, a souligné que les accords conclus aujourd'hui entre les vingt-sept principaux pays du monde étaient essentiels, dans la mesure où ils fixaient les nouvelles normes en matière de la régulation bancaire et de surveillance prudentielle au niveau mondial.*

*Nout Wellink, président du Comité de Bâle et de la Banque des Pays-Bas, a déclaré que les banques centrales et les superviseurs avaient réagi à la crise en renforçant la régulation microprudentielle, notamment le dispositif Bâle II, et qu'elles travaillaient actuellement à la mise en place d'un dispositif macroprudentiel incluant des « coussins de capital » contracycliques, ainsi que sur des dispositions pratiques permettant de traiter les risques liés aux banques interconnectées d'importance systémique.*

*Les gouverneurs de banque centrale et les superviseurs sont parvenus à un accord sur des mesures clés destinées à renforcer la régulation du secteur bancaire. Ces mesures sont les suivantes.*

- *Amélioration de la qualité, de la cohérence et de la transparence des fonds propres de niveau 1 (Tier One). Ces derniers doivent être en majorité constitués d'actions ordinaires et de bénéfices mis en réserve. Des principes appropriés seront définis pour les institutions qui ne sont pas des sociétés par actions afin de garantir qu'elles détiennent des niveaux comparables de fonds propres Tier One de qualité élevée. En outre, les déductions et les filtres prudentiels seront harmonisés au plan international et appliqués, de façon générale, au niveau des actions ordinaires ou de leur équivalent s'il ne s'agit pas de sociétés par actions. Enfin, toutes les composantes des fonds propres feront l'objet de publications.*
- *Introduction d'un ratio mesurant l'effet de levier en complément du dispositif Bâle II fondé sur le risque pour parvenir, à terme, à un traitement en pilier 1 fondé sur un examen et un calibrage appropriés. Afin d'assurer une comparabilité, les modalités de ce ratio seront harmonisées au niveau international, neutralisant ainsi les différences comptables.*
- *Introduction d'une norme internationale minimale sur la liquidité et le financement bancaire incluant un ratio de liquidité minimum en cas de tensions ainsi qu'un ratio de liquidité structurelle à plus long terme.*
- *Introduction d'un cadre pour la constitution de coussins de capital contracycliques supérieurs aux exigences minimales. Ce cadre comprendra des mesures de conservation du capital imposant notamment des contraintes sur la distribution des dividendes. Le Comité de Bâle examinera une gamme appropriée*

*d'indicateurs, tels que les variables relatives aux revenus et au risque de crédit, pour déterminer le montant des coussins de capital à constituer et pouvant être libérés. En outre, il encouragera la mise en place de provisions prospectives, fondées sur les pertes attendues.*

- *Émission de recommandations destinées à réduire le risque systémique lié aux activités transfrontières des banques.*

*Le Comité évaluera également la nécessité d'une surcharge en capital pour les établissements considérés comme systémiques.*

*Ces mesures feront l'objet de propositions plus concrètes de la part du Comité de Bâle d'ici la fin de l'année 2009. Le Comité procédera, début 2010, à une évaluation d'impact, le calibrage des nouvelles exigences devant être achevé avant la fin de l'année prochaine. Un cadre normatif approprié sera défini afin que ces nouvelles mesures soient introduites de manière progressive pour ne pas faire obstacle à la reprise de l'économie réelle. Les injections de capitaux publics bénéficieront d'une clause d'antériorité (grandfathering).*

*Nout Wellink a insisté sur le fait que ces mesures aboutiront, à terme, à des exigences de capital et de liquidité plus élevées et à un effet de levier moins important au sein du système bancaire, à une moindre procyclicité, à une plus grande résilience du secteur en période de crise et à de fortes incitations à veiller à ce que les pratiques de rémunération soient alignées sur les performances à long terme et reflètent une gestion du risque prudente.*

*Le Groupe des gouverneurs de banques centrales et des superviseurs a approuvé les principes suivants destinés à faciliter la transition vers un niveau de capital plus élevé et de meilleure qualité dans le système bancaire :*

- *Parallèlement à ces nouvelles exigences de coussins de capital contracycliques, les superviseurs doivent exiger des banques qu'elles renforcent leur assise en capital à l'aide des différentes mesures de protection du capital, notamment des contraintes sur la distribution de dividendes excessifs, les rachats d'actions et les rémunérations.*
- *Les rémunérations devront refléter une certaine prudence dans la prise de risque, être alignées sur la création de valeur à long terme et se fonder sur les principes relatifs aux saines pratiques de rémunération élaborés par le Conseil de stabilité financière (CSF).*
- *Les banques seront tenues de faire diligence pour mettre le montant et la qualité du capital en conformité avec les nouvelles normes, tout en veillant à promouvoir la stabilité des systèmes bancaires nationaux et de l'économie au sens large.*

*Les superviseurs veilleront à ce que les plans relatifs au capital pour les banques relevant de leur compétence soient en adéquation avec ces principes.*

## ...et instaurer une réglementation macroprudentielle

Plusieurs éléments dans le déroulement de la crise ont conduit au consensus actuel sur la nécessité d'adopter une approche macroprudentielle dans la régulation et la supervision. En effet, la crise a montré que la réglementation microprudentielle seule ne constitue pas une réponse suffisante du point de vue du système financier dans son ensemble car la somme de comportements rationnels ne correspond pas nécessairement à un résultat prudent au niveau global, et l'harmonisation des règles peut en outre conduire à des comportements mimétiques de la part des agents.

*« En matière de surveillance financière, nous devons compléter la microsurveillance par une surveillance macrofinancière, compte tenu de l'importance systémique et de l'interconnexion des institutions, des marchés, des instruments et de l'accumulation de risques et de dynamiques qu'elle génère. Les phénomènes se produisant à l'échelle des systèmes qui sont restés incontrôlés, comme l'accroissement global du levier d'endettement et de la transformation financière, ne doivent plus échapper à notre vigilance.*

*Tous les pays vont dans ce sens. En Europe, dans la lignée des préconisations du Rapport Larosière, nous constituons un Comité européen du risque systémique (European Systemic Risk Board – ESRB). Aux États-Unis, il a été proposé que le Système fédéral de réserve devienne la future autorité de surveillance systémique. En France, le gouvernement a décidé de regrouper, dans le cadre d'un collège « systémique » placé sous l'égide de la Banque de France, la surveillance des secteurs de la banque et de l'assurance. À l'évidence, le passage de la surveillance à un niveau macrofinancier signifie que les banques centrales vont devoir assumer de nouvelles responsabilités. L'histoire nous enseigne que les missions confiées aux banques centrales ont connu des évolutions majeures à la suite des crises financières. »<sup>7</sup>*

La surveillance macroprudentielle revêt deux aspects complémentaires : l'un renvoie au risque de procyclicité du système financier vis-à-vis de l'économie réelle, l'autre à la surveillance du risque systémique.

<sup>7</sup> Publication de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France - « Quel avenir pour la régulation financière ? », remarques de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France - Londres, 4 septembre 2009

## 1| LES OBJECTIFS POURSUIVIS PAR LA SURVEILLANCE MICRO ET MACROPRUDENTIELLE SONT DIFFÉRENTS...

Le principal objectif de la surveillance microprudentielle est de prévenir la défaillance d'établissements isolés pour protéger les déposants, c'est-à-dire assurer leur résilience en cas de chocs. Toutefois, même si de nombreux superviseurs réalisent depuis longtemps des exercices de simulation de crise dans leur système bancaire, la crise de 2007-2008 semble indiquer que cette seule approche de la surveillance n'a pas été à même de limiter l'accumulation de risques dans le système. Cela s'explique principalement par le fait que la surveillance microprudentielle ne prenait pas en compte les externalités et qu'une surveillance macroprudentielle n'était pas encore mise en œuvre : s'assurer de la solvabilité d'une entreprise est une tâche différente de celle qui consiste à limiter l'accumulation des risques dans le système.

C'est le rôle de la surveillance macroprudentielle. Son objectif n'est pas de protéger les entreprises individuellement, mais de protéger le système financier dans son ensemble. Elle s'attache également aux interactions entre économie réelle et secteur financier. Les expériences passées et récentes ont montré que différentes forces à l'œuvre au sein des systèmes financiers peuvent les rendre procycliques : elles peuvent exacerber le cycle et entraîner des implications négatives pour l'économie réelle. Dans le cas de la crise actuelle, plusieurs facteurs ont ainsi contribué à accroître les risques d'endettement et de transformation dans le système : les incitations créées par les cadres comptables, de rémunération et de réglementation prudentielle, par certains outils de gestion des risques mal calibrés et par les pratiques d'arbitrage réglementaire.

## 2| ...MAIS ILS SONT COMPLÉMENTAIRES

Les approches microprudentielle et macroprudentielle sont néanmoins complémentaires et ne peuvent être envisagées séparément. Le cadre de surveillance macroprudentielle doit reposer en partie sur l'adaptation d'outils microprudentiels, notamment en les calibrant de façon à prendre en compte des externalités et des interactions existant au sein d'un système financier. C'est notamment le cas pour la prise en compte et la prévention du risque systémique : ce risque est le résultat du risque de liquidité et de l'endettement, aggravés par l'innovation financière et par des risques de transformation élevés.

Sur ces questions, le G 20 a donné une forte impulsion à la révision de plusieurs aspects du cadre de Bâle II qui concernent les banques. Des efforts sont actuellement consacrés à l'introduction d'un nouveau dispositif de régulation de la liquidité, à la création de mécanismes contracycliques et à la mise en place d'une contrainte en termes d'endettement. De tels outils macroprudentiels sont de nature à réduire les risques et assurer une plus grande sécurité du système financier, ce qui devrait faciliter l'exercice de la surveillance microprudentielle.

Plus spécifiquement, la surveillance macroprudentielle doit permettre d'identifier des bulles. Par exemple, bien que n'étant pas par essence un outil macroprudentiel, les contreparties centrales traitant les produits dérivés (cf., dans ce chapitre, la partie sur les CDS et les infrastructures de marché) seront déterminantes pour l'amélioration de l'environnement macrofinancier dans lequel les sociétés financières exercent leurs activités. De même, la réduction des risques à l'échelle du système peut passer par plusieurs améliorations ou changements : une meilleure gestion des divers risques (risque de liquidité systémique, risque de crédit, risque de contrepartie, risque de marché et

risque de solvabilité), l'intégration explicite, aux dispositifs de simulation de crise, de la corrélation entre les facteurs de risque et les expositions des institutions (bancaires et non bancaires) et la réduction du caractère procyclique de certaines normes prudentielles et comptables (par la mise en place de coussins contracycliques et d'un provisionnement prospectif ou par l'ajustement de la comptabilisation en juste valeur).

### 3| LEUR ASSOCIATION EST PLEINEMENT EFFICACE QUAND ELLES SONT PLACÉES SOUS L'ÉGIDE DE LA BANQUE CENTRALE

Les complémentarités et les interactions entre ces deux approches soulèvent des problèmes de gouvernance. Il s'agit de déterminer qui (quelle institution) est en charge de quoi (surveillance microprudentielle ou macroprudentielle).

La crise a prouvé l'efficacité des organisations réunissant sous un même toit la banque centrale et le superviseur bancaire. En effet, d'une part, les superviseurs disposent d'une connaissance approfondie du profil de risque des banques, reposant sur l'analyse de l'information prudentielle. D'autre part, les banques centrales sont mieux placées pour identifier les vulnérabilités macroéconomiques ou spécifiques aux différents secteurs et les interactions entre la sphère financière et l'économie réelle. Les complémentarités entre ces deux visions sont donc maximisées quand l'échange d'information entre le superviseur et la banque centrale est aisé et efficace.

Parallèlement à la question de savoir « qui » doit être en charge de quoi, se pose celle de savoir « comment ». Dans bien des domaines de la politique publique, un choix doit être fait entre réglementation et recours à une approche discrétionnaire. En matière de microsurveillance, la solution retenue associe des règles uniformes et contraignantes, c'est-à-dire le pilier 1, et la latitude d'appréciation nécessaire pour tenir compte de circonstances propres à une entreprise ou à un pays. Au stade actuel, le débat n'a pas été tranché quant au juste équilibre à trouver pour les politiques macroprudentielles.

### 4| RÈGLES VERSUS APPROCHE DISCRÉTIONNAIRE

Que ce soit pour l'un ou l'autre de ces aspects, la mise en œuvre de la surveillance macroprudentielle implique un choix entre l'application de règles et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire.

*Extrait de Bulles et surveillance macroprudentielle  
Remarques de **Jean-Pierre Landau**, sous-gouverneur de la Banque de France,  
28 janvier 2009*

*« Dans la première approche, fondée sur les règles, la macrosurveillance peut s'appuyer sur des stabilisateurs automatiques imposant des limites au comportement des institutions sans tenir compte des situations particulières. On donnera pour exemple d'une telle approche les exigences de fonds propres contracycliques, ainsi que le provisionnement dynamique. Les stabilisateurs devraient être conçus de manière à agir directement sur les incitations à prendre des risques et sur la rémunération de la prise de risque.*

*La seconde approche consisterait à recourir à des interventions discrétionnaires et dirigées « du haut vers le bas » (top-down) des autorités de surveillance macroprudentielle. Les autorités interviendraient pour imposer (ou assouplir) les contraintes chaque fois qu'elles estimeraient assister à la constitution (ou à la diminution) de dangereux déséquilibres.*

*Il est peu probable que l'on puisse se passer de cette seconde approche. Les cycles étant difficiles à dater, il est dangereux de s'appuyer uniquement sur des mécanismes automatiques qui ne peuvent être calibrés avec précision. Les cycles financiers, en particulier, résultent de modifications de l'appétit pour le risque qu'il est impossible de prévoir. En fait, l'un des principaux objectifs de la surveillance macroprudentielle est peut-être de « réguler » (non pas au sens juridique, mais au plan économique) le niveau global d'appétit pour le risque au sein du système financier. Cela implique inévitablement un certain degré de jugement discrétionnaire et d'intervention. »*

## 5 | RÉDUIRE LA PROCYCLICITÉ

*Extrait de La procyclicité : ce qu'elle signifie et comment la limiter  
Intervention de **Jean-Pierre Landau**, sous-gouverneur de la Banque de France,  
Madrid, 4 mai 2009*

*« Au sens strict, la procyclicité correspond à la propension des variables financières à évoluer autour d'une tendance au cours du cycle économique. Son augmentation correspond donc simplement à des fluctuations de plus grande ampleur [...].*

*Dans une définition plus large, la procyclicité comporterait ainsi trois composantes, qu'il n'est pas aisé de distinguer dans la réalité : (i) les fluctuations autour de la tendance, (ii) les modifications de la tendance elle-même et (iii) de possibles écarts cumulés par rapport à la valeur d'équilibre. Cela nous amène aux défis qui se présentent aux autorités de régulation : elles doivent essayer d'identifier le moment où les fluctuations purement conjoncturelles changent de nature pour aboutir à une modification de la tendance elle-même ou au début d'un processus cumulatif.*

*Une bonne approche opérationnelle de la procyclicité consisterait à examiner tous les mécanismes d'amplification qui poussent le système financier à dévier de façon durable ou permanente de sa trajectoire prédéterminée (ou le lui permettent), de sorte que la tendance elle-même risque d'être affectée à court ou à moyen terme. »*

La « procyclicité » correspond à l'effet par lequel les banques accroissent leurs risques en phase haute du cycle, en augmentant la taille de leur bilan, et réduisent le volume de crédits en phase de récession, de façon excessive dans les deux cas. Il y a un consensus sur la nécessité de limiter cette tendance en introduisant des mécanismes contracycliques qui permettraient d'accumuler des provisions ou du capital en période faste, et de l'utiliser ensuite en période de crise. Si le principe est attractif, les détails de mise en œuvre opérationnelle restent à préciser. Le Comité de Bâle s'est cependant attelé à cette tâche et doit définir un système permettant la constitution en période haute de cycle de provisions ou de coussins de capital, lesquels pourraient être utilisés en cas de retournement de la conjoncture. Dans ce cadre, un ratio cible pourrait être fixé. Tant qu'ils n'auraient pas atteint cette cible, les établissements financiers devraient respecter un certain nombre de contraintes, notamment en termes de stabilité du capital.

## 6 | LIMITER LE RISQUE SYSTÉMIQUE

Les autorités de régulation cherchent également aujourd'hui à identifier et à surveiller les risques systémiques.

*« J'aimerais souligner que la feuille de route du G 20 impose une exigence à toutes les parties prenantes de la stabilité financière : comment mieux cerner les risques pour le système financier dans son ensemble ? Sur ce point, vous conviendrez avec moi que le risque systémique est le risque qu'il nous faut mieux prendre en compte. Nous n'avons pas su l'identifier, ni le surveiller, ni le capturer en termes prudentiels. À bien des égards, le risque systémique est la résultante du risque de liquidité, d'un effet de levier décuplé par l'innovation financière et des risques de transformation. Ces facteurs ne sont pas simples à appréhender au niveau d'un établissement. Ils le sont encore moins lorsqu'on se place au niveau du système financier dans son ensemble. C'est pourtant le défi qu'il nous faut relever aujourd'hui. »<sup>8</sup>*

Identifier et prévenir le risque systémique passe à la fois par une surveillance adaptée des institutions pouvant avoir un effet déstabilisateur sur le système dans son ensemble, et par la création de mesures ciblées sur certains risques particuliers.

La crise a montré la nécessité pour la régulation et la supervision de couvrir toutes les institutions pouvant avoir un impact sur la stabilité financière. Il n'existe pas de définition précise de ce qu'est une entité systémique, mais les critères suivants permettent d'en brosser les contours : son interconnexion avec le reste du système financier, sa taille et son importance relative dans son pays d'origine et au niveau mondial, son importance dans les infrastructures financières du pays, son levier d'endettement.

Cet élargissement du périmètre de la réglementation et de la supervision va de pair avec la question du traitement spécifique de ces institutions systémiques afin de limiter le risque de l'aléa moral. En effet, une surveillance plus étroite serait la contrepartie de l'assurance qu'ont ces institutions d'être secourues par l'État en cas de difficultés. De manière très nouvelle, le coût de la réglementation ne devrait pas être lié aux risques portés par ces intervenants, mais aux risques que leur activité fait porter aux autres intervenants, et plus généralement, à l'ensemble du système financier.

Plusieurs mesures sont actuellement examinées, toutes soulèvent des questions concrètes de mise en œuvre. L'identification même des institutions systémiques en l'absence de critères précis constitue une interrogation en tant que telle.

Les mesures suivantes sont envisageables pour traiter les risques liés à l'activité des institutions d'importance systémique :

- normes de capital ou de liquidité croissantes en fonction du caractère systémique ;
- système d'assurance pour garantir à ces établissements un accès à la liquidité et/ou à du capital supplémentaire ;
- supervision différenciée en se reposant sur le pilier 2 de Bâle II, sans introduire de nouvelles règles spécifiques ;

<sup>8</sup> Extrait de Crise économique et financière : les perspectives d'après G 20. Intervention de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Hong Kong, le 11 juin 2009

- séparation des activités de banque d'investissement et de banque de détail. Sur ce point, il convient de noter que la diversification des métiers (modèle de banque universelle) s'est révélée être un facteur de résistance pendant la crise.

Un autre aspect de la régulation des institutions d'importance systémique concerne leur traitement en cas de difficultés (*resolution*). En effet, la faillite de Lehman Brothers a montré que la liquidation de certaines institutions est complexe. Certains préconisent ainsi la mise en place de « testaments » (*living wills*) qui faciliteraient le démantèlement d'une institution en cas d'insolvabilité, et qui l'inciteraient également *ex ante* à simplifier sa structure, d'autres l'introduction de mesures incitant les institutions à réduire leur taille.

### Encadré 11 Projets de définition et de réglementation des marchés et établissements systémiques

*Le Fonds monétaire international, le Conseil de stabilité financière et la Banque des règlements internationaux ont rédigé conjointement un papier d'orientation destiné à fournir aux autorités nationales des lignes directrices pour identifier les institutions financières, les marchés et les instruments systémiques.*

*Le document propose d'utiliser trois critères pour caractériser une institution, un marché et des instruments : (i) la taille (appréciée selon diverses mesures), (ii) le degré de substituabilité et (iii) le degré d'interconnexion. Il est important de noter que la nature juridique ne doit pas être considérée comme un critère, la crise illustrant que des institutions non bancaires comme AIG, Freddie Mac ou Fannie Mae pouvaient déstabiliser le système dans son ensemble.*

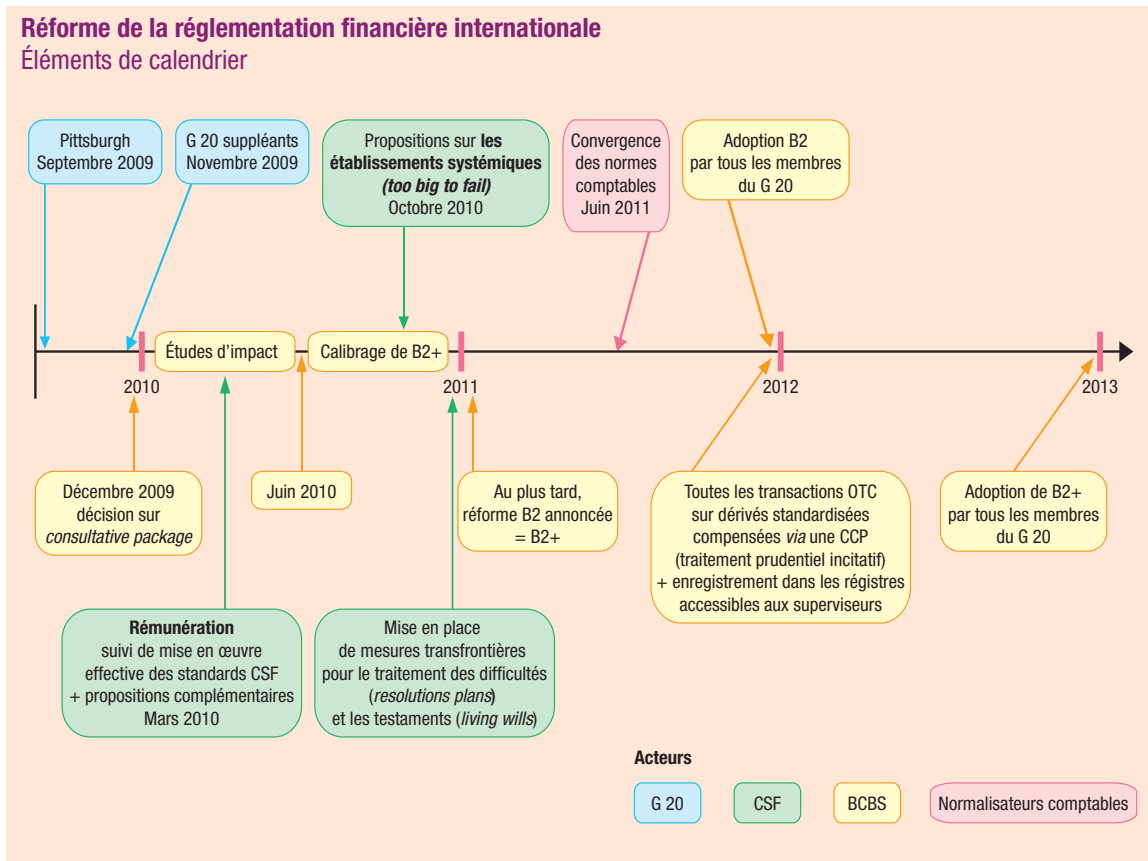
*Dans ce contexte, le Conseil de stabilité financière a lancé un programme de travail sur le sujet (too-big-to-fail project), dont le but est de coordonner les travaux réalisés dans les divers groupes techniques. En pratique, le Conseil de stabilité financière souhaite (i) aboutir à une taxonomie des options disponibles pour traiter le problème des institutions systémiques et (ii) discuter les coûts et bénéfices de chacune d'entre elles d'ici septembre 2010.*

*Son travail est organisé autour de trois axes :*

- *réduire la probabilité et l'impact d'un défaut. Cet axe couvre les diverses approches de supervision et de réglementation à mettre en place pour traiter des institutions d'importance systémique ;*
- *améliorer la capacité de résolution. Cet axe concerne les politiques visant à améliorer la capacité de résolution d'une institution en faillite. Les efforts de préparation à une éventuelle situation de crise, la mise sur pied de plans d'urgence, la coopération et l'échange d'informations entre autorités compétentes doivent être examinés ;*
- *renforcer les principales infrastructures financières et les marchés. Cet axe conduira à envisager des améliorations des infrastructures et des mesures pour diminuer l'interconnexion entre entités, les risques de contrepartie et accroître la transparence sur les marchés de gré-à-gré.*

Réforme de la réglementation financière internationale

Éléments de calendrier



## Les *credit default swaps* et les infrastructures de marché

La crise a rendu urgente la « sécurisation » du marché des CDS (*credit default swaps*), dérivés de crédit échangés de gré à gré. En effet, depuis septembre 2008, les défaillances se sont multipliées et l'aversion au risque s'est accrue parmi les intervenants de marché. Or, avec les CDS, il y a un risque de double défaut à la fois de l'entité sous-jacente et de l'entité vendeuse de protection. Cette augmentation importante des risques de crédit (sur l'entité sous-jacente au contrat) et de contrepartie (notamment sur l'intervenant qui vend de la protection) explique la volonté des acteurs de réduire leurs expositions sur ce marché en participant par exemple à des cycles de compression (élimination multilatérale des contrats redondants<sup>9</sup>) : le marché des CDS est ainsi passé entre fin décembre 2007 et fin juin 2009 de 57,9 à 36 trillions de dollars (en valeur notionnel)<sup>10</sup>.

Afin de réduire encore les risques sur les encours importants de CDS, l'industrie financière a également été à l'initiative d'une standardisation importante des contrats. De plus, sous l'impulsion des autorités, le recours aux chambres de compensation par contrepartie centrale s'est développé sur le marché des CDS.

### 1 | LES EFFORTS DE L'INDUSTRIE POUR STANDARDISER LES CONTRATS DE CDS

Sous l'égide de l'*International Securities and Derivatives Association* (ISDA) et sous l'impulsion des principaux *dealers*, un nouveau contrat de CDS sur entités de référence américaines (*big bang protocol*) est entré en vigueur en avril 2009 et un nouveau contrat de CDS sur entités de référence européennes (*small bang protocol*) en juillet 2009.

Ces nouveaux contrats définissent mieux les événements de crédits. Un événement de crédit peut être constitué par une faillite, un défaut de paiement, une répudiation/moratoire dans le cas d'un CDS souverain ou encore une restructuration de la dette sous-jacente au contrat dans le cas d'un contrat européen.

Des « comités de détermination » (*Determination Committees*) d'un événement de crédit ont également été mis en place afin de trancher sur la réalisation ou non d'un événement de crédit et éviter ainsi les conflits juridiques.

<sup>9</sup> Ces cycles de compression sont mis en œuvre par les sociétés TriOptima et Creditex. Il y a élimination (termination ou tear up) des contrats relatifs aux positions brutes et constitution de nouveaux contrats relatifs aux positions nettes. Soit l'exemple suivant : A vend un contrat de 10 millions d'euros à B, puis B vend un contrat équivalent à C, puis C fait de même avec D. L'exposition brute est de 30 millions d'euros, l'exposition nette entre A et D serait de 10 millions d'euros. Les trois contrats A-B, B-C, C-D peuvent être remplacés par un seul contrat de 10 millions d'euros entre A et D s'il y a accord des quatre participants.

<sup>10</sup> Chiffres de la BRI

Le nouveau contrat introduit également une standardisation des coupons<sup>11</sup>, qui rend les contrats plus fongibles et a donc un impact positif sur la liquidité de marché. Cette standardisation a facilité le développement de la compression (élimination des contrats redondants) et la mise en place de chambres de compensation par contrepartie centrale pour les CDS.

## 2 | LES CHAMBRES DE COMPENSATION PAR CONTREPARTIE CENTRALE SUR LE SEGMENT DES CDS

Bien que le débat sur l'opportunité du développement de chambres de compensation par contrepartie centrale (*central counterparty* – CCP) traitant des produits dérivés négociés de gré à gré<sup>12</sup> ne soit pas neuf, les difficultés observées sur les marchés de CDS à l'occasion de la crise financière ont conduit les autorités publiques, notamment dans le cadre du G 20<sup>13</sup> (sommets de Londres en avril 2009 et de Pittsburgh en septembre de la même année), à encourager son extension. Le marché a répondu positivement et trois chambres de compensation par contrepartie centrale sont déjà en activité sur le segment des CDS (ICE Trust, ICE Europe, EUREX Credit Clear). LCH. Clearnet SA développe un concept qui devrait être finalisé en décembre 2009 (cf. ci-après le tableau récapitulatif des différents projets de chambre de compensation).

La compensation par contrepartie centrale est un dispositif essentiel de gestion des risques de contrepartie et de marché. Agissant en tant que chambre de compensation, la CCP permet une diminution du niveau global des risques lié à l'ensemble des positions sur le marché en effectuant le calcul des positions nettes portant sur des contrats fongibles. Agissant en tant que contrepartie centrale, la CCP devient acheteuse face à tous les vendeurs et vendeuse face à tous les acheteurs ; elle garantit ainsi la bonne fin de l'exécution des transactions de ses membres. Son action s'avère déterminante en cas de défaillance de l'un de ses membres, dans la mesure où elle se substitue au défaillant pour assurer le respect de ses obligations vis-à-vis des contreparties concernées. En cas de défaut sur le segment des CDS, la CCP serait ainsi conduite à assurer le maintien du paiement des primes au vendeur de protection et le maintien de la protection de l'acheteur contre le risque de crédit sous-jacent au contrat jusqu'à ce qu'elle liquide la position.

11 Les coupons standardisés ont été fixés à 100 et 500 points de base pour les contrats américains. Pour les contrats européens, les coupons standardisés ont été fixés à 25, 100, 500 et 1 000 points de base.

Sur le modèle des standards de marchés adoptés pour les indices, les nouveaux contrats traitent à coupons fixes standardisés et non plus au spread coté par le marché à la date d'initiation du contrat. Une prime est payée « up front » pour compenser la différence.

12 Cf. Rapport de la BRI, Committee on Payment and Settlement Systems, New developments in clearing and settlement arrangement for OTC derivatives, mars 2007

13 Cf. Communiqué du G 20 du 2 avril 2009 : « Nous allons promouvoir la standardisation et la résilience des marchés de dérivés de crédit, en particulier en créant des chambres de compensation par contrepartie centrale qui feront l'objet d'une régulation et d'une supervision étroites. Nous appelons l'industrie à mettre en place un plan d'action sur la standardisation à l'automne 2009. »

Cf. Communiqué du G 20 des 24 et 25 septembre 2009 : « Tous les produits dérivés OTC devront être négociés sur des bourses ou des plates-formes électroniques, lorsque cela est approprié, et compensés via une chambre de compensation à horizon fin 2012 au plus tard. Les contrats sur ces produits devront être déclarés auprès d'un référentiel central. Les contrats compensés en bilatéral devront se voir affecter des exigences en capital supérieures. Nous demandons au FSB et à ses membres compétents en la matière d'évaluer régulièrement la mise en œuvre de ce cadre et d'estimer s'il est suffisant pour améliorer la transparence des marchés dérivés, réduire le risque systémique et fournir une protection contre les manipulations de marché. »

### 3 | L'AVENIR DE LA RÉGULATION

Le processus de standardisation engagé sur les produits jusqu'alors échangés de gré à gré tels que les CDS constitue un élément important pour la sécurisation du marché. Conformément à l'objectif fixé lors du G 20 de Pittsburgh, les produits les plus standardisés devront être négociés sur des bourses ou des plates-formes et compensés par des CCP au plus tard à fin 2012. Ces engagements devraient trouver leur traduction législative dans les prochains mois aux États-Unis et en Europe où ont commencé les travaux concernant de nouveaux textes législatifs sur les marchés financiers et sur les infrastructures de marché<sup>14</sup>. Par ailleurs, la standardisation des dérivés de crédit doit encore être étendue afin de permettre l'extension des CCP à l'ensemble des catégories de CDS : seuls les produits sur indices de CDS et CDS sur entités de référence uniques (*single names*) les plus liquides (essentiellement les contrats portant sur les entités de référence sous-jacentes aux indices) sont pour l'instant couverts. En outre, la sécurisation du marché des CDS par le développement de CCP n'est assurée que si les dispositifs de maîtrise des risques des CCP sont bien adaptés aux profils de risques spécifiques aux CDS. À cet égard, les recommandations CPSS IOSCO<sup>15</sup> servant de base pour l'évaluation des chambres de compensation (*recommandations for central counterparties - RCCP*) font actuellement l'objet d'une actualisation pour mieux prendre en compte les produits échangés de gré à gré tels que les CDS.

En particulier, l'accès des CCP à la liquidité constitue une composante essentielle du cadre de gestion des risques. Une CCP doit disposer de ressources suffisantes pour faire face à un accroissement très brutal de ses besoins suite à une défaillance d'un participant et ne doit pas être dépendante des lignes de refinancement bancaires qui sont susceptibles de s'assécher dans un contexte de crise financière et de stress du marché monétaire. Les CCP doivent donc avoir un accès permanent à la liquidité de banque centrale dans la devise traitée ce qui implique une **surveillance directe**<sup>16</sup> de la banque centrale sur ces infrastructures. Eu égard à l'importance du volume de CDS libellés en euro (environ 40 %), il y a donc nécessité qu'il y ait au moins une chambre de compensation traitant des CDS libellés en euros ayant accès à la liquidité de banque centrale en euro et donc surveillée directement par l'Eurosystème et localisée en zone euro conformément à la politique constante de l'Eurosystème sur la localisation et aux décisions récentes du Conseil des gouverneurs des 18 décembre 2008 et 16 juillet 2009<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> MiFID 2, Markets in Financial Instruments directive et EMIL, European Market Infrastructure Legislation






<sup>15</sup> Ces recommandations élaborées par les groupes CPSS - OICV/IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems - Organisation internationale des commissions de valeurs/International Organisation of Securities Commission) et publiées en 2004 permettent aux différentes autorités de régulation, banques centrales, commissions de valeurs ainsi qu'au Fonds monétaire international et à la Banque mondiale de disposer d'un référentiel commun pour évaluer les différents systèmes.

<sup>16</sup> Cf. avis juridique de la BCE du 7 Août 2009, disponible sur le site de la BCE [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_con\\_2009\\_66\\_f\\_sign.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_con_2009_66_f_sign.pdf) Les paragraphes § 3.2.3 et § 3.3.1 mettent bien en évidence le lien entre localisation, surveillance et accès à la liquidité en banque centrale.

<sup>17</sup> Disponibles sur le site de la BCE, <http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.fr.html>, <http://www.ecb.int/press/govcdec/otherdec/2009/html/gc090717.fr.html>

**Les projets de chambres de compensation sur les dérivés de crédit**

Données au 28 janvier 2010

	Promoteurs du projet	Produits couverts	Activité
<p>ICE/ TCC : ICE Trust</p>  <p>En activité : depuis le 6 mars 2009 sur indices depuis le 21 décembre 2009 sur <i>single names</i></p>	<p>– Intercontinental Exchange (ICE) : place de négociation de dérivés située à Atlanta</p> <p>– The Clearing corporation (TCC) : chambre de compensation située à Chicago</p>	<p>– Indices US (CDX) – <i>Single names</i> sur entités US</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 3 564 milliards de dollars – volume : 41 450 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 10,3 milliards de dollars – volume : 1 205 transactions</p>
<p>CME/ Citadel : CMDX</p>  <p>En activité depuis le 9 mars 2009</p>	<p>– Chicago Mercantile Exchange (CME) : place de négociation de dérivés située à Chicago</p> <p>– Citadel : <i>hedge fund</i></p>	<p>– Indices US (CDX) au lancement</p>	<p>Données non disponibles</p>
<p>ICE Europe</p>  <p>En activité : depuis le 29 juillet 2009 sur indices depuis le 14 décembre 2009 sur <i>single names</i></p>	<p>– ICE</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement – <i>Single names</i> sur entités européennes</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 1 024,2 milliards de dollars – volume : 20 760 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 32,2 milliards de dollars – volume : 6 750 transactions</p>
<p>EUREX Credit Clear</p>  <p>En activité depuis le 30 juillet 2009</p>	<p>– EUREX Clearing : filiale conjointe Deutsche Börse / Swiss Exchange</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement – <i>Single names</i> constituant les indices</p>	<p>Compensation sur indices depuis le lancement : – valeur faciale : 0,085 milliard d'euros – volume : 3 transactions</p> <p>Compensation sur <i>single names</i> depuis le lancement : – valeur faciale : 0,010 milliard d'euros – volume : 2 transactions (RWE AG)</p>
<p>LCH.Clearnet SA</p>  <p>Lancement fonctionnel le 14 décembre 2009 Lancement commercial prévu fin mars 2010</p>	<p>LCH.Clearnet SA</p>	<p>– Indices européens (iTraxx) au lancement</p>	