

09/06/2016

Normes comptables et prudentielles des intermédiaires financiers au regard de l'investissement à long terme

Rapport final

Sandra Rigot, Maître de conférences en économie, HDR,
Université Paris Nord (Responsable du projet)

Samira Demaria, Maître de conférences en Gestion,
Université de Nice

Ce rapport a été réalisé dans le cadre d'un partenariat avec l'Autorité des Normes Comptables (ANC), l'Institut CDC pour la Recherche (Caisse des Dépôts et Consignations) et BNP Paribas. La recherche a débuté en juin 2013 et s'est achevée en décembre 2015. Le rapport visait à étudier le cadre comptable et prudentiel des principaux intermédiaires financiers en identifiant les normes qui constitueraient des freins au financement de l'investissement à long terme. Nous tenons ici à exprimer toute notre gratitude envers nos partenaires pour leur soutien. Les universités Paris Nord et Nice Sophia Antipolis ainsi que les partenaires n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans le rapport et la synthèse, celles-ci doivent être considérées comme propres aux auteurs.

Table des matières

Table des matières	4
Introduction	12
Chapitre 1 : Données et méthodologies	19
1. Enquête par entretiens en France.....	19
2. Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme	20
3. Base de données sur les fonds de pension US, Canadiens et néerlandais	21
4. Base de données sur les engagements de retraites des sociétés financières cotées européennes	21
Chapitre 2 : La notion d'investissement à long terme : quelle définition ?	22
Section 1 : L'investissement à long terme : un enjeu crucial pour la croissance mais une définition floue	22
Section 2 : Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme : l'analyse de la Commission Européenne	26
1. La définition de l'investissement selon la Commission Européenne	26
2. Résumé des réponses à la consultation par la Commission Européenne.....	27
Section 3 : Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme : le point de vue de l'échantillon global	28
1. Un échantillon représentatif sur le plan sectoriel et géographique.....	28
2. Statistiques descriptives	28
Section 4 : Le point de vue des parties prenantes	33
1. Le point de vue du secteur financier.....	33
2. Le point de vue du secteur non financier.....	35
3. Vers une nouvelle définition de l'investissement à long terme	37
Chapitre 3 : Les normes comptables applicables aux sociétés cotées européennes	42
Section 1 : Le processus de normalisation internationale : approche historique	42
A. La normalisation comptable européenne	42
1. La volonté d'harmoniser la comptabilité en Europe	42
a) Les 4 ^{ème} et 7 ^{ème} directives : une première tentative d'harmonisation	42
b) Les limites de l'harmonisation comptable européenne	43
2. Le normalisateur comptable international	44
a) De l'IASC à l'IASB	45
b) Glissement des normes comptables vers des normes financières.....	47
3. La relation entre l'UE et l'IASB	47
a) Le choix de l'IASB.....	47
b) UE et IASB : une relation ambivalente	48
4. L'intégration des normes IFRS dans le droit communautaire	49
a) Le règlement CE 1606/2002 : la pierre angulaire de la réforme	49
b) Les institutions comptables européennes	50

i) L'EFRAG : interprétation technique des normes comptables.....	50
ii) L'ARC : le conseil du parlement	52
c) Le processus d'adoption des normes IFRS	52
B. Les principes comptables des normes IFRS	53
1. Les principes de la comptabilité continentale	53
2. Cadre conceptuel de l'IASB.....	54
a) Primauté donnée aux investisseurs.....	54
b) Les caractéristiques de l'information selon l'IASB	55
c) Remise en question de la patrimonialité par le principe de <i>substance over form</i>	56
d) Evolution du cadre conceptuel de l'IASB	57
3. La comptabilité en juste valeur : origines et définitions.....	57
a) Comptabilité en valeur versus comptabilité au coût.....	57
b) Définitions de la comptabilité en juste valeur	58
c) Comment la comptabilité en juste valeur s'est imposée dans la normalisation	59
Section 2 : Les fondements théoriques des normes comptables IFRS.....	60
1. La théorie de l'agence comme soubassement des normes IFRS	61
2. L'hypothèse des marchés efficients comme pierre angulaire des normes IFRS	62
3. Revue critique des fondements théoriques IFRS.....	70
Section 3 : Les normes comptables régissant la comptabilisation et l'évaluation des placements financiers.....	73
1. Les instruments financiers : préconisations des normes IAS 39 et IFRS 9	74
a) La norme IAS 39 actuellement en vigueur.....	74
b) Contexte de l'évolution normative sur les instruments financiers : La crise financière a accéléré le processus.....	75
c) Projet de remplacement de la norme IAS 39 : IFRS 9	77
2. La titrisation	85
a) Les principes de la titrisation.....	85
b) Le traitement comptable de la titrisation	85
3. Les contrats d'assurance : une réglementation en évolution	88
a) IFRS 4 phase 1 : une norme transitoire qui perdure.....	88
b) Le projet d'IFRS 4 phase 2.....	89
4. La norme IAS 40 : évaluation et comptabilisation des investissements immobiliers	91
Section 4 : Les normes comptables régissant l'évaluation et la comptabilisation des engagements de retraite	93
1. La norme IAS 19 et IAS 19 révisé relative aux engagements de retraites et avantages au personnel des sponsors.....	93
2. Les contraintes comptables aux Etats-Unis (US GAAP) et Canada (IFRS depuis 2011)	97
Chapitre 4 : Les impacts des normes comptables IFRS sur les activités bancaires et assurantielles à long terme	100
Section 1 : Analyse des réponses au livre vert sur l'investissement de long terme : le court-termisme de la juste valeur	100

1. L'ensemble des répondants estiment la comptabilité en juste valeur court-termiste au regard de l'investissement à long terme.....	100
2. Le secteur bancaire européen majoritairement opposé à la comptabilité en juste valeur pour le <i>banking book</i>	104
3. Le point de vue des répondants du secteur assurance sur le court-termisme de la juste valeur (Livre vert).....	107
Section 2 : Impacts avérés des normes IAS 39 et IFRS 4 sur l'activité d'assurance de long terme.....	109
1. Les limites des normes IFRS actuelles pour représenter l'activité de long terme des sociétés d'assurance.....	109
a) IAS 39 : un problème de catégorisation comptable des investissements de long terme lié à la <i>tainting rule</i>	109
b) IFRS 4 phase 1 et IAS 39 : du <i>mismatch</i> comptable à la comptabilité reflet	111
2. Impact de la norme IAS 39 sur la stratégie d'investissement à long terme des assureurs français	113
a) La volatilité introduite par l'évaluation en juste valeur impacte l'allocation d'actifs des sociétés d'assurance.....	113
b) Le raccourcissement de l'horizon d'investissement.....	114
c) L'effet pro-cyclique des normes comptables	117
3. La comptabilisation des immeubles de placement ne pose pas de problème pour les acteurs français.....	118
Section 3 : Impacts potentiels de la norme IFRS 9 à partir de 2018 sur l'investissement et le financement de long terme des banques et assurances	119
1. Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur l'investissement et le financement de long terme des banques et des assurances	119
a) Les impacts potentiels du critère du <i>cash-flow</i> et de la suppression de la bifurcation sur la comptabilisation des actifs financiers.....	119
b) IFRS 9 supprime la <i>tainting rule</i> : quels impacts sur les portefeuilles obligataires des banques et assurance ?.....	120
c) La norme IFRS 9 met à mal l'investissement à long terme en actions et sur les placements de taux non <i>plain vanilla</i> des banques et des assurances	121
d) Les impacts potentiels de la phase 3 d'IFRS 9 sur l'investissement et le financement de LT : une simplification de la comptabilité de couverture favorable au long terme	123
2. Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur les portefeuilles de crédits bancaires.....	127
a) La classification des instruments financiers : l'enjeu du portefeuille de prêts.....	127
b) Le provisionnement des prêts.....	129
c) Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur la titrisation.....	132
d) Impacts des normes comptables (IAS 39 - IFRS9) sur l'activité bancaire de court terme de <i>trading</i>	132
Récapitulatif.....	133
Recommandations sur les modifications à proposer afin que les normes comptables soient compatibles avec l'investissement de long terme	137
Chapitre 5 : Les règles prudentielles bancaires en Europe, fondements théoriques et impacts sur l'investissement à long terme.....	141

Section 1 : Présentation des exigences prudentielles bancaires	141
A. Rappel historique et processus de normalisation	141
B. Les Trois accords de Bâle	143
1. Les accords de Bâle I.....	143
2. Les accords de Bâle II	145
3. Les Accords de Bâle III.....	149
a) La modification de la définition et de la composition des fonds propres exigés.....	150
b) L'ajout de nouveaux critères et de nouveaux paramètres dans l'évaluation du risque.....	151
c) L'annonce de la mise en place de nouvelles normes de contrôle prudentiel, en sus du ratio de solvabilité.....	152
4. L'ampleur des évolutions réglementaires touchant les banques.....	155
a) Une révision de la supervision financière	156
b) Le renforcement de la régulation des marchés financiers	156
c) L'élargissement du périmètre de la supervision.....	157
5. Application en Europe via CRD 4	158
Section 2 : Impacts des contraintes prudentielles bancaires sur l'investissement à long terme 160	
A. Impact global des nouvelles exigences prudentielles bancaires	161
B. Le point de vue des acteurs européens en 2013: la réglementation prudentielle affecte négativement les capacités de financement de long terme des banques	164
C. Impact des 3 ratios prudentiels sur l'activité bancaire selon les répondants	167
1. Sur les portefeuilles de prêts	167
a) Les ratios de liquidité	167
b) Les ratios de solvabilité.....	169
c) Le ratio de levier.....	171
2. Sur la titrisation.....	173
3. Sur les placements	174
D. Les propositions des répondants en 2013.....	177
Section 3 : Discussion et confrontation des points de vue (2013).....	178
1. Les exigences de fonds propres versus investissement de long terme	178
2. Les ratios de liquidité versus intermédiation financière.....	181
3. Le ratio de levier versus transformation de maturité.....	182
4. Développer la titrisation : une (fausse) bonne idée ?.....	184
5. Le court-termisme bancaire n'est pas né avec la réglementation.....	188
6. Les dommages collatéraux des réglementations financières et bancaires	192
7. Recommandations générales sur les normes prudentielles bancaires (2015).....	194
Section 4 : Les filtres prudentiels.....	195
A. Les liens entre les normes comptables IFRS et les exigences réglementaires de Bâle	196

1. Les filtres prudentiels sont nécessaires car les objectifs de la comptabilité diffèrent des objectifs prudentiels	196
2. Comment passer de l'information comptable à l'information prudentielle : les filtres prudentiels, les améliorations des IFRS et la communication financière	197
a) Les différents filtres prudentiels : natures et effets.....	198
b) Les normes IFRS et la communication financière exigée selon Bâle	200
3. La suppression progressive des filtres sur la juste valeur.....	201
Le point de vue des acteurs français sur la suppression des filtres prudentiels et l'évolution des règles de provisionnement des crédits	204
1. Les acteurs français sont contre la suppression des filtres prudentiels qui entrainerait l'instabilité des ratios prudentiels	204
2. Les acteurs français s'opposent à un adossement des exigences prudentielles sur l'information comptable.....	206
Chapitre 6 : Les règles prudentielles des assureurs en Europe et leurs impacts sur l'investissement de long terme	208
Section 1 : Présentation des exigences prudentielles des assureurs.....	208
A. Le processus de normalisation prudentielle.....	208
1. Solvabilité I : une approche forfaitaire du risque	210
a) Les provisions techniques selon les contrats d'assurance vie/non vie	210
b) L'encadrement des placements.....	211
c) Les fonds propres réglementaires et l'exigence de marge de solvabilité (EMS)	212
d) Les limites de Solvabilité I.....	212
2. Solvabilité II : une approche globale du risque	213
B. Lien entre les normes comptables et Solvabilité I et Solvabilité II.....	221
1. Solvabilité I : l'utilisation des informations comptables en normes françaises.....	221
2. Solvabilité II : la généralisation de la juste valeur (IFRS)	222
Section 2 : Impacts potentiels des contraintes prudentielles des assureurs sur l'investissement à long terme	223
A. Les études quantitatives globales QIS sur les effets de Solvabilité II.....	223
B. Le point de vue des assureurs européens en 2013: Solvabilité II affecte négativement les capacités de financement à long terme des compagnies d'assurance. 224	224
1. Les arguments liés au mode de calcul des exigences prudentielles.....	227
2. Les arguments liés au traitement prudentiel spécifique de certains actifs de long terme	230
C. Discussion et recommandations (2013)	237
1. Propositions des répondants (2013)	237
2. Discussion des recommandations (2013 et 2015)	239
Chapitre 7 : Les contraintes réglementaires du secteur retraite en Europe, fondement théorique et impact sur l'investissement à long terme.....	242
A. Systèmes de retraites et fonds de pension	242
Fondements théoriques des exigences réglementaires des fonds de pension	243

Des réglementations nationales hétérogènes selon les pays et la nature des fonds de pension.....	248
Impacts des contraintes réglementaires du secteur retraite.....	248
1. Impact de la régulation sur les stratégies de placement des fonds de pension US, Néerlandais et Canadiens : une analyse quantitative (1990-2011)	249
2. Impact de la norme IAS 19 sur les engagements de retraite des sociétés financières cotées européennes.....	250
3. Les caisses de retraites françaises ne sont pas soumises à la comptabilité en juste valeur	253
Conclusion générale	256
Bibliographie non exhaustive (comptabilité)	257
Bibliographie banque.....	Erreur ! Signet non défini.
Annexes	266
Annexe 1 : Guide d'entretien - Normes Comptables Banque	266
Annexe 2 : Liste des institutions contactées	268
Annexe 3 : Liste des <i>verbatim</i> des entretiens semi-directifs	270

Listes des figures :

Figure 1 : Les phases de recherche.....	19
Figure 2 : Les différents types d'investissements à long terme	24
Figure 3 : Chronologie de la normalisation comptable européenne (PASF : Plan d'action pour les services financiers)	44
Figure 4 : Le processus d'adoption des normes IAS/IFRS	52
Figure 5 : Calendrier des événements aboutissant à la constitution de provision.....	76
Figure 6 : Le processus de titrisation	85
Figure 7 : Interactions entre les normes IFRS pour la comptabilisation des entités <i>ad-hoc</i>	86
Figure 8 : Le planning d'IFRS 4 phase 2	89
Figure 9 : La valorisation des actifs conditionne la valorisation du passif	90
Figure 10 : Répartition des répondants du secteur bancaire par pays	104
Figure 11 : Répartition des réponses du secteur bancaire en fonction du pays.....	105
Figure 12: La quantification des risques de crédits sous Bâle I	144
Figure 13 : Evolution des éléments du ratio réglementaire de Bâle I à Bâle II (pilier 1)	146
Figure 14 : Evolution des éléments du ratio réglementaire de Bâle II à Bâle III.....	155
Figure 15 : Répartition des réponses dénonçant le rôle négatif des réglementations prudentielles selon le type de mesures (en nombre de réponses).....	165
Figure 16 : Types d'arguments par pays (en nombre de réponses).....	166
Figure 17 : Evolution comparée du ROE aux États-Unis et en Europe pour les industries générales (2002-2014) et les banques universelles (2002-2010)	180
Figure 18 : Emissions d'actifs titrisés aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne.....	187
Figure 19 : Importance des prêts et des activités de <i>trading</i> des banques européennes (2011)	189
Figure 20 : Evolution des bilans de deux banques systémiques (1999-2010)	189
Figure 21 : Evolution des flux financiers dans les entreprises américaines et européennes (2009-2014).....	191
Figure 22 : Les trois piliers de Solvabilité II.....	215
Figure 23 : Bilan prudentiel d'un assureur	216

Figure 24 : Calendrier de mise en œuvre de Solvabilité II (2006-2013).....	220
Figure 25 : Répartition des réponses dénonçant le rôle négatif de solvabilité II selon le type d'argument (en nombre de réponses).....	226
Figure 26 : Impacts de Solvabilité II.....	240

Liste des tableaux :

Tableau 1: Récapitulatif des dimensions de la notion de l'investissement à long terme.....	22
Tableau 2 : Définition de l'investissement de long terme selon le livre vert.....	29
Tableau 3 : Propositions des répondants du livre vert pour promouvoir l'investissement à long terme.....	32
Tableau 4 : Propositions des répondants issus du secteur financier pour promouvoir l'investissement à long terme.....	34
Tableau 5 : Les propositions des répondants issus de la société civile et des sociétés non-financières pour promouvoir l'investissement à long terme.....	36
Tableau 6 : Les trois dimensions complémentaires de l'investissement à long terme.....	37
Tableau 7 : Les caractéristiques de l'information selon le cadre conceptuel de 1989.....	55
Tableau 8 : Synthèse de quelques études sur la pertinence de l'évaluation en juste valeur.....	65
Tableau 9 : Les catégories comptables de la norme IAS 39.....	74
Tableau 10 : Amendements sur la comptabilisation en juste valeur.....	75
Tableau 11 : Les catégories comptables proposées par IFRS 9.....	79
Tableau 12 : Les différents types d'actifs et catégories comptables d'IFRS 9.....	79
Tableau 13 : Le nouveau modèle de provision du risque de crédit avec l'IFRS 9.....	81
Tableau 14 : La norme IFRS 9 vise à répondre aux critiques adressées à la norme IAS 39....	82
Tableau 15: Les principales modifications apportées par l'IFRS 9.....	84
Tableau 16 : Synthèse des changements techniques introduits par IFRS 9.....	84
Tableau 17 : Répartition des réponses issues du secteur assurance en fonction du pays.....	107
Tableau 18 : Répartition du portefeuille financier par catégorie comptable (assureur français, rapport annuel 2012).....	110
Tableau 19 : Synthèse des impacts potentiels d'IFRS 9 sur l'investissement à LT du point de vue des acteurs français.....	126
Tableau 20 : Synthèse des impacts des normes comptables sur l'activité de LT des banques et des assurances.....	134
Tableau 21 : Composition des exigences de l'Accord de Bâle II – les « piliers ».....	147
Tableau 22 : Les principales réglementations du système financier post crise.....	158
Tableau 23 : Synthèse du calendrier de mise en œuvre des mesures de Bâle III.....	160
Tableau 24: Pressions réglementaires exercées sur un bilan bancaire simplifié.....	161
Tableau 25 : Nombre de répondants par type d'arguments concernant les ratios de capital et de liquidité.....	166
Tableau 26 : Portefeuille d'instruments détenus par 5 banques européennes (en fonction des catégories comptables IFRS) en 2013.....	174
Tableau 27 : Structure du portefeuille d'investissement (AFS) de 3 banques européennes..	175
Tableau 28 : Synthèse des effets négatifs des nouveaux ratios.....	176
Tableau 29 : Nombre de répondants par type de propositions.....	177
Tableau 30 : Variations entre 2008 et 2013 des principaux postes de l'actif.....	183
Tableau 31 : Les retraitements prudentiels liés à l'application des normes IFRS.....	199
Tableau 32: Intégration progressive des plus et moins-values latentes.....	202
Tableau 33 : Les encours des sociétés d'assurance françaises.....	209

Tableau 34 : Les critères d'éligibilité à l'ajustement égalisateur.....	217
Tableau 35 : Nombre de répondants par type d'arguments concernant le mode de calcul des exigences prudentielles et le traitement prudentiel de certains actifs de long terme	227
Tableau 36 : Composition du portefeuille des assureurs français de 2002-2012 en %.....	234
Tableau 37 : Effets potentiels de Solvabilité II sur les stratégies de placement des assureurs	236
Tableau 38 : Synthèse des impacts de solvabilité II sur l'activité assurantielle	236
Tableau 39 : Nombre de répondants par type de propositions.....	237
Tableau 40 : Entretiens avec des acteurs du secteur retraite français	253
Tableau 41 : Réglementation comptables des caisses de retraites françaises	253
Tableau 42 : Portefeuille de placements des institutions interrogées.....	254
Tableau 43 : Tableau récapitulatif des impacts des normes comptables et prudentielles sur l'investissement à long terme.....	256

Liste des graphiques :

Graphique 1 : Taux d'accumulation.....	13
Graphique 2 : Taux de croissance	13
Graphique 3 : Taux de chômage	14

Introduction

Il existe parmi les économistes un consensus pour dire que l'investissement est l'un des cœurs du réacteur de l'économie. Les investissements¹, à la fois privés et publics sont censés jouer un rôle d'entraînement très fort sur la conjoncture économique, à travers le multiplicateur d'investissement. L'idée est la suivante : une augmentation de l'investissement va accroître le revenu national plus que proportionnellement. Quand la dépense d'investissement des entreprises augmente, c'est à la fois une augmentation de la demande de biens d'investissement, et une augmentation de la production de biens d'investissement. Un cercle vertueux se dessine : l'investissement est une production que les firmes doivent réaliser. Elles vont donc embaucher et verser des revenus pour produire. Ces revenus vont ensuite être dépensés par les ménages. Cela amènera une nouvelle demande pour les entreprises, et les entreprises vont devoir répondre à cette demande en augmentant encore la production, c'est-à-dire en embauchant encore plus et en versant encore des revenus... *A contrario*, on aurait un cercle vicieux en cas de baisse initiale de l'investissement. L'investissement apparaît donc comme la condition pour relancer une croissance forte, durable et créatrice d'emplois. Son niveau et son contenu d'innovation constitue un des défis majeurs pour l'Europe.

Or depuis trente ans, on observe une baisse structurelle de l'investissement global. Un rapport de Mc Kinsey (2010) montre que ce taux d'investissement est passé de 26,1% en 1974 à 21,8% du PIB en 2009, soit une perte d'environ 20 trillions de dollars. Cette baisse qui concerne essentiellement les pays développés s'est accentuée depuis la crise de 2007. Le Japon connaît un pic d'investissement de 35% du PIB entre 1950-1970 pour baisser de manière continue à environ 25% dans les années 2000. Ce taux passe de 25% à 20% pour la France, de 28% à 20% pour l'Allemagne, 25% à 17% pour le Royaume-Uni (Mac Kinsey Global report, Institute (2010). Les baisses les plus importantes touchent particulièrement les secteurs traditionnels de l'industrie, l'agriculture, l'exploitation minière et les infrastructures de 1980 à 2008. Ces tendances sont confirmées jusqu'en 2013 (FMI, 2014).

Dans les pays émergents, l'évolution est inversée et plus contrastée avec un boom d'investissement dans les années 2000. Si ce taux augmente de 28,8% à 48,7%² de 1970 à 2009 pour la Chine et de 14,6% à 37,9% pour l'Inde, il passe de 19,3% à 24,1% entre 2001 et 2008 en Afrique, de 21,4% à 26,4% en Europe Centrale et de l'Est ainsi que dans les autres pays d'Asie. Ce taux a été faiblement impacté par la crise récente. Contrairement aux pays développés, ces investissements concernent essentiellement l'industrie : les infrastructures³ (transport, énergie, télécommunications) et l'immobilier résidentiel. Ce boom devrait se prolonger avec l'exode rural qui va entraîner des besoins en infrastructures importants. Selon les projections de Mc Kinsey (2010), ce taux devrait augmenter de 21,4% en 2010 à 25,1% en 2030, vue l'importance croissante que devraient prendre les pays émergents dans l'économie mondiale dans les années à venir.

En Europe, on observe que le rythme de l'investissement, mesuré ici par le taux d'accumulation, c'est-à-dire le rapport entre l'investissement et le stock de capital productif, a

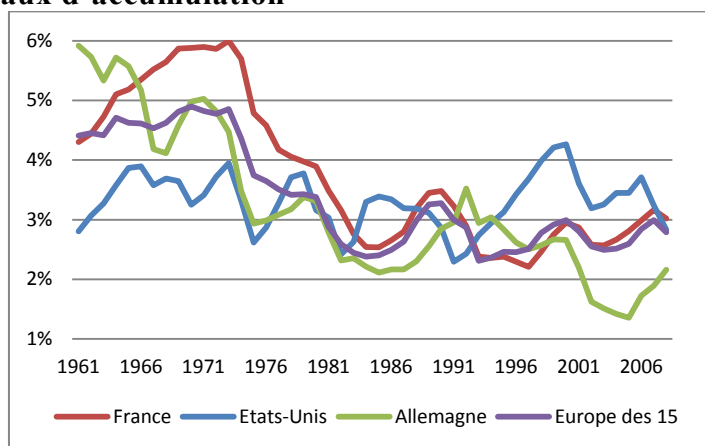
¹ Au sens de formation brute de capital fixe. Il s'agit donc de capital productif

² La Chine a augmenté son taux d'investissement en 2009 pour relancer son économie en période de récession globale. Elle investit autant que le Japon dans les années 1970.

³ Cela représentait 3,5% du PIB en 1980 contre 3,6% pour les pays développés mais 5,7% contre 2,8% en 2008. en 2030, la Chine sera le plus gros investisseur en infrastructure et immobilier selon les prévisions de Mc Kinsey.

clairement faibli depuis les Trente Glorieuses. Particulièrement, dans la zone euro, l'investissement a ralenti, passant de 26% du PIB en 1970 à 18% en 2013. Cette baisse est plus marquée pour les pays européens que pour les États-Unis. La première raison est que les Trente Glorieuses y ont été moins « glorieuses » qu'en Europe, l'impératif de la reconstruction d'après-guerre n'étant pas le même (voir graphique 1). La deuxième raison est que les États-Unis ont connu une succession de booms dans les années 1990 (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication) et 2000 (immobilier).

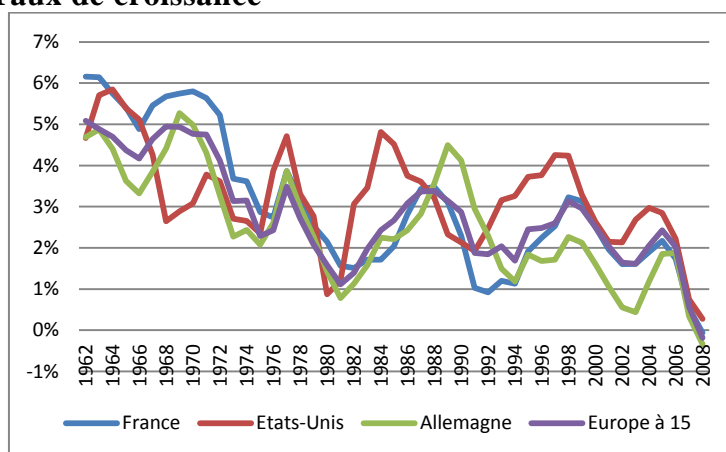
Graphique 1 : Taux d'accumulation



Source : AMECO, base de données de la Commission Européenne.

Cette baisse structurelle de l'investissement est préjudiciable en matière de croissance économique. Sur la période 2000-2008, le taux de croissance du PIB des pays développés et émergents était respectivement de 2% et 6,1% contre 5,3% et 5,6% sur la période 1960-1970. Malgré des fluctuations, le graphique 2 montre clairement une tendance à la baisse généralisée des taux de croissance.

Graphique 2 : Taux de croissance

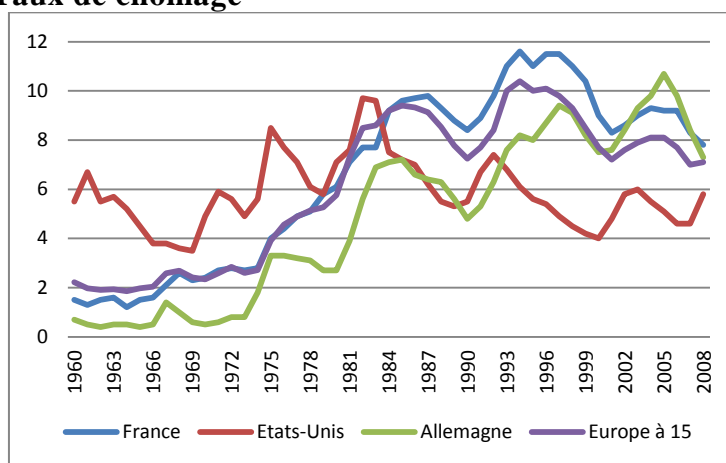


Source : AMECO, base de données de la Commission Européenne.

En Europe, la question du manque d'investissement représente aujourd'hui un enjeu majeur non seulement pour la croissance européenne mais aussi pour l'emploi. Le graphique 3 reproduit finalement en négatif les tendances que l'on avait observées sur l'investissement ou la croissance. L'OCDE et le FMI ont d'ailleurs dénoncé ces derniers mois le retard dans la reprise de l'investissement en Europe par rapport aux États-Unis. La Commission Européenne (CE) s'est récemment saisie du problème en proposant la mise en place du plan Juncker,

destiné à aboutir à une relance de 315 milliards d'euros sur trois ans de l'investissement en Europe.

Graphique 3 : Taux de chômage



Source : AMECO, base de données de la Commission Européenne.

Si la baisse de l'investissement est dommageable pour la croissance, elle l'est d'autant plus que l'économie mondiale a des besoins de financement considérables, non pas pour continuer à financer la surconsommation des ménages américains, mais pour financer les investissements de long terme, à la fois dans les pays développés et dans les régions émergentes. Ces investissements qui concernent quatre secteurs précis (énergie, infrastructures, transports, réseaux d'information et de communication) devront permettre de répondre à quatre enjeux essentiels liés au changement climatique, à la rareté des ressources naturelles, à l'urbanisation et la croissance démographique. Autant de défis qui accroissent l'interdépendance des activités liées aux infrastructures.

Dans les pays développés, les besoins d'investissement structurants sont liés à la nécessaire adaptation de l'appareil productif au vieillissement de la population et au changement climatique qui passe par des projets liés à différents domaines: énergie, innovation, croissance des PME, universités et recherche... Il s'agit de financer des infrastructures nouvelles mais aussi de renouveler celles existantes devenues caduques et inadaptées au tournant climatique. Dans les régions émergentes, les investissements de long terme concernent leur mode de croissance. Ces investissements, qui sont indispensables au rattrapage des niveaux de vie occidentaux, étaient déjà importants mais ils devraient s'intensifier. Le vieillissement progressif de leur population devrait entraîner la mise en place de politiques sociales et l'instauration de systèmes de retraite obligatoire⁴. En effet, le vieillissement démographique implique la transformation profonde de leurs systèmes financiers dans le sens de l'investissement à long terme, car le rôle des investisseurs institutionnels se trouve précisément dans cette socialisation des risques propre aux systèmes publics et privés de protection sociale.

D'une façon générale, la demande globale d'investissement est supposée augmenter à environ 25% du PIB mondial en 2030 (Wehringer, 2011). Au niveau européen, la Commission estime que les besoins d'investissement sont environ 1,6 trillions d'euros d'ici à 2020 pour les infrastructures de transports transfrontières de biens et de personnes et d'énergies. De même

⁴ Le financement de ces retraites devrait, en grande partie, se faire par capitalisation. Aussi, les investisseurs institutionnels vont être appelés à se développer, notamment au travers de la création de fonds de pension, de par cette accumulation potentielle de montants d'épargne collective substantiels.

le coût de la transition énergétique est évalué de 2 à 3 % du PIB par an pendant dix ans, soit dans le cas de l'Europe environ 3000 milliards d'euros sur une décennie (Roadmap 2050). Cette transition est par nature un chantier d'investissement à long terme avec une faible rentabilité financière : 3% sur 10 ans en moyenne (Giraud, 2012).

Ainsi, on observe que les économies qui ont connu une financiarisation de leur économie n'investissent plus autant qu'avant et ce, même si les besoins sont importants et si l'épargne⁵ est abondante en Europe mais aussi dans le monde grâce à l'épargne asiatique élevée. Or une économie qui n'investit plus est une économie qui ne prépare plus l'avenir, qui ne défriche pas les nouveaux besoins, qui ne verra plus sa productivité augmenter. Dès lors, l'étude des causes de cette baisse structurelle de l'investissement s'avère cruciale.

Outre les causes conjoncturelles relatives à la crise et aux différences de politiques économiques dans les pays développés⁶, cette baisse de l'investissement peut s'expliquer par des causes liées à la demande et l'offre de financement qui se combinent entre elles. L'investissement ne se décrétant pas, il dépend de l'offre de financement mais également des décisions d'entreprises. Or ces dernières sont dans une phase de transition où elles connaissent des difficultés à se représenter les investissements de demain, de type "schumpétérien", tournés davantage vers l'innovation et la rupture. Les phases de croissance économique ayant toujours été précédées par des innovations radicales et incrémentales, tout l'enjeu actuel est de faire émerger de nouvelles innovations, qui sont par définition très incertaines, afin de réussir une transition énergétique (économie bas carbone) notamment.

Coté offre de financement, l'écart entre un investissement atone et une épargne abondante peut être assimilé à une mauvaise allocation de l'épargne liée à des orientations court-termistes des marchés et des principaux intermédiaires financiers. Sur ce point, il existe depuis quelque temps un certain consensus dans la littérature académique⁷ mais également une prise de conscience de la part des professionnels. C'est le cas notamment du PDG de BlackRock, Larry Fink, l'un des principaux gestionnaires d'actifs au monde, qui en 2014 et 2015, a adressé une lettre aux PDG des plus grandes entreprises américaines (S&P 500) pour les mettre en garde : « rendre du cash aux actionnaires doit faire partie d'une stratégie équilibrée ; cependant, lorsque c'est fait pour de mauvaises raisons et au détriment de l'investissement productif, cela peut mettre en danger la capacité de l'entreprise à générer du rendement à long terme ». En cause, la logique poursuivie par les firmes non financières qui consiste à privilégier le rachat d'actions et les versements de dividendes aux actionnaires plutôt que l'investissement. Ces sociétés cotées ont vu, depuis plus trente ans, l'essor des investisseurs institutionnels dans leur actionnariat. C'est sous l'effet de la présence et de l'activisme des fonds de pension, et des fonds mutuels à qui ils délèguent la gestion d'actifs ou encore de la montée des *hedge funds* que les préoccupations sur les orientations de court terme des firmes se sont fait ressentir. A force de tout miser sur une rentabilité financière de court terme et de distribuer une part trop importante des profits présents, les entreprises réduisent la mise en place de projets d'investissement, ce qui fragilise leur capacité à dégager des profits dans l'avenir. Le risque est alors que la diminution du rythme de l'investissement

⁵ Un tel surplus d'épargne lié aux pays émergents a été qualifié par l'ancien président de la FED, Ben Bernanke, de "*global savings glut*" en 2005.

⁶ Depuis 2010, la zone euro s'est enfermée dans une logique d'austérité : la contraction des budgets publics a nui à la demande macroéconomique, et donc à l'investissement. D'autre part, les États-Unis et le Royaume-Uni ont ouvert les vannes du crédit immobilier et de l'effet richesse sur les marchés financiers, deux moteurs permettant de soutenir la demande, et donc l'investissement.

⁷ En France on notera les travaux de Morin (1998a), Baudru et Kechidi (1998), Aglietta (1998, 2001), Orléan (1999), Baudru et Lavigne (2001), Lordon (2002), Plihon et Ponssard (2002), Aglietta et Reberieux (2004).

productif menace les perspectives de croissance économique à long terme et les perspectives de profit elles-mêmes.

Au-delà de cet avertissement, de nombreux observateurs ont perçu les excès de la finance, depuis la crise démarrée en 2007-2008. Certains régulateurs comme Paul Volcker⁸ (ancien gouverneur de la Fed) et Lord Adair Turner⁹ (président de la *Financial Services Authority*) remettaient en cause, en 2009, l'utilité économique de certaines innovations financières (CDS, CDO...) (Zingales, 2015); tandis que des institutions internationales et des académiques questionnaient, à travers de nombreuses études empiriques, le lien positif entre la taille du secteur financier et la croissance économique (FMI¹⁰, 2014; Commission Européenne¹¹, 2013; Coeuré, 2014; Philippon et Reshef, 2012; Kneer, 2013; Jorda et al., 2014).

Parmi les pistes¹² avancées pour expliquer ce court-termisme, il y a les exigences réglementaires qui peuvent encourager les investisseurs financiers potentiellement à long terme, à adopter des comportements de court-terme. En effet, ces intermédiaires financiers agissent dans des cadres réglementaires relativement divers, plus ou moins contraignants qui évoluent dans le temps. Depuis 2009, ces cadres ont connu des réformes d'une grande ampleur en réponse à la sévérité de la crise financière qui a révélé les faiblesses et certains excès¹³ des différents modèles bancaires notamment. Parmi ces réformes, on compte la réglementation prudentielle bancaire (Bâle III) et assurantielle (Solvabilité II) mais aussi celle comptable (IFRS). Si ces nouvelles exigences se sont avérées nécessaires au regard de la stabilité financière et de la transparence pour renforcer la résilience du système financier en les incitant à davantage de prudence, on peut s'interroger sur la compatibilité de leurs objectifs respectifs avec le financement de l'économie. Autrement dit, ces nouvelles exigences ne peuvent-elles pas constituer des obstacles au financement de l'investissement à long terme. Il serait souhaitable que la réglementation des intermédiaires financiers trouve un juste équilibre entre la recherche de la stabilité financière et la nécessité de financer l'économie. Ce rapport vise à apporter un nouvel éclairage, en essayant d'identifier des biais court-termistes dans la réglementation des banques et des assureurs qui sont les principaux financeurs des investissements des firmes.

Parce qu'il est particulièrement difficile de chiffrer les impacts d'une réforme réglementaire spécifique et a *fortiori* de plusieurs réformes qui sont en cours, nous avons privilégié l'approche qualitative (via des entretiens semi-directifs) pour identifier leurs impacts directs et indirects sur les activités d'intermédiation des banques et assureurs (octroi de crédits et allocation d'actifs). Nous avons également distingué deux périodes d'analyse (2013-2014 puis

⁸ *Wall Street Journal* du 14 décembre 2009

⁹ *Financial Times* du 23/09/2009

¹⁰ Le rapport sur la stabilité financière mondiale du FMI (2014) s'inquiétait ainsi que les banques aient accru leurs prises de risque financier (acquisition d'actifs financiers), au détriment de leur prise de risque économique (financement de l'investissement productif par l'intermédiation financière).

¹¹ Dans son préambule du livre vert sur le financement de l'investissement à long terme (2013), la Commission parle d'inefficacités dans la chaîne d'intermédiation en s'appuyant sur le rapport Kay (2012), lequel propose notamment d'évaluer l'efficacité du système financier non pas sur la liquidité et les prix de marché mais sur l'utilité des agents à capacité de financement apportée à agents à besoin de financement.

¹² Les nombreuses délégations d'actifs à des gérants externes qui, mis en concurrence, sont incités à prendre en compte des rendements à court terme plutôt que ceux à long terme, constituent une autre piste. Cette croissance des gérants d'actifs en allongeant la chaîne d'investissement et en la rendant plus complexe, a non seulement participé à la baisse de l'engagement des investisseurs dans l'entreprise mais a aussi induit une augmentation des coûts pour les agents à besoin de financement et une dissymétrie dans la prise de risque.

¹³ En particulier leur dépendance croissante au refinancement de court terme sur les marchés, leur levier excessif et la combinaison d'activités de marché risquées et d'activités de détail (Barut et al. 2015).

2015) car entre le moment où nous avons constitué nos échantillons européen et français et la date de remise de ce rapport final, les textes réglementaires ont beaucoup évolué. Nos résultats mettent en avant des effets différenciés des normes comptables IFRS selon les activités des banques et des assureurs pour le financement de l'investissement à long terme mais aussi que les règles prudentielles apparaissent comme plus pénalisantes.

Nos analyses nous conduisent à affirmer que ces normes peuvent être soit neutres (crédits), soit défavorables à certains types de placements (actions et actifs de diversification) avec le non recyclage des résultats sur les actions et le critère du cash-flow plus restrictif pour l'usage des catégories au coût et en FV OCI qui devraient être introduits par la norme IFRS 9), soit favorables (obligations) avec une évaluation au coût des obligations plus aisée, une simplification de la comptabilité de couverture, un modèle de provisionnement *expected loss*). Elles mettent également en évidence les impacts négatifs (volatilité, raccourcissement des horizons de placements, comportements pro-cycliques et court-termistes) des normes actuelles IAS 39 et IFRS 4 phase 1. Au regard de ces résultats et afin de rendre les normes comptables plus favorables à l'investissement de long terme, nous proposons l'usage du principe de prudence asymétrique et la création d'une catégorie comptable qui permettrait d'évaluer au coût certains actifs détenus effectivement à long terme (action cotées, *private equity*, parts d'infrastructure).

Quant aux exigences prudentielles (ratios de solvabilité, de liquidité et de levier), on observe qu'elles impactent négativement les portefeuilles de crédits et de titres risqués comme les actions cotées et non cotées et les infrastructures, même si ces effets doivent être relativisés. On constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles se cumule sur les placements risqués au profit d'obligations d'Etats. Les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, suppose d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme, d'élargir les actifs éligibles au *buffer* de liquidité en considérant prioritairement ceux qui servent à financer l'économie réelle (investissements productifs tangibles et intangibles) mais aussi de remettre en cause la course à la rentabilité sur capitaux propres dans laquelle certains modèles bancaires s'étaient engagés dans la décennie 2000.

Le chapitre 1 présente les différentes méthodes de recherche mises en place dans cette étude ainsi que la nature des données. Nous avons mobilisé des données qualitatives originales grâce à des entretiens semi-directifs en France auprès d'institutions financières¹⁴ entre avril et novembre 2014 (section 1) et à la constitution d'une base de données contenant les réponses à la consultation publique de la Commission Européenne (CE) sur le livre vert relatif au financement de long terme de la croissance européenne rendu public en mars 2013 (section 2). La combinaison de ces deux méthodes nous permet d'obtenir une image cohérente des effets de la réglementation sur leurs métiers aux niveaux européen et français. Nous avons également utilisé des données quantitatives individuelles sur la réglementation et les allocations d'actifs des fonds de pension à prestations définies d'actifs aux Etats-Unis, Canada et Pays Bas, sur une période longue (1990-2011) (section 3) ainsi que sur des sociétés financières cotées (*STOXX Europe Total Market Index* en Europe) (2004-2011) (section 4).

¹⁴ Cf. annexe.1, le statut des répondants peut être communiqué par les auteurs sur demande.

Le chapitre 2 a pour objectif de clarifier la notion d'investissement à long terme et d'identifier ses sources. Cet exercice s'avère indispensable car la définition du long terme est un préalable à tout changement à mettre en œuvre pour modifier les incitations des parties prenantes. S'il y a un consensus large sur les effets négatifs du court-termisme, il n'en va pas de même des moyens pour les juguler. Le chapitre rappelle les tentatives de définitions d'investissement à long terme (section 1). Il donne la définition de la Commission Européenne (section 2), celle de l'ensemble des répondants sur la définition de l'investissement à long terme (section 3) et puis des répondants des secteurs financier et non financier (section 4) pour proposer une nouvelle définition (section 5)

Le chapitre 3 présente les normes comptables applicables aux sociétés cotées ou faisant appel public à l'épargne. Plus précisément, il fait un bref rappel historique du processus de normalisation internationale (section 1), définit les fondements théoriques des normes comptables IFRS (section 2), identifie les principales normes applicables à la comptabilisation et l'évaluation des placements financiers (Section 3). Enfin, il présente les normes comptables liées aux avantages du personnel et à la comptabilisation des engagements de retraites (section 4).

Le chapitre 4 présente les effets des normes comptables IFRS sur l'investissement et le financement de long terme des banques et assurances, partir de nos analyses qualitatives relatives. Il s'articule autour de quatre parties : d'abord il présente les résultats à partir de données collectées en 2013-2014 de la consultation européenne sur question du court-termisme de la comptabilité en juste valeur (section 1) ; identifie les impacts avérés de la norme IAS 39 sur les métiers de l'assurance (section 2), avant de préciser les impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur les activités bancaires et assurantielles (section 3) ; enfin détaille nos recommandations comptables pour favoriser l'investissement à long terme (section 4).

Le chapitre 5 présente les principales contraintes prudentielles bancaires et leur évolution depuis quarante ans (section 1). Il se focalise en particulier sur les normes *post* crise 2007 afin d'étudier leurs impacts potentiels sur les activités bancaires, à partir d'une analyse qualitative à l'échelle européenne et française (section 2) et confronte les arguments des parties prenantes pour dégager des recommandations au regard de l'investissement à long terme tel que défini dans le chapitre 2 (section 3).

Le chapitre 6 présente les principales exigences prudentielles des compagnies d'assurance en Europe. Il se focalise en particulier sur la directive Solvabilité II et son évolution (section 1) afin d'étudier son impact potentiel sur les placements des assurances et dégager des principes de recommandations (section 2).

Le chapitre 7 met en évidence l'importance des contraintes réglementaires et comptables d'une catégorie d'investisseurs postulés à long terme les fonds de pension à prestations définies américains, canadiens et néerlandais ainsi que leurs effets plus ou moins négatifs au regard de l'investissement à long terme sur un horizon long (1990-2011) (section 1). Ils présentent également l'impact de la norme IAS 19 sur les engagements de retraite des sociétés financières cotées européennes (2005-2011) (section 2).

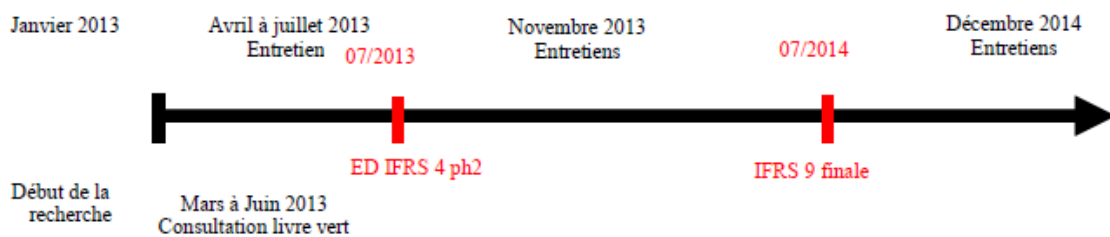
Chapitre 1 : Données et méthodologies

Ce chapitre présente les différentes méthodes de recherche mise en place dans cette étude.

1. Enquête par entretiens en France

Dans un premier temps, nous avons réalisé 74 entretiens¹⁵ semi-directifs auprès d'institutions financières¹⁶ entre avril et novembre 2013: banques (23), assurances (18), caisses de retraite (11), régulateurs-normalisateurs (9), cabinets de conseils et autres (15). Puis 3 entretiens en décembre 2014.

Figure 1 : Les phases de recherche



L'étude a été conduite en plusieurs phases :

- Période 1 (11 avril au 12 septembre 2013) : cette première phase d'entretien a permis de cerner les points de vue des acteurs du secteur bancaire sur la norme sur les instruments financiers
- Période 2 (12 et 13 novembre 2014) : cette phase visait à identifier les effets de la norme IFRS 9 définitive
- Période 3 (15 septembre 2015) : Cette phase constitue un retour sur les premiers résultats de la recherche. Elle s'est déroulée sous la forme d'une réunion de travail avec deux représentants de l'ANC, 3 représentants d'une banque privée et 3 représentants d'une banque publique).

Le panel de personnes rencontrées offre une grande diversité de postes (directions générales, financières, des risques ou des investissements...). Leur sélection a d'abord été faite à travers les réseaux de recherche auxquels appartiennent les chercheurs, puis chaque personne interrogée nous a recommandés auprès d'un autre contact. Les entretiens ont été menés principalement en France mais aussi en Belgique et au Royaume-Uni.

Nous avons décidé d'adopter une démarche neutre afin de ne pas influencer les répondants, en demandant aux acteurs (i) comment ils définiraient l'investissement à long terme en général et au regard de leur secteur d'activité, en particulier ; (ii) si les normes comptables et prudentielles impactaient leurs activités et dans l'affirmative, dans quelle mesure. Cette approche permet à la personne interrogée de donner librement son point de vue sur chaque question. La diversité des répondants a conduit à la collecte d'une quantité suffisante de données empiriques pour essayer de définir la notion d'investissement à long terme. Il faut

¹⁵ Le temps total d'enregistrement est d'environ 82 heures.

¹⁶ Cf. annexe.1, le statut des répondants peut être communiqué par les auteurs sur demande.

noter toutefois que notre échantillon de répondants ne vise pas à constituer un échantillon statistique représentatif et ne peut pas conduire à une généralisation des résultats.

Les entretiens se sont généralement tenues au bureau des répondants, afin d'établir une relation de confiance entre les interlocuteurs. Chaque entretien a commencé par un accord de confidentialité sur les informations échangées et sur l'identité de la personne interrogée. C'est pourquoi le nom de l'institution d'affiliation ne sera pas lié au poste de la personne. Les entretiens ont été réalisés à l'aide d'un guide d'entretien¹⁷ qui permet aux répondants de répondre librement et ouvertement. Le principe de l'entretien semi-directif permet aux chercheurs de poser des questions supplémentaires sur la base de l'évolution de chaque conversation. Les entretiens ont duré entre 40 et 160 minutes. Ils ont été intégralement enregistrés, retranscrits puis validés par les personnes interrogées. Les retranscriptions ont été ensuite codées par les chercheurs avec le logiciel N'Vivo 10. Cet outil nous a permis d'organiser et de rationaliser notre grille de codage.

En conformité avec les recommandations de Strauss et Corbin (1998), nous avons réalisé un codage ouvert basé sur les thèmes du guide d'entretien, puis nous avons effectué un codage axial pour identifier les relations entre les différents niveaux de codes et les relier à la question de l'investissement à long terme. Le schéma de codage a été mené conjointement par des chercheurs. La synthèse des résultats correspond au thème le plus fréquemment soulevé par les répondants pour caractériser la notion d'investissement à long terme.

2. Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme

Dans un second temps, nous avons constitué une base de données qualitatives à partir des réponses à la consultation publique de la Commission Européenne (CE) sur le livre vert relatif au financement de long terme de la croissance européenne, rendu public en mars 2013. Les livres verts offrent en général un éventail d'idées dans le but de lancer une consultation à l'échelle européenne, sur une thématique précise. Les parties, organisations et individus intéressés par le sujet, sont alors invitées à exprimer par écrit leur avis sur les propositions émises, avant une date limite. Le but de la CE est généralement d'initier un débat sur un thème qui n'est pas encore abordé par les politiques européennes. Cette consultation peut alors aboutir à l'édition d'un livre blanc qui représente l'étape suivante en collectant un ensemble argumenté de propositions d'actions communautaires dans un domaine spécifique. Ils visent à donner naissance à des décisions politiques et une politique européenne concertée.

Ce livre vert posait 30 questions que l'on peut regrouper en 8 grands domaines parmi lesquelles la définition de l'investissement à long terme, le rôle des banques et des investisseurs institutionnels dans le financement de long terme, l'impact de la réglementation prudentielle et comptable des intermédiaires financiers sur l'investissement à long terme, la question de la fiscalité au regard de l'investissement à long terme...

En novembre 2013, la CE a rendu public les 292 réponses. Nous en avons traitées 257¹⁸. Parmi l'ensemble de ces répondants, 55% sont issus du secteur financier et 45% du secteur non financier. Le secteur privé représente quant à lui 74,32% des réponses. Plus précisément, les principaux répondants sont les sociétés non financières (18,8%), les investisseurs institutionnels (27,2%), les banques (12,3%) et les sociétés d'audit, de conseil ou les cabinets

¹⁷ Le guide d'entretiens est présenté en annexe 1.

¹⁸ 257 parties prenantes ont répondu à un moins une question. 8 réponses n'ont pas été publiées et 27 réponses en hollandais, italien ou en allemand n'ont pas été traitées.

comptables (16%), la société civile (18,5%), les régulateurs (7,2%). La ventilation par pays montre une importance des répondants britanniques (18%), français (16%) et allemands (11%), en plus des organisations actives à l'échelle européenne (19%). Étant donné le nombre des répondants, la diversité de leurs secteurs d'activité et du nombre de nationalités, cette base constitue un échantillon européen représentatif.

A partir de ces réponses, nous avons constitué une base de données qualitatives originales afin d'étudier de manière systématique le point de vue général et par types de répondants via leurs réponses aux différentes posées par la CE. Nous avons fait un copier-coller toutes les réponses dans un fichier Excel par questions et par catégories de répondants. Nous avons regroupé les 11 catégories définies par la CE en 5 grands groupes de répondants : les intermédiaires financiers (banques assurance, fonds de pension, autres fonds d'investissement), les intermédiaires de marché, (auditeurs, comptables, consultants, opérateurs de marché) les régulateurs et superviseurs, la société civile et les sociétés non financières.

3. Base de données sur les fonds de pension US, Canadiens et néerlandais

Grâce à une base de données individuelles sur des fonds de pension à prestations définies sur les allocations d'actifs aux Etats-Unis, Canada et Pays Bas, sur une période longue (1990-2011), nous avons eu l'opportunité d'investiguer si les changements réglementaires et les caractéristiques individuelles (maturité, taille, choix d'indexation sur les pensions) et institutionnelles (mécanisme de garantie) des fonds de pension avaient un impact sur les choix d'allocations d'actifs. Plus précisément, nous avons comparé les différents cadres réglementaires des diverses catégories de fonds de pension (public, privé, industriels), comprenant des contraintes liées aux placements (*asset regulation*), aux engagements contractuels (*funding regulation*) et aux modes d'évaluation des actifs ainsi que leur évolution sur la période 1990-2010 et évalué leurs impacts sur l'allocation d'actifs des fonds de pension.

4. Base de données sur les engagements de retraites des sociétés financières cotées européennes

A partir d'un échantillon composé de données individuelles sur les sociétés financières cotées (*STOXX Europe Total Market Index* en Europe) sur la période 2005-2011, nous avons testé les hypothèses tirées de la littérature sur l'impact des variables réglementaires et financières sur les stratégies de placement. Ces données concernent surtout les pays européens car cet indice couvre 95% de la capitalisation boursière de 17 pays européens incluant l'Autriche, Belgique, Pays-Bas, Finlande, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Danemark, France, Allemagne, Royaume-Uni, Grèce, Irlande, Italie, et Jersey.

Chapitre 2 : La notion d'investissement à long terme : quelle définition ?

Ce deuxième chapitre cherche à clarifier la notion d'investissement à long terme, en s'appuyant sur une analyse des réponses à la consultation du livre vert sur le financement de l'investissement à long terme (2013).

Section 1 : L'investissement à long terme : un enjeu crucial pour la croissance mais une définition floue

On l'a vu dans le chapitre introductif, l'investissement constitue l'un des moteurs les plus importants pour relancer une croissance forte, durable et créatrice d'emplois. Or celui-ci a connu une baisse structurelle alors que les besoins de long terme se sont accrus et que l'épargne (généralement intermédiaire) est abondante dans les pays développés et émergents. L'investissement ne se décrétant pas, il convient dès lors d'inciter les firmes et leurs partenaires financiers à privilégier des projets d'investissement au regard de leur rentabilité de long terme. Seulement mettre en place de telles politiques nécessite de clarifier au préalable cette notion d'investissement à long terme qui de fait est plus large que celle de l'investissement productif (FBCF).

L'enjeu de définir l'investissement à long terme est d'autant plus crucial qu'il n'existe pas de définition légale et encore moins universelle. Certes, on dénombre quelques tentatives mais aucune n'a recueilli de consensus. Celles-ci recouvrent trois dimensions relatives soit i) à la nature du projet long terme à financer ; soit ii) au mode de financement de ce projet long terme ; ou encore iii) au comportement de long terme des financeurs (voir tableau 2).

Tableau 1: Récapitulatif des dimensions de la notion de l'investissement à long terme

3 dimensions de l'investissement à LT	Dimension 1 Nature projet LT	Dimension 2 : Financement LT	Dimension 3 Comportement LT
Sous dimension 1	Investissement productifs tangibles et intangibles (G30, OCDE)	Nature des ressources (Aglietta et al.)	Stratégies de placement (Aglietta et al., OCDE, WEF)
Sous dimension 2		Instruments/véhicules	Gouvernance d'entreprise (OCDE)
Sous dimension 3		Acteurs financeurs (Aglietta et al.)	

Source : auteurs

- **La première dimension (projet d'investissement long terme)** s'inscrit dans l'économie réelle. Elle renvoie aux domaines dans lesquels il faut investir pour soutenir la croissance de long terme et aux types de sociétés qu'il faut financer.
- **La deuxième dimension (financement de long terme)** relève de la sphère de la finance impliquant des modes de financement pouvant être appréhendés de trois

manières différentes : la nature des ressources préalables et les acteurs susceptibles de financer ces projets de long terme tels que définis dans la dimension 1.

- **La troisième dimension (comportement de long terme des financeurs)** concerne le comportement des financeurs de projets long terme, qui est lié à leurs stratégies de placements et à la gouvernance d'entreprise i.e. à la relation qu'ils ont avec les entreprises qu'ils financent.

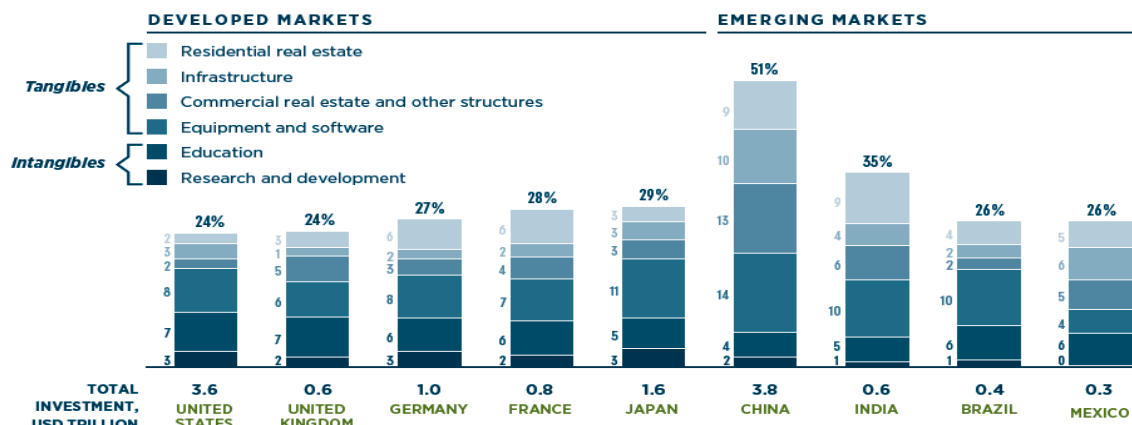
Aglietta et al., (2007, 2009) définissent l'investissement à long terme par le comportement de placement que devraient adopter des investisseurs ayant un passif de long terme. Parce qu'ils sont structurellement moins exposés au risque de liquidité (retraits d'épargne non anticipés), ces investisseurs postulés à long terme diffèrent fondamentalement des autres acteurs financiers qui doivent se préoccuper de leur refinancement de court terme, comme c'est le cas des banques. Cette définition a également été reprise par Glachant et alii en 2010. La nature de leur passif leur permet donc théoriquement de déconnecter le choix de leurs placements de leur capacité à se financer à court terme et donc d'optimiser leur gestion d'actifs en prenant en compte un horizon de placement plus long. C'est donc ce passif qui devrait déterminer leurs objectifs de placement assignés : à savoir préserver dans la longue durée la valeur réelle du capital et viser des rendements compatibles avec leurs engagements de passif.

A partir de ce critère du passif de long terme, il est possible d'élaborer une typologie des investisseurs de long terme: les fonds de pension à prestations définies, les compagnies d'assurance et les fonds perpétuels (fonds souverains, fonds de dotations universitaires, fonds de lissage de retraite...). Les deux premiers ont des engagements contractuels explicites auprès d'épargnants individuels. Concrètement, dans le cas d'un fonds de pension, entre le moment où le fonds de pension reçoit les cotisations des salariés et celui où il va leur verser des prestations retraites, il peut s'écouler 10, 20 ou encore 30 ans selon la maturité du fonds. Dans le cas des compagnies d'assurance, il s'agit essentiellement des contrats épargne de type assurance vie, dans lesquels, selon les pays, l'argent confié par les épargnants aux assureurs, peut être bloqué contractuellement pendant plusieurs années (comme c'est le cas dans certains pays du nord de l'Europe). On parle alors de passifs longs contractuels pour lesquels la contrainte de liquidité est assez faible. Il en va différemment dans d'autres pays comme la France où les épargnants peuvent retirer leur argent à tout moment, tout en étant très fortement incités à ne pas le faire pendant au moins 8 ans pour des raisons purement fiscales. Ces incitations sont en général très efficaces, ce qui fait que les ressources des assureurs français sont assez stables. On parle alors de passifs longs statistiques pour lesquels la contrainte de liquidité est plus forte.

Figure 2 : Les différents types d'investissements à long terme

LONG-TERM INVESTMENT BREAKDOWN BY ASSET TYPE FOR 9 SAMPLE COUNTRIES

Percent of GDP, most recent data (2011 or 2010), country sample represents over 60% of world GDP



NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

SOURCE: McKinsey Global Institute.

La gestion des investisseurs de long terme : une allocation dynamique flexible dans le temps

En s'appuyant sur les travaux de Campbell et Viceira (2005), Aglietta et al. (2009) affirment que ces acteurs pourraient recourir à une allocation dynamique inspirée d'une généralisation de la théorie standard. Autrement dit, ils pourraient bénéficier d'une diversification temporelle. En effet, si l'on prend en compte les variations des risques dans le temps, une hypothèse restrictive de la théorie de Markovitz est remise en cause : les rendements ne suivent plus une marche aléatoire à long terme car la distribution de probabilité des rendements n'est pas indépendante et identiquement distribuée dès lors qu'il existe des corrélations inter temporelles. Selon les temporalités, on peut observer à la fois des persistances et des effets de retour à la moyenne dans les actifs boursiers et obligataires. Dit autrement, lorsque les rendements des actifs financiers varient dans le temps, la structure des risques et l'arbitrage entre rendements et risques sont fonction du temps.

Un tel choix est différent de celui d'un arbitragiste préoccupé par des rendements de court terme où le choix de portefeuille se fait sur une période. Les actions, en raison de leur prime de risque positive et des forces de retour vers la moyenne inhérentes à leurs rendements à long terme, ont une place privilégiée. La part des actions peut prendre en compte la couverture inter-temporelle résultant de la corrélation des rendements dans le temps associée au retour vers la moyenne. Grâce à la stratégie de lissage des chocs de rendements de l'actif, et aussi potentiellement grâce au phénomène de diversification temporelle¹⁹ du risque actions, un investisseur à long terme peut bénéficier d'une relation performance-risque plus favorable qu'un investisseur de court terme (Gollier, 2002). Dans la perspective de l'optimisation du bien commun, ceci doit l'inciter à choisir une stratégie de portefeuille plus favorable aux actifs qui apparaissent risqués sur un horizon de court terme (Gollier, Janci, 2010). Comme par ailleurs le rendement des actions est nettement plus élevé que celui des obligations, on est conduit à recommander à l'investisseur de long terme d'avoir une part élevée d'actions dans son portefeuille. Plus récemment, Gollier (2015) et Kessler (2015) plébiscitent ce type de gestion pour des investisseurs postulés à long terme.

¹⁹ Jan, Wu, 2008.

Cette allocation dynamique a des conséquences sur la gouvernance des investisseurs. Elle les conduit à renoncer à la dichotomie entre les dimensions stratégique et tactique des allocations et à adopter une approche plus souple et plus intégrée. La couverture inter-temporelle conduit au rebalancement (*rebalancing*) qui est le processus conduisant à acheter ou à vendre des actions pour conserver la proportion optimale selon l'allocation stratégique de long terme, lorsque des fluctuations non anticipées des cours boursiers font dévier la valeur du portefeuille actions, de sorte que la part des actions dans le portefeuille global diversifié de l'investisseur s'écarte fortement de la proportion optimale selon l'allocation stratégique de long terme.

La mise en œuvre d'une allocation dynamique flexible implique ainsi une réorganisation dans le sens où la détermination de l'allocation stratégique doit être réalisée en interne à partir d'un travail prospectif qui nécessite de se doter d'une expertise technique importante. Elle doit être suffisamment précise pour décider ce qui doit être géré entièrement en interne et ce qui doit être délégué et à quel genre de compétences. Les allocations stratégiques doivent être flexibles dans le temps, c'est-à-dire révisées annuellement et projetées sur un horizon glissant de cinq ans. Plusieurs horizons sont possibles : des grandes tendances sur les rendements à vingt ou vingt-cinq ans et une projection macroéconomique à cinq ou dix ans. Ce type d'allocation implique également un contrôle trimestriel avec examen des conditions de marché. L'opportunité d'un *rebalancing* (c'est-à-dire maintenir l'allocation stratégique ou la modifier vers une nouvelle structure) doit être le fruit d'une analyse des écarts entre les allocations réelles et les allocations cibles (stratégiques). Si ces écarts sont temporaires, alors l'opportunité de changer la structure est inefficace et *vice versa*. Cette prise en compte de la couverture inter-temporelle implique une stratégie contrariante ou contra-cyclique en fonction d'une analyse de long terme des actifs. L'incertitude sur les hypothèses des scénarios et sur les modèles eux-mêmes est suffisamment grande pour que le jugement des responsables de l'allocation soit en dernier ressort un déterminant essentiel du choix.

Par ailleurs, si les investisseurs de long terme prennent en compte leurs engagements de passif, une gestion dynamique actif/passif, où le passif devient le benchmark, s'impose dans leur stratégie d'allocation. Celle-ci consiste à optimiser le surplus (actif moins passif) et à séparer le portefeuille en deux parties, dont l'une recourt à l'immunisation contingente (cœur) et l'autre recherche le rendement absolu.

L'OCDE (2011) se distingue de ces tentatives en proposant une définition basée sur 3 caractéristiques : i) un capital productif (développement des infrastructures, initiatives pour la croissance verte, financement des PME) ; ii) un capital patient (capacité à détenir des investissements sur des périodes longues -faible *turn over* du portefeuille- et promotion de stratégies moins pro cycliques -pour avoir des rendements plus élevés à long terme et favoriser une plus grande stabilité financière-) ; iii) un capital engagé (meilleure *corporate governance* via l'exercice de droits de vote). Cette définition a le mérite de préciser le type d'actifs à privilégier si l'on veut faire de l'investissement à long terme mais aussi de définir le comportement des acteurs susceptibles de financer l'investissement à long terme. Toutefois, cette définition reste large et difficilement opérationnelle.

Le World Economic Forum (2012) définit l'investissement à long terme comme un investissement avec une intention de détention d'actifs financiers d'une durée illimitée par un investisseur ayant le potentiel de le faire. Pour le WEF, un tel investissement suppose une détention d'au moins 10 ans ou en adéquation avec la durée d'un cycle d'affaire entier.

Le G30 (2013) définit l'investissement à long terme comme des dépenses dans différents types d'infrastructures qui permettent d'augmenter les capacités de production d'une économie. Cela comprend des actifs tangibles (routes, ponts, ports, usines, hôpitaux...) et de actifs intangibles (éducation et recherche et développement) qui accroissent les perspectives futures en matière d'innovation et de compétitivité (voir Figure 2). La plupart de ces actifs sont de biens publics qui non seulement génèrent un rendement social élevé mais aussi permettent aux entreprises de produire plus de biens et services avec des ressources plus rares, augmentant ainsi la croissance de la productivité.

On observe que les définitions de l'OCDE, du G30, du WEF et d'Aglietta et al. ne recouvrent qu'une seule voire deux dimensions sur les trois envisagées. Dans la mesure où l'investissement de long terme implique une chaîne d'acteurs où les comportements des uns doivent être cohérents avec ceux des autres, nous considérons que ces trois dimensions sont complémentaires. En conséquence, la réunion de ces dimensions est essentielle pour définir l'investissement à long terme car elle permet de dépasser les limites des définitions antérieures pour arriver à une définition universelle, dont on voit bien qu'elle est nécessaire à la mise en place de mécanismes d'incitation favorisant l'investissement de long terme. L'exploitation des réponses aux questions du livre vert nous permet de mettre en évidence des consensus, plus ou moins larges, sur ces trois dimensions complémentaires de la notion d'investissement à long terme.

Section 2 : Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme : l'analyse de la Commission Européenne

1. La définition de l'investissement selon la Commission Européenne

La Commission affirme que l'investissement à long terme implique des investissements dans des actifs de maturité longue, qui ont une valeur économique et sociale. Ces actifs peuvent être tangibles et intangibles comme les projets infrastructures, l'éducation, l'innovation liée à l'environnement... Cela comprend des biens industriels ou les biens publics avec de fortes externalités positives. Par ailleurs, elle définit les acteurs de long terme comme ceux qui doivent chercher à privilégier à la fois des rendements élevés sur le long terme par des rendements croissants et une croissance des appréciations du capital sur le long terme. Si elle reconnaît que les ressources de long terme devraient être utilisées pour financer l'investissement de long terme, elle revendique la nécessité de passer par un financement via des actifs liquides en mettant en garde tout de même contre des comportements court termistes. Enfin, la Commission se dit favorable à une transformation du système financier plus diversifié car les risques de long terme élevés ont vocation à être partagés par l'ensemble des intermédiaires financiers.

Ainsi, la Commission propose une définition très large de l'investissement à long terme qui tend à privilégier les deux premières dimensions au détriment de la troisième dimension. Si elle reconnaît qu'il peut y avoir un comportement de court terme lié à la liquidité des marchés (détention d'actifs par certains intermédiaires à la micro seconde pour essayer de capter des rendements très élevés à court terme), elle ne dit pas clairement ce qu'implique un comportement de long terme.

2. Résumé des réponses à la consultation par la Commission Européenne

La Commission a publié début 2014 une synthèse des réponses reçues à la consultation par question (CE, 2014). Sur les deux premières questions, cette synthèse peut se résumer en 6 points principaux :

- Outre les raisons évoquées par la CE, certains répondants ont ajouté d'autres facteurs pouvant contribuer à la dés-incitation de l'investissement à long terme : l'incertitude économique et le manque de confiance ; la capacité limitée des systèmes bancaires à la périphérie de l'Europe, les taux d'intérêt bas sur l'épargne, un *mismatch* entre la capacité d'épargne et les besoins de long terme des gouvernements, des PME et des consommateurs individuels.
- Un certain nombre de répondants ne sont pas d'accord pour opposer le financement de long terme au financement de court terme ; le premier soutenant l'autre.
- La majorité des répondants pense que le financement de long terme doit être flexible et basée sur l'objectif d'investissement plutôt que sur la durée car la durée dépend de la nature de l'actif à financer. Toutefois, un grand nombre considère que l'investissement au-delà de 5 ans ou représentant un cycle d'affaire complet peut être considéré comme du long terme.
- Une minorité de répondants met en avant qu'il serait plus utile d'avoir une définition étroite, reconnue internationalement afin d'avoir des statistiques disponibles sur la demande et l'offre de financement, ce qui aiderait à mieux cibler les politiques à mettre en place.
- Beaucoup suggèrent d'adopter la définition de l'OCDE.

Même si la Commission ne précise pas dans ce court résumé le nombre de répondants pour chacun de ces points et ne développe pas les arguments des parties prenantes, il est intéressant de noter qu'un certain nombre de répondants considèrent que l'investissement au-delà de 5 ans peut être considéré comme un horizon de long terme. Cette durée pourrait donc être vue comme un début de consensus pour la définition de l'investissement à long terme. Cela nous incite à aller plus loin en faisant une analyse détaillée des réponses pour : (i) faire une carte des opinions de l'ensemble des répondants et des principales catégories sur la notion de l'investissement à long terme et les propositions de réformes pour promouvoir de l'investissement à long terme ; (ii) étudier et confronter leurs arguments au regard de la littérature économique.

Cette étude qualitative basée sur un échantillon représentatif européen nous permettra de déterminer de nouveaux critères pour mieux définir la notion de l'investissement à long terme à partir de laquelle on pourra appréhender les nouvelles exigences comptables et prudentielles. Car toute la difficulté réside dans le fait que pour chacune de ces dimensions, il n'y a pas de consensus actuellement au sein des académiques ou du monde professionnel, rendant difficile la mise en place de réglementations ou des mécanismes d'incitation *ad hoc* pour favoriser l'investissement à long terme.

Section 3 : Le livre vert sur le financement de l'investissement à long terme : le point de vue de l'échantillon global

1. Un échantillon représentatif sur le plan sectoriel et géographique

Sur les 292 réponses rendues publiques par la Commission Européenne en 2013, nous en avons traitées 257²⁰. Sur les deux premières questions²¹ qui portent sur l'investissement à long terme, on dénombre 189 répondants, soit plus de 70% des 257 répondants analysés. Le nombre de réponses est élevé et la quantité d'information qualitative considérable. Les réponses sont analysées par catégorie de répondants: les intermédiaires financiers (banques, assurances, fonds de pension, autres fonds d'investissement), les intermédiaires de marché, (auditeurs, comptables, consultants, opérateurs de marché) les régulateurs et superviseurs, la société civile et les sociétés non financières. Plus de la moitié (60%) des 189 réponses émanent du secteur financier (dont 35% pour les intermédiaires financiers, 18% pour les intermédiaires de marché, et 7% pour les régulateurs/superviseurs). Les 35% d'intermédiaires financiers sont constitués de banques (13%), compagnies d'assurance et fonds de pension (9%) et autres fonds d'investissements (13%). Les 40% de répondants non financiers se répartissent entre les sociétés non financières (22%) et la société civile (18%). Il y a donc eu une mobilisation aussi bien de la part du secteur financier que non financier. Mais cela masque des disparités entre les différents pays. Les réponses émanent de 19 pays différents inégalement répartis avec deux pays en tête : la France (23%) et la Grande Bretagne (18%) loin devant l'Allemagne (6%). Enfin, les autres pays sont très minoritaires, chacun représentant moins de 2% des répondants. On en déduit qu'il s'agit de points de vue franco-britanniques et allemands dans une moindre mesure, ces trois pays totalisant un peu moins de 50% des réponses et les 3/4 du PIB des pays de l'EU.

2. Statistiques descriptives

On observe un consensus au sein de l'ensemble des répondants pour définir l'investissement de long terme comme un actif productif tels que la FBCF tangible et intangible pouvant être de différentes maturités (court, moyen et long terme) car dépendant très fortement de la nature des entreprises à financer. Un certain nombre mettent l'accent sur l'utilité et la durée de l'actif de long terme. Ce qui sous-tend de privilégier une maturité relativement longue. Le consensus s'effrite sur les caractéristiques de cet actif : degré de liquidité et nature financière de l'actif. A l'instar de la Commission, nombre de répondants considèrent que cet investissement peut prendre différentes formes : à la fois liquides et illiquides tandis que d'autres qui sont majoritaires pensent que la forme privilégiée pour ce type d'investissement doit être des actifs illiquides. Au final, le consensus se fait sur une définition large de l'investissement où on regroupe sous la même bannière des actifs productifs et financiers sans les hiérarchiser. Ceci est dommageable car l'influence de ces deux types d'actifs n'est pas le même sur la croissance de long terme. En revanche, il existe un consensus important sur la nature du passif de long terme. Autrement dit, les projets d'investissement devraient naturellement être financés par de l'épargne long terme i.e. des ressources de long terme ou stables. Ce qui confirme ce critère pour différencier les investisseurs à long terme des autres investisseurs (voir tableau ci-dessous).

²⁰ 257 parties prenantes ont répondu à au moins une question. 8 réponses n'ont pas été publiées et 27 réponses en hollandais, italien ou en allemand n'ont pas été traitées.

²¹ Question 1 : Êtes-vous d'accord avec l'analyse relative à l'offre et les caractéristiques de financement de long terme ? Question 2 : Avez-vous un point de vue plus approprié de la définition du financement de long terme ?

Tableau 2 : Définition de l'investissement de long terme selon le livre vert

Dimension 1 : Projets d'investissement de LT	Dimension 2 : financement de LT	Dimension 3 : comportement de LT des financeurs
<i>Formation of long-lived capital intangible assets (education et research et development) that boost innovation et competitiveness).</i> (20)	Définition en fonction de la maturité 5 ans (analyse fondamentaliste) (21)	Capital patient associé à la gestion contra cyclique (30)
<i>Formation of long-lived capital, tangible assets (energy, transport et communication infrastructures, industrial et service facilities, housing et climate change et eco-innovation technologies)</i> (20)	Passif de long terme contractuel (11)	Horizon compatible avec la maturité du passif (adossement actif-passif) (18)
Définition de l'investissement à long terme dépend du type de société PME (20)	Définition en fonction de la maturité >10 ans (7)	Détention d'un titre (action, obligation) sur le long terme (<i>turn over</i> faible) (13)
Caractéristiques des actifs de long terme liquides et illiquides (17)	Passif de long terme stable (6)	Besoin d'un capital stable / volatilité de marché (11)
Utilité de l'actif financé (bien public, externalité positive) (10)	Dépend des mécanismes de refinancement public/ marché transfert des risques (4)	Intention de détention d'un actif sur le long terme (12)
Durée utilisation du projet phase commerciale ou <i>cash flow</i> à pendre en compte car appelle des fin différents (9)	Les investisseurs de long terme publics (ex : CDC) (1)	Capital engagé dans les sociétés (exercice des droits de vote) (10)
Caractéristique commune des actifs de long terme : illiquidité (8)		Horizon de long terme est celui compatible avec <i>business model</i> /projet (10)
Durée de réalisation de l'actif productif (6)		Respect et renforcement des devoirs fiduciaires (2)
Horizon/ maturité n'est pas important mais utilité de l'actif financé (5)		
Actifs stables <i>cash flows</i> réguliers et prévisibles (4)		
<i>Short lived goods (phone, computer...)</i> (1)		

Source: auteurs

Enfin, dans une moindre mesure, l'ensemble des répondants tentent de définir ce qu'implique l'investissement en matière de gestion d'actifs. Le comportement de long terme est associé : à une gestion contra cyclique par opposition à un comportement moutonnier et pro-cyclique ; une gestion actif-passif ; une détention ou une intention de détention d'un actif dans le temps impliquant un *turn over* faible. Cette maturité²² est précisée par un grand nombre de répondants : 5 ans au minimum. Une détention minimale de 10 ans est également évoquée mais plus marginalement. D'une certaine façon, les répondants tranchent le débat sur l'horizon de long terme que la Commission a préféré éviter. Les répondants rappellent le besoin d'un capital stable pour l'entreprise dans un monde de volatilité importante de marché. Par ailleurs, on compte quelques propositions qui font le lien avec l'entreprise : un comportement de long terme des financeurs est vu comme un comportement engagé avec une prise en compte du *business model* de l'entreprise à financer. Très loin derrière, des répondants proposent que les investisseurs respectent les devoirs fiduciaires et que les banques conservent une grande partie des risques au bilan.

Si les répondants ont le mérite de compléter la définition de l'investissement à long terme de la Commission, certains éléments de définition sur les stratégies de placements notamment restent encore au stade des principes. Seule la proposition relative à la détention minimale d'actifs financiers sort du lot. Elle est par ailleurs très intéressante car révèle qu'un comportement à long terme implique un certain degré d'illiquidité dans les stratégies de placements si on veut diminuer la pression des marchés sur les firmes en prenant davantage en compte la durée de leur cycle d'affaire ou si on veut augmenter l'engagement de leurs partenaires financiers.

Les propositions de l'ensemble des répondants pour favoriser l'investissement à long terme

Pour une large majorité, les répondants sont favorables à une diversification des acteurs du système financier en termes d'acteurs sans toutefois remettre en cause la prépondérance des banques. Ce point invite ainsi à un nouveau partage des financements vers d'autres intermédiaires financiers non bancaires et vers plus de financement en actions au détriment de la dette. Ensuite, les propositions sont essentiellement liées aux instruments avec, en premier lieu, le développement de la titrisation comme mode de financement (8), le développement de marchés obligataires de long terme (3), le fait de privilégier le marché primaire²³ accompagné de la création de produits de long terme (4) la simplification de produits pour plus de transparence (5) et la baisse des coûts des émissions d'actions (IPO²⁴), la création d'un fonds de long terme européen... Les autres propositions concernent les acteurs potentiels, en favorisant les co-investissements et en mettant en place des intermédiaires publics ou parapublics comme interface entre les investisseurs à long terme et les demandeurs de long terme, ou encore des banques de développement régionale ou des banques de développement.

Toutes ces propositions sont intéressantes car elles sont très diversifiées et nouvelles par rapport à celles de la Commission européenne. Elles constituent des pistes à explorer pour promouvoir l'investissement à long terme. Parmi les réponses intéressantes et qui font consensus avec un nombre élevé d'occurrences, on compte la diversification des acteurs du système financier dans lequel les banques doivent conserver une hégémonie via une

²² Cette maturité de 5 ans trouve d'ailleurs le soutien du G20.

²³ Le marché primaire est vu comme un indicateur essentiel de la santé des marchés financiers dans sa capacité à délivrer une valeur à l'éco réelle

²⁴ *Initial Public Offering*

intermédiation traditionnelle. D'autres sont intéressantes mais ne font pas consensus avec un nombre d'occurrences peu élevé : le développement de marchés obligataires de long terme, le fait de privilégier le marché primaire accompagné de la création de produits de long terme, la création d'intermédiaires publics ou parapublics, la création d'un fonds de long terme européen, de banques de développement régionales... Parmi celles non recevables au regard d'une orientation plus long terme, on compte la diversification du système financier orienté marché au détriment des banques et le développement de la titrisation sans garde fous comme de financement à privilégier.

Tableau 3 : Propositions des répondants du livre vert pour promouvoir l'investissement à long terme

Dimension 2 : Financement de long terme (# occurrences)	Dimension 3 : Comportement de long terme des financeurs (# occurrences)
Diversifier les acteurs du système financier avec importance des banques (38)	Prendre en compte des critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) dans les stratégies de placements (5)
Développer le financement en fonds propres par rapport à la dette (23)	Changer incitations pour aligner les intérêts des principaux agents (4)
Les banques doivent conserver leur hégémonie dans intermédiation traditionnelle. dans le système financier (20)	Inciter à investir un pourcentage dans des titres illiquides (3)
Favoriser une épargne préalable car l'offre de financement dépend de l'épargne des ménages (20)	Réguler les financements alternatifs (<i>hedge funds, shadow banking</i>) (2)
Développer la titrisation comme mode de financement (8)	Garantie publique pour promouvoir le financement d'investissements de long terme (1)
Développer les banques de développement ou régionales (sélection et évaluation de projets) (8)	Inciter fiscalement les acteurs de long terme supérieur à 5 ans (fonds de pension, compagnies d'assurance...) (1)
Combiner des formes de financement marché et non marché (7)	Mettre en place cadre par le public pour re-financement (1)
Simplifier les produits pour plus de transparence (5)	Développer expertise en interne sur mesure de risque long terme (1)
Diversifier le système financier orienté marché au détriment des banques (5)	
Créer des produits nouveaux et ou modifier ceux actuels pour orienter à long terme (4)	
Développer le marché primaire (3)	
Créer un fonds d'investissement de long terme européen (3)	
Baisser le coût des IPO (3)	
Promouvoir le financement obligataire de long terme (plus profond) (3)	
Developper les placements privés <i>covered bonds, project bonds, crowdfunding</i> (3)	
Développer les co-investissements, <i>partnerships</i> entre investisseurs institutionnels et banques avec standardisation et transparence de ces nouvelles classes d'actifs (2)	
Offrir par défaut des produits qui dépendent de la période de détention (1)	
Créer des plateformes pour les investissements de long terme (1)	
Créer un nouvel intermédiaire financier public entre investisseurs de long terme et emprunteurs (1)	

Parmi les propositions de la dimension 3 (comportement de long terme des financeurs), tout est axé sur la gestion d'actifs des intermédiaires financiers non bancaires. Il n'y en aucune sur les banques. Parmi celles intéressantes et qui font consensus avec un nombre faible d'occurrences, il y a le fait d'inciter/d'imposer certains acteurs comme les investisseurs à long terme à détenir un pourcentage d'actifs illiquides, la mise en place de garanties publiques pour aider le secteur privé dans le financement de long terme, la régulation des financements alternatifs (*hedge funds, shadow banking*), le changement des incitations pour aligner les intérêt des principaux et agents ou encore la prise en compte des critères ESG (*Environnemental, Social, Governance*). Si les deux dernières restent floues et très générales, les premières sont intéressantes au regard de l'investissement de long terme. Enfin, on compte plusieurs recommandations générales comme la nécessité d'avoir un cadre réglementaire stable, des conditions macroéconomiques favorables, de créer les conditions de la confiance, vus comme des prérequis. Ces observations masquent des disparités entre catégories d'acteurs que l'on va analyser.

Section 4 : Le point de vue des parties prenantes

1. Le point de vue du secteur financier

Le secteur financier s'inscrit dans la ligne de la CE. On retrouve les mêmes réponses que la définition générale. Les répondants pensent majoritairement qu'un actif de long terme est lié à la formation de capital tangible et intangible et sont contre la distinction entre actifs court terme/long terme et actifs financiers/productifs (voir tableau ci-dessous). Sur la dimension 2 (financement de long terme), ils plébiscitent le passif long terme contractuel ou stable comme source d'épargne à privilégier pour financer l'investissement à long terme. Certains évoquent la maturité de 5 ans voire 10 ans pour les assureurs et fonds de pension. Sur la dimension 3 (comportement de long terme), ils mettent l'accent sur le comportement contra-cyclique et engagé, l'intention de détention et la gestion actif passif.

Pour promouvoir l'investissement à long terme, les répondants du secteur financier²⁵ sont favorables à une plus grande diversification du système financier à la fois des acteurs (investisseurs institutionnels, banques de développement, d'un fonds d'investissement long terme...) et des modes de financement (meilleure répartition entre action et dette) comme par exemple le développement d'un financement obligataire de long terme, de la titrisation, la création de nouveaux produits long terme (*covered bonds*) ou la baisse des coûts des IPO. Parmi les propositions qui comptent peu d'occurrences mais qui représentent des pistes originales, il y a la création de produits en fonction de la période de détention et de plateformes spécifiques aux investisseurs à long terme.

²⁵ Les banques veulent un système financier dans lequel les banques resteraient prépondérantes via leur intermédiation traditionnelle (même s'ils sont favorables à une diversification vers de nouveaux acteurs avec des co-investissements et de nouveaux instruments modes comme la titrisation).

Tableau 4 : Propositions des répondants issus du secteur financier pour promouvoir l'investissement à long terme

PROPOSITIONS

Banques	Assurance	Fonds d'investissement	Intermédiaires de marché
Les banques doivent conserver leur hégémonie dans l'intermédiation traditionnelle (8)	Importance d'une épargne préalable car l'offre de financement dépend de l'épargne des ménages (3)	Importance d'une épargne préalable car l'offre de financement dépend de l'épargne des ménages (3)	Pour une diversification des acteurs du secteur financier avec importance des banques car les autres acteurs étaient insuffisants (8)
Pour une diversification des acteurs du système financier avec importance des banques (8)	Pour une diversification des acteurs du secteur financier orienté banques car les autres acteurs étaient insuffisants (3)	Pour une diversification des acteurs du système financier avec importance des banques (3)	Il faut développer les financements en fonds propres par rapport à la dette (5)
Combinaison de formes de financement marché et non marché (4)	Développer la titrisation comme mode de financement (1)	Financement d'obligations de LT profond (2)	Simplifier les produits pour augmenter transparence (2)
Il faut développer la titrisation comme mode de financement (3)	Banque de développement ou régionale multilatéral (sélection et évaluation des projets) (1)	Développer les financements en fonds propres par rapport à la dette (2)	Développer la titrisation comme mode de financement (2)
Importance d'une épargne préalable car l'offre de financement dépend de l'épargne des ménages (2)	Fonds d'investissement européen de long terme (1)	Créer des produits nouveaux long terme et/ou modifier ceux actuels pour orienter plus à long terme (1)	Les banques doivent conserver leur hégémonie dans intermédiation traditionnelle. Dans le secteur financier car ce sont des intermédiaires financiers spécifique et donc promouvoir le crédit et la transformation (2)
Pour les co-investissements, partenariats entre investisseurs institutionnels et banque (2)		Développer les obligations garanties ou <i>covered bonds</i> (1)	Pour un système financier plus marché au détriment des banques (2)
Créer des produits nouveaux et ou modifier ceux actuels pour orienter long terme (1)		Baisse du coût des IPO (1)	Banque de développement ou régionale multilatéral (1)
Offrir par défaut des produits qui dépendent de la période de détention (1)			Fonds d'investissement européen de long terme (1)
Banque de développement ou régionale multilatéral (1)			
Création de plateforme pour les investisseurs de long terme			

2. Le point de vue du secteur non financier

Les répondants issus de la société civile

Dans la dimension 1 (projet d'investissement de long terme), les réponses de la société civile²⁶ se différencient de celles du point de vue général dans la mesure où l'actif de long terme est uniquement défini comme un actif productif et non financier. Cet actif devrait être de moyen et long terme (en lien avec la durée de réalisation et d'utilisation) et prenant en compte la transition écologique.

Dans la dimension 2 (financement long terme), les répondants accordent une plus grande importance aux acteurs et aux instruments qu'aux ressources. S'agissant des instruments, les répondants semblent plutôt favorables à une meilleure répartition entre le financement action et dette mais également au développement d'un marché obligataire de long terme à un niveau supra national. Ceux qui défendent la titrisation, une plus grande transparence via la simplification des produits et le développement du marché direct sont plus minoritaires. Les répondants sont pour une diversification du système financier dans lequel les banques resteraient dominantes et soutiennent la création d'intermédiaires publics ou parapublics (banques de développement/régionale, fonds d'investissement européen) ou d'autres formes d'intervention publique (la mise en place d'un cadre public pour le financement ou refinancement avec la garantie implicite BCE ou encore la création d'une plateforme d'échange pour les investisseurs postulés à long terme).

Dans la dimension 3 (comportement de long terme des financeurs), la société civile met l'accent sur le besoin d'avoir un capital patient ce qui implique une durée de détention assez longue (*turn over* faible), la nécessité d'avoir un horizon de placement compatible avec le *business model* du projet ou de l'entreprise, le capital engagé, l'amélioration de la gouvernance interne des fonds (développement en interne d'une expertise des risques, changement des incitations pour aligner les intérêts des principaux et des agents). Surtout elle souligne le fait que le comportement implique une recherche du rendement sur le long terme qui se différencie de la somme de rendements réalisés à court terme. Dans la dimension 3, les répondants issus de la société civile mettent en avant la nécessité d'adapter la réglementation en fonction des caractéristiques des acteurs, le changement des incitations pour aligner les intérêts des principaux et des agents, la régulation des financements alternatifs, le besoin d'un capital stable par rapport à la volatilité de marché qui doivent se traduire dans les stratégies et enfin la prise en compte des critères ESG dans la décision de placement.

Enfin parmi les propositions générales faites par la société civile, on compte la création d'une autorité d'évaluation des projets. Si on crée une autorité d'évaluation publique, l'Etat peut avoir un rôle à jouer dans la détermination du taux d'actualisation des projets de long terme. L'enjeu étant de savoir quelle importance on attribue au long terme. Enfin, quelques répondants proposent la création monétaire comme source de financement de l'investissement à long terme. Ces trois dernières propositions sont importantes car elles tendent à réhabiliter l'Etat dans certaines de ses prérogatives.

²⁶ Syndicats, organisations de consommateurs, académiques, *think tanks*...

Tableau 5 : Les propositions des répondants issus de la société civile et des sociétés non-financières pour promouvoir l'investissement à long terme

PROPOSITIONS	
Société civile	Société non-financière
Développer financement en fonds propres / dette (8)	Développer financement en fonds propres / dette (6)
Les banques doivent conserver leur hégémonie dans intermédiation traditionnelle. dans le secteur financier car ce sont des intermédiaires financiers spécifique et donc promouvoir le crédit et la transformation (6)	Diversifier les acteurs du système financier avec importance des banques car les autres acteurs étaient insuffisants (6)
Diversifier les acteurs du système financier orienté banques car les autres acteurs étaient insuffisants (6)	Développer marché primaire indicateur essentiel de la santé des marchés financiers dans sa capacité à délivrer une valeur ajoutée à l'éco réelle (3)
Simplifier les produits pour favoriser la transparence (2)	Développer les banques de développement ou régionales multilatérales (sélection et évaluation de projets) (3)
Développer les banque de développement ou régionale multilatéral (sélection et évaluation des projets) (2)	Les banques doivent conserver leur hégémonie dans intermédiation traditionnelle. dans le secteur financier car ce sont des intermédiaires financiers spécifique et donc promouvoir le crédit et la transformation (2)
Créer des produits nouveaux long terme et ou modifier ceux actuels (1)	Baisser le coût des IPO (2)
Développer la titrisation comme mode de financement avec limites (1)	Developper les placements privés <i>covered bonds projects bonds crowdfunding</i> (2)
Developper les <i>covered / bonds project bonds crowd funding</i> PE plateformes (1)	Développer la titrisation comme mode de financement avec des limites (1)
	Créer un fonds d'investissement long terme européen (1)
	Créer un nouvel intermédiaire financier public qui joue le rôle d'interface entre les projets et les investisseurs. (1)

Les répondants issus des sociétés non financières

Paradoxalement, les sociétés non financières ne mettent pas l'accent sur les actifs productifs pour définir l'investissement à long terme tout comme elles ne semblent pas prêter intérêt à l'économie bas carbone. Elles préfèrent mettre en exergue le fait que la définition dépend du type de sociétés pour dire que la maturité de court, moyen et long terme n'est pas le principal critère.

A l'instar de la société civile, les répondants issus des sociétés non financières sont favorables à une diversification de la nature des instruments de financement. Cela passe par une meilleure répartition entre le financement action et dette ; une diversification du système financier dans lequel les banques resteraient dominantes et le développement du financement de marché direct (baisse des coûts des IPO). Parmi les propositions originales, on compte celle de développer le marché primaire vu comme un indicateur essentiel de la santé des marchés financiers dans sa capacité à délivrer une valeur ajoutée à l'économie réelle et celle de créer des intermédiaires financiers parapublics. Parmi les propositions qui comptent peu d'occurrences, il y a le développement de la titrisation sécurisée et simple (voir chapitre 5), le développement des *covered bonds, projects bonds, crowdfunding*, les partenariats public privés, la création d'un fonds long terme européen. Une proposition est particulièrement originale : celle de créer un nouvel intermédiaire financier public qui joue le rôle d'interface entre les projets et les investisseurs.

Si les sociétés non financières mettent l'accent sur le besoin d'avoir un capital patient impliquant un *turn over* de portefeuille faible, la nécessité d'avoir un horizon de placement compatible avec le business model du projet /entreprise, elles font peu de propositions sur la

gouvernance d'entreprise. S'agissant de la gouvernance des fonds, une petite minorité propose la prise en compte des critères ESG dans la décision de placement. Seule une proposition semble particulièrement originale, celle d'inciter un certain type d'investisseurs comme les investisseurs postulés à long terme de détenir un pourcentage de leur portefeuille dans des actifs illiquides qu'ils détiennent sur maturité de long terme.

Contrairement à la synthèse de la CE, notre exploitation des réponses aux questions présentes dans le livre vert nous permet de mettre en évidence des consensus, plus ou moins larges, sur les questions de définition de l'investissement à long terme.

3. Vers une nouvelle définition de l'investissement à long terme.

Tableau 6 : Les trois dimensions complémentaires de l'investissement à long terme

3 dimensions de l'investissement à LT	Dimension 1 : nature projet .LT	Dimension 2 : Financement à LT	Dimension3 : Comportement à LT
Sous dimension 1	Objectif <i>Croissance LT/ durable</i>	Nature des ressources <i>Epargne LT et/ou stables</i>	Stratégies de placement (contrariante, faible <i>turn over</i> , détention minimale de 5 ans d'un actif financier)
Sous dimension 2	Nature des actifs et acteurs à financer <i>Investissements productifs tangibles et intangibles LT>> en priorité CT, MT</i>	Instruments/véhicules <i>Ad hoc LT</i>	Gouvernance d'entreprise <i>partenariale</i>
Sous dimension 3		Acteurs financeurs <i>Investisseurs de LT Banques de développement Banque publiques d'investissement</i>	

Source : auteurs

La première dimension : projet d'investissement long terme

Dans cette dimension, l'objectif principal recherché de ce type d'investissement est la croissance²⁷ de long terme (dimension 1.1). La 2ème sous-dimension (1.2) (nature du projet d'investissement) suppose que l'investissement à long terme repose sur l'investissement dans du capital productif, i.e. celui qui, en engageant durablement des ressources financières, permet de créer de nouvelles unités de production, d'innover et d'améliorer le processus de production. Ce type de capital est à distinguer du capital financier qui, s'il implique une prise de risque de la part de l'entreprise qui réalise cet investissement, ne consiste pas directement à déplacer les frontières de production. Il n'apporte pas directement une contribution à la production de l'économie réelle. Ainsi pour ces raisons, les caractéristiques liées à la nature de

²⁷ Certains répondants soulignent que ces investissements devraient s'orienter vers le développement d'innovations et d'infrastructures contribuant à répondre aux problèmes du changement climatique.

ces projets d'investissement à long terme devraient être uniquement des actifs productifs tangibles ou/et intangibles, plutôt que des actifs financiers. De plus, ce capital productif s'inscrit dans le temps. Il peut se faire à différentes échéances court terme moyen et long terme mais ce qui importe c'est son renouvellement.

Définir la nature du projet en lien avec la croissance de long terme est nécessaire mais pas suffisant car les besoins de long terme doivent être en partie financés par des agents qui ont de l'épargne excédentaire. C'est pourquoi la deuxième dimension de l'investissement à long terme liée au financement à long terme est nécessaire. Celle-ci se subdivise en trois sous dimensions.

La deuxième dimension : financement de long terme

La première sous dimension (2.1) (nature de l'épargne) concerne les préférences des agents à capacité de financement qui ont un surplus d'épargne. Leurs ressources peuvent être à plus ou moins court terme, publiques/privées, internes/externes. Nous pensons qu'une épargne longue (contractuelle et/ou statistique) doit être privilégiée dans la mesure où elle implique une contrainte de liquidité moindre pour le financeur. La deuxième sous dimension (2.2) (instruments de financement de long terme) pose la question des véhicules/instruments à promouvoir pour le financement de projets d'investissement à long terme. Dans la mesure où derrière ces projets, il y a des entreprises qui doivent se projeter dans l'avenir, nous pensons qu'il est nécessaire de développer davantage la gamme d'instruments financiers long terme *ad hoc* (fonds européens de long terme, obligations long terme...) qui s'adresseraient en priorité aux investisseurs dits de long terme. Dans la troisième sous dimension (2.3) (financeurs de long terme), il s'agit de trouver les acteurs susceptibles de s'engager à un horizon suffisamment long dans le financement de la croissance de long terme. De tels acteurs pourraient être les investisseurs de long terme qui ont un passif de long terme (fonds de pension, compagnies d'assurance vie...) ou encore des banques de développement ou publiques d'investissement.

Si cette deuxième dimension est importante car elle met en avant la nécessité de promouvoir une épargne préalable et des supports financiers de long terme spécifiques, là encore elle ne saurait suffire car se pose la question du comportement de long terme effectif des financeurs (troisième dimension). Un investisseur ayant des ressources longues peut très bien privilégier des placements court-terme pour des raisons diverses (concurrence, réglementations, mécanismes d'incitations). D'où la nécessité de prendre en compte une troisième dimension qui vise à définir ce qu'est un comportement de long terme, en se différenciant d'un comportement de court terme.

La troisième dimension : comportement de long terme des financeurs

Ces trois dimensions étant complémentaires, l'adéquation avec les deux précédentes dimensions implique un engagement *a minima* des financeurs. Remettre en cause la durée de l'engagement financier, reviendrait à renier les projets d'avenir. L'entreprise est bien une institution destinée à se reproduire dans le temps, même si certains des financeurs (prêteurs et actionnaires) ne souhaitent la suivre que sur une partie du chemin. En cas de désaccord stratégique majeur, certains financeurs, à défaut de pouvoir réorienter la stratégie, peuvent décider de se désengager, de retirer leurs capitaux de l'entreprise. Autrement dit, il est nécessaire que les investisseurs/actionnaires acceptent une forme d'illiquidité de leurs placements pour que l'investissement productif ait lieu, et que cet investissement nourrisse en

retour les perspectives de profit futur qui sont les garantes de la valorisation de l'action à long terme. Acquérir une action ne saurait suffire pour déterminer un comportement de long terme par un investisseur.

Keynes présente ainsi comment vont s'opposer capital financier et capital productif. D'un côté, cette croyance en la liquidité va réellement soutenir l'investissement productif en impliquant des investisseurs financiers qui ne se seraient autrement pas engagés. Mais le revers de la médaille tient à ce que les prix des actions, déterminés par la possibilité de se désengager, c'est-à-dire par les opérations d'achat et de vente de ces titres, vont influencer les conditions de financement des entreprises nouvelles ou existantes. Dans les périodes où les prix de marché sont faibles, il est logique de racheter des entreprises déjà opérationnelles plutôt que d'investir soi-même dans de nouvelles unités de production en créant une nouvelle entreprise à un coût qui serait supérieur. Inversement, lors de bulles spéculatives, la perspective de revente des titres à un prix élevé incitera fortement les actionnaires à engager des fonds supplémentaires dans des entreprises nouvelles ou existantes, notamment en souscrivant à leurs augmentations de capital qui permettront de réaliser des investissements productifs. Il en résulte des dynamiques de suraccumulation et de sous-accumulation du capital productif, les cycles d'investissement réel se trouvant assujettis à la dynamique instable du marché boursier. Cette dynamique ne repose en effet en rien sur l'anticipation des rendements de long terme du capital productif, c'est-à-dire sur la valeur fondamentale de la firme, marquée par une incertitude radicale pour l'investisseur financier externe.

Cette dynamique dépend au contraire de l'estimation d'une valeur conventionnelle et autoréférentielle comme le rappelle Orléan (1999). Conventionnelle car ce sont des indicateurs communément acceptés par la communauté financière qui vont faire la valeur du titre (le jugement d'un analyste financier par exemple, ou encore la publication trimestrielle des bénéfices). Autoréférentielle ensuite car les investisseurs financiers ne vont pas évaluer les titres d'une firme en fonction de sa valeur fondamentale, ce qu'ils ne peuvent faire, faute d'informations stratégiques et de compétences financières nécessaires, mais en fonction de ce qu'ils anticiperont être les jugements des autres acteurs de marché face à la divulgation d'informations conventionnelles. Ces conventions sont donc précaires, toute annonce de dépense d'investissement par les firmes pouvant être encensée par les marchés un jour pour être sanctionnée le lendemain. La conséquence sur l'investissement productif se matérialise alors : investir trop dans l'euphorie, ne pas investir assez dans la dépression. Il ne peut être par conséquent maintenu un volume suffisant d'investissement de manière constante.

Plus spécifiquement, l'ajout d'une dose d'illiquidité dans la troisième dimension concerne le comportement de placement des investisseurs/intermédiaires financiers (non bancaires) pouvant s'articuler autour de 2 sous-dimensions :

- (i) le comportement de long terme des intermédiaires financiers est lié essentiellement à sa stratégie de placement en général, en actions en particulier
- (ii) la promotion d'une gouvernance partenariale qui prenne en compte non pas uniquement l'intérêt des actionnaires à l'instar de la gouvernance actionnariale mais de l'ensemble des parties prenantes.

La première sous dimension (3.1) (stratégies de placements de long terme) concerne l'allocation d'actifs des intermédiaires financiers visant à financer des projets de long terme. Nous postulons que de tels intermédiaires devraient adopter des stratégies de placement contrariantes ou contra-cycliques liées à une allocation dynamique flexible -avec *rebalancing*-, (à l'opposé d'une gestion *momentum*) impliquant un faible taux de rotation de portefeuille.

Notre analyse des réponses montre qu'un consensus semble se porter sur la durée de 5 ans ; ce résultat est d'ailleurs corroboré par la Commission Européenne dans son résumé. Pour les intermédiaires bancaires dans leur fonction traditionnelle, un comportement de long terme est à associer à leur capacité à faire des prêts de différentes maturités et à garder ces prêts dans leur bilan pour conserver une relation de long terme avec ceux à qui elles accordent un financement. Par ailleurs, cet engagement de long terme nécessaire passe par la promotion d'une gouvernance partenariale tant au niveau des gestionnaires d'actifs que des entreprises dans lesquelles ils placent leurs fonds (dimension 3.2). En effet, ces entreprises peuvent être définies comme des institutions qui font intervenir plusieurs parties prenantes telles des actionnaires, administrateurs, gérants, fournisseurs, clients. Pour faire en sorte que cette entreprise perçue comme une communauté puisse se projeter dans l'avenir, ces parties prenantes doivent entretenir des relations durables. Un tel dessein rend nécessaire l'idée d'engagement assez long qui doit se traduire dans les instruments. Il semble qu'un certain nombre de ces conditions aient été retenues par la Commission pour les investisseurs souhaitant s'engager dans le fonds européen de long terme (ELTIF) entré en vigueur en décembre 2015, que ce soit sur la durée (5 ans) qui correspond à l'insertion d'une dose d'illiquidité dans la gestion d'actifs ou encore les projets d'investissement long terme précisément visés (actifs réels) dans ce type de fonds, sans compter les interdictions liées à certaines innovations financières.

En effet, les ELTIF sont des fonds d'investissement alternatifs fermés qui doivent mobiliser l'épargne longue sur des actifs peu ou pas liquides. Les investissements éligibles (70 % du portefeuille au minimum) seront des instruments de fonds propres et quasi fonds propres (actions non cotées, actions cotées d'entreprises de taille moyenne ou intermédiaire, avec une limite de capitalisation de 500 millions d'euros), prêts participatifs et subordonnés, ...), des instruments de dettes ou créances (prêts) peu ou pas liquides, actifs physiques détenus en direct et donc non titrisés) en particulier dans le domaine des infrastructures etc. Un ELTIF peut également investir, sous certaines conditions et limites, au capital d'autres ELTIF et de fonds d'investissement en capital. Sont en revanche exclus, car non légitimes dans une optique d'investissement de long terme : les matières premières et les dérivés sur matières premières, les ventes à découvert, les œuvres d'art, les manuscrits, les stocks de vins, les bijoux ... le règlement n'ayant pas "vocation à promouvoir l'investissement spéculatif".

Pour permettre une certaine souplesse dans l'acquisition des investissements et la gestion du fonds, un ELTIF pourra emprunter jusqu'à 30 % de son capital (une petite restriction par rapport à un FIA, qui fixe plus librement son levier), et disposera pour investir d'un délai de cinq ans à compter de sa date d'agrément, au maximum. Du côté des investisseurs, le règlement cible les investisseurs de long terme (organismes de gestion des retraites, compagnies d'assurances, fondations ...) mais aussi les particuliers recherchant des revenus réguliers à long terme, au détriment de la liquidité de l'investissement. Les investisseurs d'ELTIF pourront bénéficier de la liquidité des parts de l'ELTIF sur un marché secondaire, car celui-ci pourra être coté sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. L'ELTIF pourra aussi proposer, sous certaines conditions, des droits de remboursement anticipé à ses souscripteurs, mais pas avant la cinquième année.

La définition de l'investissement à long terme selon ces trois dimensions complémentaires²⁸ constituera notre grille d'analyse pour identifier les biais court-termistes potentiels de la réglementation comptable et prudentielle des banques et assureurs.

²⁸ i.e. qui doivent être respectées ensemble

Ainsi, les aspects à promouvoir dans ces trois dimensions complémentaires sont :

- **La première dimension (projets d'investissement long terme) :**

Les projets d'investissement de long terme doivent :

- servir en priorité la croissance de long terme/ durable/créatrice d'emplois
- privilégier des investissements productifs tangibles et intangibles de long terme et de moyen et court terme dans une moindre mesure.

- **La deuxième dimension (financement de long terme) :**

Le financement de projets d'investissement LT doit :

- mobiliser en priorité une épargne longue et/ou stables ;
- impliquer de promouvoir des instruments/véhicules long terme ad hoc
- mobiliser les investisseurs de long terme, des banques de développement, des banques publiques d'investissement...

- **La troisième dimension (comportement de long terme des financeurs) :**

Les intermédiaires financiers doivent:

- octroyer des crédits orientés vers les investissements productifs
- adopter des stratégies contrariantes/contra-cycliques liées à une allocation dynamique Espace à ajouter devant flexible (avec rebalancing), impliquant un faible turn over, avec une détention²⁹ minimale de 5 ans d'un actif financier
- une gouvernance d'entreprise partenariale pour favoriser la recherche de rendements à long terme pour l'intérêt de l'ensemble des parties prenantes et pas seulement de celui des actionnaires (comme la gouvernance actionnariale³⁰)

Ainsi cette étude qualitative nous a permis de définir l'investissement à partir de trois dimensions complémentaires. Celles-ci seront notre grille d'analyse pour identifier les biais court-termistes potentiels de la réglementation comptable (chapitre 4) et prudentielle (chapitre 5) des banques et assureurs.

²⁹ Cette durée de détention minimale vise en particulier les investisseurs postulés à long terme comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance vie

³⁰ La gouvernance partenariale considère non plus la firme comme nœuds de contrat, mais comme collectivité organisée entre parties prenantes hétérogènes en capacité de coopérer et de construire un espace commun d'interaction (Rébérioux, 2002 ; Aglietta, Rébérioux, 2004). Dans cette perspective, on est en présence d'une conception élargie de la responsabilité de la firme dont la fonction-objectif dépasse la simple maximisation de la richesse des actionnaires

Chapitre 3 : Les normes comptables applicables aux sociétés cotées européennes

Ce chapitre présente les normes comptables applicables aux sociétés cotées ou faisant appel public à l'épargne en Europe. Dans un premier temps nous faisons un rappel historique du processus de normalisation internationale (section 1). Dans un deuxième temps, nous présentons les fondements théoriques des normes comptables IFRS (section 2). Puis nous explicitons, dans un troisième temps, les normes applicables à la comptabilisation et l'évaluation des placements financiers (section 3) et celles liées à l'évaluation et la comptabilisation des engagements de retraites (section 4).

Section 1 : Le processus de normalisation internationale : approche historique

Les années 1970 sont marquées par un contexte socio-économique en pleine mutation. Nous sommes à la fin des « trente glorieuses », les entreprises s'internationalisent, les investissements étrangers se développent. La mondialisation des économies, notamment des marchés financiers, accentue le besoin de comparabilité des états financiers. La nécessité pour les firmes d'avoir un langage commun apparaît, dès lors, comme une évidence et c'est à la comptabilité que ce rôle incombe. Cependant, l'heure n'est pas encore à la concertation mondiale et chaque pays développe ses propres outils. A partir de 1970 les initiatives visant à normaliser les pratiques comptables vont s'accélérer : en 1971, l'Europe entame la mise en place de directives, en 1973, les États-Unis se dotent d'un normalisateur comptable le FASB tandis qu'un normalisateur comptable international, l'IASC est créé la même année. Dans cette section nous allons d'abord aborder la normalisation comptable européenne (A) puis détailler les principes comptables véhiculés par les normes comptables internationales (B).

A. La normalisation comptable européenne

1. La volonté d'harmoniser la comptabilité en Europe

Dès la fin des années cinquante, les européens ont compris la nécessité de créer un espace politique et économique. Néanmoins, entre la volonté et les faits, l'Union Européenne s'est heurtée à la rigidité d'un système inadapté.

a) Les 4^{ème} et 7^{ème} directives : une première tentative d'harmonisation

Lorsque le 25 mars 1957, les représentants de six pays européens³¹ signe le traité de Rome, ils esquissent les bases de l'Union Européenne actuelle. Pour Jean Monet, considéré comme le « père de l'Europe », l'intégration européenne passe en premier lieu par l'intégration économique dont l'harmonisation comptable est un des fondements. En effet, la création d'un marché unique concurrentiel suppose que les informations produites par les entreprises soient intelligibles dans tous les pays européens, et par là même que leurs états financiers soient harmonisés. L'UE s'est alors orientée vers un système de directives visant à rapprocher les législations des Etats-membres, tout en étant respectueuse des traditions nationales. Ce choix s'explique par la souplesse de cet instrument qui laisse une marge de manœuvre aux Etats membres. Tout en fixant des objectifs à tous les pays de l'UE, elles laissent à chacun le choix des moyens pour les atteindre. Cette ligne de conduite comptable est fondée sur les 4^{ème} et 7^{ème} directives.

³¹ Allemagne (RFA), Belgique, France, Italie, Luxembourg et Pays-Bas.

Publiée au Journal Officiel des Communauté Européenne (JOCE) le 14 août 1978, après une période d'élaboration qui aura duré une dizaine d'année, la 4^{ème} directive porte sur les objectifs, la présentation et le contenu des comptes sociaux annuels des sociétés de capitaux³². Le processus d'élaboration de cette directive est largement influencé par la vision continentale de la comptabilité (française et allemande).

Cette directive coordonne les dispositions nationales des États membres concernant la structure et le contenu des comptes annuels et du rapport de gestion, les modes d'évaluation ainsi que la publicité de ces documents pour l'ensemble des sociétés de capitaux. Conformément à sa base juridique, elle n'a pas pour but de parvenir à une harmonisation complète des règles comptables mais d'assurer une comparabilité et une équivalence des informations financières contenues dans le bilan, le compte de résultat et l'annexe. En conséquence, son texte contient un grand nombre d'options³³ permettant des traitements comptables différents selon les pays. La comparabilité entre ces différentes options est assurée par les informations supplémentaires figurant dans l'annexe devant accompagner le bilan et le compte de résultat.

En complément de la 4^{ème} directive, la 7^{ème} directive publiée en juillet 1983, traite des conditions d'établissement des comptes consolidés (comptes de groupes). Cette dernière considère qu'un nombre important de sociétés font partie d'un ensemble d'entreprises et que des comptes consolidés doivent être établis en tant que tels afin que l'information financière sur ces ensembles d'entreprises soit portée à la connaissance des associés et des tiers. Là encore, la 7^{ème} directive a été rédigée dans une optique de consensus entre les différents pays et propose un grand nombre d'options laissées à la disposition des préparateurs des comptes pour établir les comptes consolidés.

Si ces directives ont permis d'harmoniser la présentation des comptes des sociétés européennes avec une obligation d'informations à fournir, une définition des postes du bilan et du compte de résultat et des méthodes d'évaluation, elles n'ont pas pour autant engendrer une harmonisation des pratiques comptables européennes.

b) Les limites de l'harmonisation comptable européenne

De l'aveu même de la Commission Européenne (1995, p.2) « *les Directives ne fournissent pas des réponses à la totalité des problèmes auxquels sont confrontés, dans les années 1990, ceux qui élaborent et utilisent les comptes et ceux qui définissent les normes comptables* ». Capron et Chiapello (2005) imputent l'échec de l'harmonisation européenne à deux causes principales : la multiplication des options et la profusion de sujets non traités par les directives. Alors qu'il y a une nécessité d'obtenir un consensus entre l'ensemble des parties, les questions les plus délicates ont été résolues grâce à l'inclusion d'options multiples³⁴ ou de formules se prêtant à des interprétations divergentes.

³² Néanmoins, la Grande Bretagne a réussi à imposer le concept de *true and fair view*, traduit en français par image fidèle : « les comptes annuels doivent donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière ainsi que des résultats de la société » (Art. 2-3 Conseil des Communautés Européennes, 1978). Cette notion était jusque-là inconnue dans la plupart des pays européens.

³³ Par exemple pour l'évaluation des actifs, les préparateurs ont le choix entre : le coût d'achat ou le coût de production, mais les Etats peuvent aussi opter pour le coût de remplacement, la comptabilité d'inflation, la réévaluation périodique (Van Hulle 2001)

³⁴ Les options autorisées par les Directives comptables sont très nombreuses, plus de cinquante rien que pour la 4^{ème} directive.

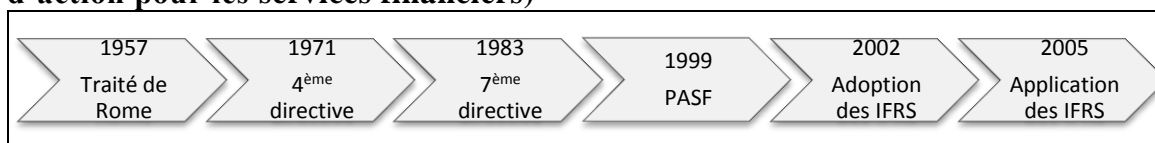
C'est pourquoi, afin d'améliorer le suivi et la mise à jour des directives, la Commission Européenne a mis en place un certain nombre de procédures qui se sont toutes avérées inefficaces les unes après les autres. En 1990, la CE a créé le Forum Consultatif de la Comptabilité³⁵ qui a pour rôle de la conseiller dans tous les domaines comptables. Toutefois, parce que ce forum était plus un lieu de débats que de prises de décisions, il n'a pas permis de résoudre les difficultés liées à la nécessaire actualisation des directives. Consciente de l'enlisement du processus, l'UE a alors tenté en 1992 d'introduire la comitologie³⁶ de façon à pouvoir réviser les directives plus rapidement par une procédure allégée. Ainsi lorsque la CE doit prendre une décision sur un point technique, elle est tenue de travailler en collaboration avec des comités composés de fonctionnaires représentant les états membres.

Dans la même optique, la CE a pensé à créer un organisme européen de normalisation comptable. Mais cette idée a été rapidement écartée par les états membres réticents, arguant que cette autorité supranationale aurait conduit à une délégation complète à la CE du pouvoir de réglementation comptable (considéré comme une propriété intimement nationale) ; et qu'elle aurait créé un niveau supplémentaire de règles comptables entre les règles nationales et les normes internationalement reconnues (Van Hulle 1996). « *C'est ainsi que progressivement l'édifice des directives non amendées s'est complètement fissuré* » (Capron et Chiapello 2005).

Après ces tentatives avortées, il devient dès lors évident que la modernisation de la comptabilité européenne ne peut passer par le lourd processus juridique des directives fondé sur le consensus, trop long et peu efficace en termes de standardisation. Pour Véron (2007), « *en l'absence d'un organe européen de normalisation et d'un processus de contrainte pour mener à la convergence, la normalisation comptable est demeurée un sujet national impacté marginalement par les deux directives* »³⁷. Dans ce contexte épineux, en 2002 l'UE a choisi de déléguer cette tâche à un organisme de normalisation comptable indépendant, l'*International Accounting Standard Committee* (IASB), créée en 1973, plutôt que d'initier un processus de normalisation exclusivement européen. Ce choix qui va représenter un enjeu crucial pour les entreprises européennes semblait être la dernière alternative.

La figure ci-dessous retrace la chronologie de la normalisation européenne.

Figure 3 : Chronologie de la normalisation comptable européenne (PASF : Plan d'action pour les services financiers)



2. Le normalisateur comptable international

Dans cette sous-section, nous allons présenter le normalisateur international qu'est l'IASB depuis sa création à sa position actuelle, ainsi que les principes comptables qui fondent les normes IFRS.

³⁵ Notons qu'un Comité de contact avait été créé en 1979, mais sa composition et sa mission ont été jugées inadéquates pour permettre une révision pertinente des directives (Capron et Chiapello 2005).

³⁶ La comitologie désigne la délégation par le Conseil européen de pouvoirs d'exécution à la Commission aux fins d'exécuter la législation communautaire. Un acte législatif de base doit prévoir la constitution d'un comité de comitologie, composé de représentants des États membres et présidé par un représentant de la Commission.

³⁷ "In the absence of a European standard-setting authority et of any enforceable process to drive convergence, standard-setting remained a national task which was only marginally impacted by the two directives".

a) De l'IASC à l'IASB

L'*International Accounting Standards Committee* a été créé le 29 juin 1973 à Londres. Cet organisme vise à regrouper les organisations comptables professionnelles de plusieurs pays afin d'établir un corpus de normes correspondant à un langage comptable commun au service des marchés financiers de plus en plus internationaux³⁸. Au moment de sa création l'IASC compte les représentants de neuf pays: Allemagne, Australie, Canada, États-Unis, France, Japon, Mexique, Pays-Bas et Royaume-Uni. Dès 1974, de nouveaux membres rejoignent les fondateurs: Belgique, Inde, Pakistan, Nouvelle-Zélande et Zimbabwe. Ces normes comptables sont appelées les *International Accounting Standard* (IAS). L'objectif fondateur de l'IASC est d'arriver à élaborer des normes, connues dans le monde entier, pour évaluer les opérations des sociétés multinationales qui interviennent ou font appel au marché mondial des capitaux³⁹. L'atteinte de cet objectif a pris presque trois décennies. On identifie trois étapes dans l'évolution de la normalisation internationale :

Le recensement de l'existant, de 1973 à 1986: Dans un souci de rassembler le plus grand nombre autour des IAS, l'IASC a élaboré une trentaine de normes en reprenant les principes comptables utilisés dans les pays représentés. Ces normes étaient destinées à servir de guides aux professionnels de la comptabilité. Au fil du temps, il est clairement apparu qu'aucun pays membre n'avait l'intention d'appliquer formellement ces normes sur son territoire. Ces normes qui étaient marquées par une grande flexibilité étaient encore loin de l'objectif de norme unique. C'est pourquoi en 1987, l'IASC a entamé un programme prioritaire de réduction des options.

La réduction des options, de 1987 à 1999 : L'IASC a publié en 1988 *l'Exposure Draft 32* (ED 32) « comparabilité et amélioration des états financiers », exprimant les critiques émises envers l'organisme. Il permet, ainsi, d'entamer le chantier de l'amélioration des IAS. Treize normes sont alors amenées à être révisées, plus de vingt-trois options vont être supprimées sur l'ensemble du référentiel et de nombreux sujets non encore traités sont ouverts à débat. S'engageant à la réduction des options, l'IASC maintient cependant deux traitements possibles en introduisant la notion de « traitement préférentiel » et de « traitement alternatif autorisé »⁴⁰. En 1995, l'IASC s'est engagé à produire un socle de normes appelé « noyau dur » susceptible d'être reconnu sur toutes les places boursières du monde sans qu'aucun rapprochement ne soit nécessaire avec les normes du pays d'accueil.

Vers un corpus de normes, de 1999 à 2001 : L'IASC a trouvé son principal soutien auprès de l'OICV⁴¹ qui très tôt l'a encouragé à poursuivre son projet d'élimination des options, tout en s'assurant que les normes soient suffisamment détaillées et complètes pour les investisseurs. Cette instance a comme objectif principal d'établir des standards internationaux permettant de renforcer l'efficacité et la transparence des marchés de valeurs mobilières, de protéger les investisseurs et de faciliter la coopération entre les régulateurs afin de lutter contre la criminalité financière. L'OICV s'est engagée en avril 2000 à travailler avec l'IASC pour la définition d'un même standard applicable à toutes les sociétés cotées dans le monde. De plus,

³⁸ “The motivation for the creation of the IASC was the need for a common international language of accounting to serve capital markets which had become increasingly international, a trend which as continued since.”

³⁹ BENSON H, « Establishing standards through a voluntary professional process across national boundaries » dans Arthur Young professors table, Arthur Young & Co, 1981, Londres.

⁴⁰ Benchmark et allowed alternative treatment.

⁴¹ L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) ou IOSCO en anglais : International Organisation for Securities Commissions) regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde. Pour un historique de la relation entre l'IASC et l'OICV, voir (Walton 2003)

elle a publié une résolution recommandant à ses membres de reconnaître le référentiel de l'IASC⁴².

Néanmoins de nombreuses voix s'élèvent d'une part, pour souligner la difficulté de l'IASC à établir des normes de qualité (sans option) dans des délais raisonnables et d'autre part, pour critiquer son organisation interne. Pour expliquer la lenteur de la mise en œuvre de cette ouverture, l'IASC met en exergue deux principaux obstacles liés d'une part à l'inefficacité des réunions du *board* regroupant parfois jusqu'à quatre-vingts intervenants ; et d'autre part, le manque d'implication des normalisateurs nationaux dans le processus de prise de décision. L'IASC n'entretenait que très peu de relations avec les organisations étatiques dotées d'une légitimité publique et d'un pouvoir réglementaire ; ce qui à l'évidence constitue une limite à l'action du normalisateur. Par ailleurs la structure de l'IASC n'était plus adaptée et légitime pour revendiquer le rôle de normalisateur international. En effet, sa structure de gouvernance d'origine reposait essentiellement sur la profession comptable des différents pays représentés au conseil. Ce conseil étant chargé d'élaborer le référentiel international, les normes publiées étaient donc issues du seul point de vue de la profession comptable. De plus, l'IASC était principalement financé par les normalisateurs comptables nationaux faisant partie de son conseil. Là encore ce financement exclusif par la profession comptable était considéré comme dommageable pour l'indépendance des normes établies. C'est pourquoi, dès 1997, l'IASC entame un projet de transformation structurelle qui vise à rénover en profondeur son système de gouvernance et ainsi améliorer le processus de normalisation.

Depuis le 1^{er} janvier 2001, le système de normalisation internationale est composé de deux instances principales :

- La première est l'**IFRS Foundation** qui est chargée de la gouvernance de l'ensemble du normalisateur : elle désigne les membres de l'IASB et de l'IFRIC (l'IASB a pour mission de produire les normes comptables, alors que l'IFRIC a pour mission d'aider à l'interprétation de ces normes pour faciliter leur mise en application). *L'IFRS Foundation* supervise le processus de normalisation et est en charge de gérer le financement. A l'heure actuelle le financement de l'IASB repose sur les contributions de plus d'un milliard d'entités appartenant aux différents marchés financiers mondiaux.
- La seconde est le **IASB** qui est l'organe technique en charge de l'élaboration des normes comptables. L'IASB est composé de 14 membres dotés d'une forte expertise technique. Ils sont issus soit des milieux professionnels (audit, banques, sociétés non financières) soit d'instances de régulation (AMF, Banque centrale, autorité de normalisation...). La composition de l'IASB veille à respecter les grands équilibres internationaux en ayant en son sein des représentants de chacun des grandes zones géographique. L'IASB travaille en collaboration avec l'IFRIC (comité d'interprétation des normes IFRS) dont l'objectif est de fournir des interprétations permettant l'application des normes publiées par l'IASB.

Désormais, l'IASB est indépendant de la profession comptable, laquelle avait jusqu'alors assuré le fonctionnement de son prédécesseur et l'essentiel de son financement. Cette séparation avec la profession comptable consacre le caractère d'ordre public⁴³ des normes

⁴² L'OICV n'est pas une organisation réglementaire, elle ne peut émettre que des recommandations et encourager ses membres à prendre des mesures concrètes sur des points particuliers. Néanmoins, si la SEC est le membre le plus influent de l'OICV, ce n'est pas pour autant qu'elle a choisi de donner l'exemple, ne reconnaissant pas les IAS sur son territoire et exigeant toujours une réconciliation avec les US GAAP.

⁴³ La notion d'ordre public désigne, au sens large, l'ensemble des règles qui régissent la vie en société édictées dans l'intérêt général. Une règle est dite d'ordre public lorsqu'elle est obligatoire et s'impose pour des raisons

internationales, celles-ci ne pouvant être l'apanage d'une profession qui serait à la fois juge et partie. L'IASB reste toutefois indépendant des Etats car dans le contexte d'une économie de plus en plus globalisée, le normalisateur mondial ne peut dépendre d'un ou plusieurs Etats au risque d'adopter une politique partielle vis-à-vis d'une nation.

b) Glissement des normes comptables vers des normes financières

Si le normalisateur international a modifié en profondeur ses structures de fonctionnement et de financement, il a aussi repensé ses normes. L'IASB a adopté, lors de sa première réunion le 1^{er} avril 2001, l'intégralité des normes IAS existantes, mais les normes qui seront élaborées par la nouvelle instance porteront un nouveau nom. Là où l'IASC produisait des *International Accounting Standards* (IAS), l'IASB élabore des *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Cette évolution des normes comptables vers des normes de *reporting* financier traduit la consécration de la valeur financière sur la valeur comptable et révèle la volonté du nouveau normalisateur de mettre l'accent sur la qualité de l'information financière. De cette façon, l'IASB affiche sans ambiguïté l'objectif et les destinataires des normes. Cette nouvelle conception des normes comptables n'est pas sans conséquences. Selon Aglietta et Rebérioux (2004), adopter un langage comptable plutôt qu'un autre c'est adopter une représentation de l'entreprise. Or, le passage de normes comptables à des normes financières marque explicitement la conception de la firme retenue. La priorité est donnée à la valeur financière de l'entreprise, la seule pertinente en termes de décisions économiques. D'après Disle et Noel (2007) ce changement terminologique traduit un changement attendu des comportements. Le référentiel IFRS est construit sur l'idée que la comptabilité est moins un système de collecte, de saisie et de traitement de l'information qu'un système de *reporting* financier « pro-investisseur ».

Après avoir présenté comment l'échec de l'harmonisation européenne a conduit à retenir l'IASB comme normalisateur et décrit brièvement l'histoire de ce dernier, nous allons voir dans la section suivante les relations entre l'UE et le normalisateur comptable.

3. La relation entre l'UE et l'IASB

Cette sous-section explique comment et pourquoi l'Union Européenne a décidé de retenir l'IASB comme normalisateur comptable.

a) Le choix de l'IASB

Si l'Union Européenne est consciente de la nécessité d'harmoniser les systèmes comptables de ses Etats membres, elle reste toutefois, dans l'incapacité d'assurer cette tâche en élaborant son propre référentiel comptable fondé sur les 4^e et 7^e directives. C'est pourquoi depuis 1995, la CE prône un rapprochement avec un normalisateur de portée internationale. Deux organismes peuvent se prévaloir d'édicter des normes comptables internationales : le FASB, organisme normalisateur américain, et l'IASB, organisation internationale. Nous allons voir que l'UE a choisi d'adopter le référentiel de l'IASB pour des raisons à la fois économiques et politiques.

Sur le plan économique, la CE considère que les entreprises européennes doivent s'insérer dans un environnement international marqué par une interdépendance et une concurrence accrue. L'objectif est de rivaliser avec les États-Unis, en termes de puissances monétaire,

impératives de protection, de sécurité ou de moralité. Les personnes ne peuvent y déroger par convention et n'ont pas la libre disposition des droits qui en découlent. La violation d'une règle d'ordre public entraîne la nullité de la convention.

économique, financière et démographique. Or, les états financiers de ces firmes, établis selon chaque réglementation nationale en conformité avec les 4^{ème} et 7^{ème} directives, ne sont pas considérés comme satisfaisants par les marchés financiers, et particulièrement par le *Stock Exchange* américain. Il faut donc mettre en place une normalisation des pratiques comptables, pour rendre le marché européen plus lisible pour les apporteurs de capitaux internationaux. C'est pourquoi l'UE s'est engagée à faire converger sa stratégie d'harmonisation comptable vers un processus international. Sur ce point, les investisseurs, les sociétés et les normalisateurs nationaux s'accordent sur la nécessité de rendre comparable les états financiers. Si l'on tient compte des besoins financiers induits par la croissance des grands groupes européens sur les marchés internationaux et si l'on prend en considération le faible niveau technique des directives comptables européennes, le choix de l'IASB paraissait raisonnable (Teller 2008) .

Mais le choix de l'IASB comme normalisateur de l'UE relève autant d'une volonté politique qu'économique. L'adoption du référentiel du FASB paraissait peu probable dans la mesure où les normes US GAAP sont fortement marquées par des caractéristiques propres au marché américain car élaborées uniquement par la profession comptable américaine sans aucun apport d'instances étrangères. De plus, un rapprochement éventuel avec le FASB était considéré comme irréalisable car « *dans l'esprit de nombre d'européens, l'IASB représente le dernier rempart contre l'impérialisme comptable américain, une peur imperceptible que les US GAAP viennent à dominer le monde de la comptabilité* » (Zeff 1998). L'adoption des normes du FASB aurait été l'aveu d'une supériorité de la comptabilité américaine sur la conception européenne, sans compter que certains pays européens, la France en particulier, militaient pour que la normalisation internationale ne soit pas laissée aux américains (Capron et Chiapello 2005). Par ailleurs, selon Van Hulle (1996) , « *la profession comptable (...) soutient sans ambiguïté le référentiel IASC, seule alternative crédible aux normes américaines* ». Ainsi, en juillet 2002, lors des votes d'adoption par le Parlement Européen et par le Conseil Européen, le choix des normes IAS/IFRS a obtenu plus de 93% des voix. L'UE renonçait à la création d'un corps de normes fondé sur les directives, préférant déléguer à un organisme indépendant la réalisation de la normalisation comptable européenne. On peut alors se demander quelle est la nature de la relation bilatérale entre l'UE et le normalisateur comptable et comment elle a évolué dans le temps.

b) UE et IASB : une relation ambivalente

Le choix de l'IASB, voté à la quasi-unanimité, ne doit pas être interprété pour autant comme un choix de pleine d'adhésion de la part de l'UE. En effet, il faut rappeler qu'à l'origine, IASC n'avait pas les faveurs de la CE car ce normalisateur avait été créé en 1973 en opposition aux tentatives d'harmonisations européennes fondées sur une conception de la comptabilité dite « continentale ». Cette dernière est marquée par les principes de patrimonialité et de prudence, contrairement aux normes internationales qui véhiculent une vision anglo-saxonne empreinte des principes de *substance over form* (priorité à la valeur économique par rapport à la forme juridique) et de valeur réelle (voir plus loin). Près de trente ans plus tard, force est de constater que l'UE est revenue sur sa décision en renonçant à établir un référentiel normatif propre au profit de l'IASB. Ce choix peut être vu comme une décision de sous-traiter l'élaboration des normes à un groupe d'experts. Les relations entre l'IASB et l'UE ne sont donc pas sans ambiguïtés.

En adoptant les normes IFRS, la CE renonce à un certain droit de regard sur la normalisation. Cette perte de pouvoir est inhérente à toute relation de délégation. En effet, si la CE participe aux réunions de l'IASB avec un statut d'observateur, elle n'a aucun droit de vote et ne peut

influencer que très modérément les décisions prises. Pour Walton (2003), « *la commission européenne n'a aucune voix directe dans les procédures de l'IASB, elle n'a aucun moyen de discuter du contenu des normes en préparation* ». La seule possibilité d'action efficace de l'UE réside dans le mécanisme d'adoption des normes qui se solde, soit par une adoption soit par un rejet ; mais en aucun cas, par un amendement ou une proposition formelle de modification de la norme. Si un désaccord apparaît, s'engage alors un travail long et approfondi de recherche de compromis qui satisfasse toutes les parties prenantes.

Plusieurs auteurs ont souligné les problèmes soulevés par la faiblesse de la marge de manœuvre européenne dans le processus de normalisation. Ainsi, Aglietta et Rebérioux (2004) considèrent que l'adoption des IFRS représente une véritable privatisation de la comptabilité. De la même façon, Raffournier (2007), affirme que l'adoption des normes IFRS implique, pour chacun des Etats membres, une perte de souveraineté, puisque la réglementation comptable, prérogative jusqu'alors attribuée aux Etats, se trouve dorénavant confiée à une organisation internationale, en tout cas en ce qui concerne les grandes entreprises. En somme, une organisation supranationale comme l'UE⁴⁴ manque d'unité et de pouvoir coercitif pour contrôler (ou influencer) un normalisateur privé (Colasse 2005).

Si l'adoption unilatérale des normes internationales par l'Union Européenne a conduit l'IASB à acquérir une stature mondiale, cela ne semble pas lui permettre de revendiquer une position préférentielle auprès du normalisateur. Et ce d'autant plus que, l'Europe n'a pas l'exclusivité des IFRS, puisque des pays comme la Russie, le Canada ou l'Australie, ont récemment adopté les normes internationales. L'IASB parle plus volontiers de partenariat pour qualifier la relation avec les Etats qui ont adopté les normes IFRS. Pour Gélard (2004, membre du conseil de l'IASB), « *l'IASB n'est pas aux ordres d'une institution* », ce qui signifie que des compromis sont possibles pour répondre aux attentes européennes, mais qu'une refonte totale ou un changement de conception pour une norme n'est pas envisageable puisque celle-ci doit pouvoir être utilisée en Europe, en Australie ou en Chine, voire peut-être un jour aux États-Unis. En somme en choisissant de déléguer la normalisation comptable à un organisme privé sur lequel elle n'a pas de pouvoir coercitif, l'Union Européenne s'est engagée dans une relation déséquilibrée.

4. L'intégration des normes IFRS dans le droit communautaire

Pour qu'une norme IFRS soit applicable dans l'UE, elle doit avoir été intégrée dans le droit communautaire par la Commission Européenne à travers un processus d'adoption bien défini. Celui-ci se solde, soit par une adoption soit par un rejet, mais en aucun cas, par un amendement ou une proposition formelle de modification de la norme.

a) Le règlement CE 1606/2002 : la pierre angulaire de la réforme

L'Union Européenne a choisi le chemin du règlement, applicable immédiatement dans tous les états membres, pour ouvrir la voie de la normalisation comptable européenne. Le règlement CE 1606/2002, sur l'application des normes comptables internationales, a été adopté en mars 2002 par le Parlement avec 492 voix pour sur 526, 5 voix contre et 29 abstentions. Dans la foulée, le Conseil Européen l'a approuvé à l'unanimité le 19 juillet 2002,

⁴⁴ Selon COLASSE (2005, p.44), « *il est clair qu'une organisation interétatique comme l'Union Européenne n'a ni les moyens ni les prérogatives dont dispose un Etat nation pour contrôler un normalisateur privé. De plus, les divisions de l'Union dans le domaine de la gouvernance des entreprises l'entravent dans ses relations avec son sous-traitant* ».

puis il a été publié au JOCE le 11 septembre de la même année. L'article 1^{er} du règlement pose clairement les objectifs fixés : « *l'adoption et l'application des normes comptables internationales dans la Communauté, dans le but d'harmoniser l'information financière présentée par les sociétés (...), afin de garantir un degré élevé de transparence et de comparabilité des états financiers, et, partant, un fonctionnement efficace du marché communautaire des capitaux et du marché intérieur* ». Le règlement 1606/2002 rend obligatoire l'utilisation des normes IAS et IFRS pour les comptes consolidés des groupes faisant appel public à l'épargne sur un marché réglementé de l'Union Européenne et ce à partir des exercices ouverts après le 1^{er} janvier 2005. Cela représente environ 1 100 sociétés françaises (financières et non financières) et plus de 29 000 filiales. Le règlement s'applique à toutes les sociétés cotées, quel que soit leur secteur d'activité (y compris la banque et l'assurance), quelle que soit leur taille et même si ces dernières utilisent déjà un référentiel internationalement reconnu comme les US GAAP.

Le règlement CE 1606/2002 a également prévu la mise en place d'un mécanisme d'adoption fondé sur un processus de comitologie⁴⁵ à double niveau :

- L'un technique, le *European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG)
- L'autre politique, l'*Accounting Regulatory Committee* (ARC)⁴⁶

Ces deux organismes constituent le cœur du processus d'adoption des normes IAS/IFRS

b) Les institutions comptables européennes

i) L'EFRAG : interprétation technique des normes comptables

L'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) a pour finalité d'apporter une contribution proactive au travail de l'IASB (en répondant systématiquement aux consultations par exemple), tout en conseillant, sur une base technique, la Commission sur l'adoption des normes internationales. Cet organisme est chargé, pour le compte de la Commission, de suivre le déroulement du *due process* et d'intervenir lorsqu'il le faut pour la défense des intérêts européens. Il possède les moyens techniques pour agir indépendamment des instances européennes. L'EFRAG donne son avis sur les normes proposées par l'IASB et sur leur application en Europe à travers une analyse technique et une consultation de toutes les parties intéressées. Pour cela, il propose des consultations sur ses projets de réponses à l'IASB. *In fine*, l'EFRAG statue sur le rejet ou l'adoption d'une norme au regard de trois critères édictés par le règlement 1606/2002 (§9), à savoir :

- Elle ne doit pas être contraire aux principes énoncés par les 4^{ème} et 7^{ème} directives ;
- Elle se doit de répondre à l'intérêt public européen ;
- Elle doit satisfaire aux critères d'intelligibilité, de pertinence, de fiabilité, et de comparabilité exigés de l'information financière.

Il faut noter que les avis de l'EFRAG orientent la décision de la Commission qui reste néanmoins libre de les suivre ou non.

Certains auteurs comme Colasse (2005) estime que la composition des instances de normalisation européenne est une cause de son immobilisme face à l'IASB. En effet, l'EFRAG est constitué majoritairement par des experts issus des grands cabinets d'audit, dont la culture anglo-saxonne est incontestable. Plus récemment, les limites des capacités d'actions de l'EFRAG sur le processus d'élaboration des normes comptables ont été mises en lumière par la crise financière (Maystadt 2013). D'abord, l'EFRAG agit *a posteriori*, c'est-à-dire après que l'IASB ai formulé son projet de norme dans le cadre du *due process*. D'autre part,

⁴⁵ La Comitologie désigne la délégation par le Conseil Européen de pouvoirs d'exécution à la Commission, aux fins d'exécuter la législation communautaire. Un acte législatif de base doit prévoir la constitution d'un comité de comitologie, composé de représentants des états membres et présidé par un représentant de la Commission.

⁴⁶ Le nom français de l'ARC est le comité de réglementation comptable européen.

l'action de EFRAG auprès du normalisateur repose sur une réponse à la consultation sans autre prérogative, autrement dit, il s'agit d'une réponse comme une autre sans traitement prioritaire.

Afin de permettre à l'EFRAG de travailler plus en amont avec l'IASB, une refonte de son organisation est devenue nécessaire. C'est dans cette optique que le Commissaire Européen, Michel Barnier a enclenché le processus d'évaluation et de réformation des instances européennes conduisant à l'adoption des normes IFRS. Le rapport de Philippe Maystadt qui en a découlé a permis de mettre en exergue des limites liées à la légitimité de cette instance : d'une part, l'IASB remet en doute sa représentativité au niveau européen ; d'autre part, de nombreuses parties prenantes remettent en cause la légitimité du groupe d'experts qui constitue l'EFRAG. De plus, certains normalisateurs estiment que les positions prises par l'EFRAG sont purement techniques et omettent de prendre en compte les implications politiques et économiques des décisions.

Suite à la remise de ce rapport à l'automne 2013, l'EFRAG⁴⁷ a entamé une transformation profonde de ces instances. Désormais, deux instances distinctes vont remplacer l'ancienne structure, considérée comme floue et complexe, en associant un conseil de supervision et un conseil technique :

- Un groupe d'expert technique, le TEG (*Technical Expert Group*), qui a pour mission d'évaluer de manière indépendante les projets de normes proposés par l'IASB
- Un conseil, le BOARD, qui se positionnera *in fine* sur la recommandation d'adoption ou de rejet de la norme au regard des recommandations techniques issu du TEG

La refonte de l'EFRAG avait aussi pour but d'impliquer à une plus grande échelle l'ensemble des parties prenantes européennes publiques et privées. Désormais les instances de normalisation nationales sont représentées au sein du TEG, par le biais de membres dit de liaison. Le TEG compte trois membres de liaison représentant les pays européens, ces derniers ont vocation à être renouvelé tous les 2 ans⁴⁸. A l'heure actuelle, les normalisateurs britannique, italien et allemand sont représentés dans le TEG. Par ailleurs, celui-ci compte parmi ses membres des représentants de différents secteurs d'activités (cabinet d'audit, industrie, banque...). Quant au nouveau conseil de l'EFRAG, il doit compter parmi ses membres de représentants des parties prenantes⁴⁹ et des normalisateurs nationaux⁵⁰.

Cette nouvelle structure bicamérale vise donc à asseoir la légitimité de l'EFRAG en associant l'expertise technique des membres du TEG au point de vue plus macro-économique et politique des membres du *board*.

Cependant, on est en droit de se demander si cette réforme de la structure de l'EFRAG permettra de rendre cette institution plus efficace dans ses négociations sur les normes comptables. Autrement dit, sera-t-elle plus à même de travailler en amont avec l'IASB ? Surtout ses positions seront-elles écoutées et reprises par le normalisateur international ?

⁴⁷ La composition des 2 comités de l'EFRAG est détaillée en annexe.

⁴⁸ Les membres du TEG (en dehors de *liaison member*) ont des mandats de 2 ans renouvelables 2 fois.

⁴⁹ Le conseil de l'EFRAG doit compter des représentants de différentes associations sectorielles, en particulier : la *Federation of European Accountants*, *BUSINESSEUROPE*, *INSURANCE EUROPE*, *EBF*, *European Savings and Retail Banking Group*, *European Association of Co-operative Banks*, *European Federation of Accountants and Auditors for SMEs* et *European Federation of Financial Analysts Societies*.

⁵⁰ Le conseil de l'EFRAG doit compter des membres appartenant à l'ANC, à l'*Accounting Standards Committee of Germany*, à l'*Organismo Italiano di Contabilità*, à la *Commission des Normes comptables (Luxembourg)*, à la *Dutch Accounting Standards Board*, à *The Association for Generally Accepted Principles in the Securities Market*, au *Financial Reporting Council* et au *Danemark*.

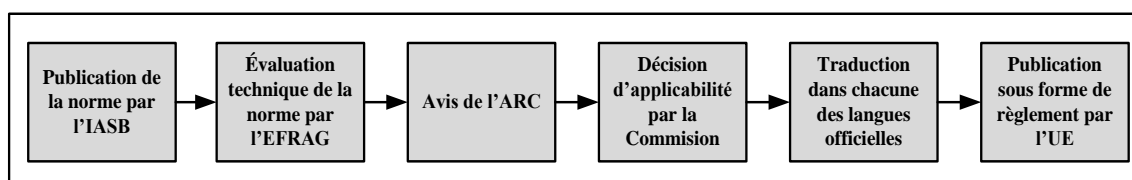
ii) L'ARC : le conseil du parlement

L'*Accounting Regulatory Committee*, présidé par la Commission Européenne, est composé de représentants des états membres. Dans la pratique, l'ARC intervient après avoir pris connaissance de l'avis technique donné par l'EFRAG et statue uniquement sur la conformité de la norme avec la législation européenne. Notons que l'ARC n'a pas vocation à interagir avec l'IASB. Néanmoins, son avis reste prépondérant car il correspond à la seule intervention politique dans l'adoption des normes internationales. Pour Ricol (2002), l'ARC est le « *garant du système* » d'adoption des normes internationales car il représente « *la voie du peuple* » dans le débat comptable puisque ce sont les ministres des finances des Etats membres qui statuent au sein de l'ARC. Ce dernier se prononce, à la lumière des recommandations émises par l'EFRAG, par un vote à la majorité qualifiée⁵¹. Cette position est ensuite transmise à la CE qui devra adopter ou rejeter la norme comptable au regard des avis rendus à la fois par l'EFRAG et par l'ARC.

c) Le processus d'adoption des normes IFRS

Pour être adoptée par l'UE, une norme comptable doit être évaluée par une instance technique (l'EFRAG) qui recommandera son adoption ou son rejet, puis par une instance politique (l'ARC) qui donnera un avis sur la décision proposé par l'EFRAG. Ce n'est qu'après que la Commission Européenne intégrera la norme dans le droit européen ou la rejettera. Ainsi les normes IAS/IFRS ne peuvent être appliquées *de facto* dès leur publication par l'IASB. L'existence de cette procédure repose sur la volonté de l'UE de prendre position sur chaque norme car selon Benyakhlef et al. (2003), il serait « *peu avisé de s'en remettre inconditionnellement et irrévocablement à un organisme privé sur lequel l'Union européenne n'a aucune influence* ». L'adoption des normes suit le processus suivant :

Figure 4 : Le processus d'adoption des normes IAS/IFRS



En cas de rejet, c'est l'IASB qui se charge de revoir la norme et de négocier avec les instances européennes. Au regard des différentes adoptions depuis 2003, on constate que l'UE n'a que très rarement contesté les normes de l'IASB. Depuis que ce processus a été mis en place, la CE a refusé une seule fois l'adoption de normes en 2004, ce fut le cas pour la première version des normes IAS 32 et 39 (normes sur les instruments financiers). Ce refus a été très fortement marqué par la mobilisation du secteur bancaire qui estimait que la comptabilité de

⁵¹ La majorité qualifiée impose depuis le traité de Nice (2001) trois conditions pour qu'une décision soit adoptée : Recueil d'un nombre de voix déterminé (varie en fonction des adhésions successives) ; Le vote favorable à la décision doit comporter la majorité des états membres. Cette majorité doit représenter 62% de la population de l'Union.

couverture proposée était inacceptable⁵². A la suite de ce rejet, l'IASB a dû accepter de modifier ses normes pour répondre aux attentes de l'UE. Il semblerait que le processus d'adoption fonctionne plus comme une chambre de validation que comme un organe de débats. Enfin il faut souligner que le mécanisme d'adoption par l'UE est relativement long, environ six mois. Le rejet d'une norme peut donc conduire à relancer le processus normatif pour plusieurs années.

Après avoir présenté le système de normalisation comptable mis en place dans l'Union européenne suite à l'adoption des normes comptables internationales, nous allons dans une seconde section aborder les principes comptables véhiculés par les normes IFRS.

B. Les principes comptables des normes IFRS

La comptabilité est un système d'informations permettant de retracer l'activité de l'entreprise et ses relations avec ses partenaires. Elle est régie par des conventions qui orientent les pratiques et qui varient selon les pays. De ces conventions découlent les objectifs principaux de l'information financière et les destinataires des états financiers. Les normes comptables internationales relèvent d'une conception anglo-américaine de la comptabilité qui est en de nombreux points différente de la comptabilité dite continentale. C'est pourquoi, cette section vise à identifier les différents concepts présents dans les normes comptables internationales. Après avoir présenté les principes fondateurs du cadre conceptuel des IFRS, nous aborderons l'ancrage conceptuel de ces normes au regard des principes de la comptabilité continentale (2), puis la place de la comptabilité en juste valeur (3). Mais auparavant, un bref rappel des fondements de la comptabilité continentale nous semble utile (1) pour mieux comprendre les oppositions entre les différents *corpus* normatifs.

1. Les principes de la comptabilité continentale

Contrairement aux comptabilités anglo-saxonnes (américaine et internationale), la comptabilité continentale n'est pas régie par un cadre conceptuel unique et commun qui permettrait de synthétiser ses principes fondamentaux. Colasse (2001) souligne l'utilité restreinte d'un cadre conceptuel lorsque l'Etat occupe le poste de régulateur dans la mesure où l'objectif fiscal est prépondérant. Gélard (2001) démontre l'impossibilité d'un cadre conceptuel franco-français du fait l'adoption des normes internationales qui soumet la France au cadre conceptuel de l'IASB.

La France, par exemple, ne s'est jamais dotée d'un cadre conceptuel. C'est le plan comptable général (PCG) et le code de commerce qui listent les principes généraux qui doivent présider à l'élaboration des comptes (Titre 1/ chapitre 2 du PCG) :

- **Image fidèle, comparabilité et continuité de l'activité** : La comptabilité est un système d'organisation de l'information financière permettant de saisir, classer,

⁵² Les aspects les plus difficiles étant les suivants :

- l'impossibilité de couvrir une position nette ou de mettre en œuvre une gestion dynamique des éléments couverts et de couverture ;
- le risque de disqualification des éléments de couverture en cas de sur- ou de sous-couverture ;
- la problématique de prise en compte des dépôts à vue, dont l'IASB considère que la juste valeur est égale au nominal. Or, en matière de gestion de bilan, ces dépôts obéissent à des lois d'écoulement devant refléter leur stabilité statistique.

La norme IAS 39 a finalement été adoptée le 19 novembre 2004, après quelques aménagements majeurs. La Commission européenne ne l'a cependant adoptée que partiellement et a procédé à un *carve out* (Commission Bancaire 2006).

enregistrer des données de base chiffrées et présenter des états reflétant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entité à la date de clôture. La comptabilité permet d'effectuer des comparaisons périodiques et d'apprécier l'évolution de l'entité dans une perspective de continuité d'activité.

- **Régularité et sincérité** : La comptabilité est conforme aux règles et procédures en vigueur qui sont appliquées avec sincérité afin de traduire la connaissance que les responsables de l'établissement des comptes ont de la réalité et de l'importance relative des événements enregistrés. Dans le cas exceptionnel où l'application d'une règle comptable se révèle impropre à donner une image fidèle, il y est dérogé. La justification et les conséquences de la dérogation sont mentionnées dans l'annexe.
- **Prudence** : La comptabilité est établie sur la base d'appréciations prudentes, pour éviter le risque de transfert, sur des périodes à venir, d'incertitudes présentes susceptibles de grever le patrimoine et le résultat de l'entité.
- **Permanence des méthodes** : La cohérence des informations comptables au cours des périodes successives implique la permanence dans l'application des règles et procédures.

Par exemple, dans la conception française de la comptabilité, les différents utilisateurs de l'information comptable sont multiples : ce sont les propriétaires, les dirigeants, le personnel, les tiers et l'Etat. L'objectif de la comptabilité est donc d'informer sur la situation de la firme l'ensemble des parties prenantes (Aglietta et Rebérioux 2004; Chiapello et Medjad 2006). Par ailleurs, la comptabilité française est une comptabilité dite juridique ou patrimoniale c'est-à-dire ne figure dans les états financiers les éléments dont la société est propriétaire (principe de patrimonialité).

2. Cadre conceptuel de l'IASB

En 1989, l'IASB se dote d'un cadre conceptuel⁵³, regroupant l'ensemble des grands principes qui doivent présider à l'élaboration des normes comptables. Le premier paragraphe du cadre conceptuel précise qu'il vise à définir « *les concepts qui sont à la base de la préparation et de la présentation des états financiers à l'usage des utilisateurs externes* ». Puis le cadre détaille les destinataires de l'information financière (a), les objectifs des états financiers, les hypothèses de bases et les caractéristiques qualitatives de l'information financière (b et c). Enfin, nous verrons quelles sont les évolutions en cours (d).

a) Primauté donnée aux investisseurs

Le cadre conceptuel de l'IASB pose en préalable la présentation des destinataires des normes et leurs besoins d'informations. Sont notamment cités les investisseurs actuels et potentiels⁵⁴, les membres du personnel, les prêteurs, les fournisseurs et autres créanciers, les clients, l'État et les organismes publics et le public en général. Il précise cependant, que tous les besoins d'informations des différents utilisateurs ne peuvent être comblés par les états financiers. Dans ces circonstances, l'IASB suppose « *que les investisseurs sont les apporteurs de capitaux à risque de l'entreprise, la fourniture d'états financiers qui répondent à leurs besoins répondra également à la plupart des besoins des autres utilisateurs* » (§10 du cadre conceptuel IASC, 1989). Les normes IFRS sont donc dédiées aux investisseurs, dans la

⁵³ Le cadre conceptuel n'est pas considéré comme une norme comptable

⁵⁴ Sir David TWEEDIE (2003), président du *Board* de l'IASB, entretien à la Tribune « notre cible, ce sont les investisseurs informés, il y a aussi de nombreux actionnaires qui ne savent pas lire les comptes, mais nous ne pouvons pas leur venir en aide ».

mesure où l'information transmise par les états financiers doit leur permettre de prendre la bonne décision économique.

Cette primauté accordée aux investisseurs relève d'une vision purement anglo-américaine selon laquelle le marché financier est prégnant, contrairement à la législation française censée ne favoriser aucune catégorie d'utilisateurs. Ce particularisme comptable entraîne de facto une non-prise en compte des besoins publics. Or, si la comptabilité sert à informer les investisseurs, elle sert aussi à la fiscalité, à l'élaboration de la comptabilité nationale et à la fixation du plafond des bénéfices distribuables. Alors que dans ces trois cas, les desiderata de l'Etat doivent être déterminants, ces questions sont absentes des réflexions de l'IASB (Chiapello et Medjad 2006).

Cette position soulève deux controverses principales. D'une part, la mise à l'écart des autres utilisateurs des comptes ne serait-elle pas préjudiciable et ne risquerait-elle pas de mener à des états financiers à destination unique du marché des capitaux ? D'autre part, le cadre pose les investisseurs comme une catégorie d'acteurs homogènes. Or, il n'en est rien, certains sont plus enclins à investir à long terme (comme les assureurs et les fonds de pension) et d'autres ont un objectif de spéculation à court terme (*hedge funds*). Il apparaît alors bien naïf de penser que tous ces acteurs recherchent la même information et qu'un même jeu d'états financiers pourra tous les satisfaire.

b) Les caractéristiques de l'information selon l'IASB

Le cadre conceptuel de l'IASB a comme objectif de faciliter la formulation cohérente et logique des normes internationales. Il s'applique aux états financiers en général, concernant autant les comptes sociaux que consolidés. Le cadre de 1989 définit quatre caractéristiques qualitatives que doivent satisfaire les états financiers pour que l'information fournie soit utile aux destinataires. Les caractéristiques qualitatives sont des repères méthodologiques dont le respect, combiné avec l'application des normes comptables pertinentes, permet normalement aux états financiers de donner une image fidèle de l'information. Le tableau suivant synthétise les caractéristiques attendues pour une information financière de qualité selon l'IASB.

Tableau 7 : Les caractéristiques de l'information selon le cadre conceptuel de 1989

Intelligibilité	L'information doit être compréhensible immédiatement par les utilisateurs.
Pertinence	L'information influence les décisions économiques des utilisateurs en les aidant à évaluer des événements passés, présents ou futurs ou en confirmant ou corrigeant leurs évaluations passées.
Fiabilité	Exemption d'erreur et de biais significatifs. La fiabilité se décline en cinq concepts : <u>Image fidèle</u> : présenter la réalité des transactions ; <u>Prééminence de la substance sur l'apparence</u> : les transactions doivent être comptabilisées et présentées conformément à leur substance et à leur réalité économique et non pas seulement selon leur forme juridique ; <u>Neutralité</u> : l'information contenue dans les états financiers doit être sans parti pris ; <u>Prudence</u> : prise en compte d'un certain degré de précaution dans l'exercice des jugements nécessaires pour préparer les estimations dans des conditions d'incertitude ; <u>Exhaustivité</u> : éviter toute omission qui rendrait l'information fausse ou trompeuse et en conséquence non fiable et insuffisamment pertinente.
Comparabilité	Les utilisateurs doivent être en mesure de comparer les états financiers d'une entreprise dans le temps afin d'identifier les tendances de sa situation financière. Ils doivent également être en mesure de comparer les états financiers d'entreprises différentes.

Par rapport au plan comptable, on constatera que l'accent est mis par le cadre conceptuel sur les caractéristiques de l'information pour le preneur de décision (intelligibilité, pertinence...), alors que la vision française met l'accent sur la manière dont l'information est produite (continuité d'exploitation, sincérité, régularité). Par ailleurs certaines caractéristiques qui

pourraient sembler similaires sont dans les faits très éloignées. C'est ainsi le cas de la prudence. Selon le point de vue français, le principe de prudence renvoie à une prudence asymétrique qui vise à ne comptabiliser que les pertes latentes et pas les gains, alors que du point de vue de l'IASB la prudence renvoie à la manière dont les décisions sont prises. De plus, pour le normalisateur international, la prudence excessive serait un biais conduisant à sous-estimer les actifs et surestimer les passifs, et est considérée comme contraire à l'une des caractéristiques essentielles de l'information financière : la neutralité qui suppose que les actifs, passifs, produits et charges soient comptabilisés sans parti pris.

D'ailleurs dans *l'Exposure Draft* portant sur le cadre conceptuel publié en mai 2015, l'IASB propose une définition de la prudence selon ces termes : « *La neutralité est soutenue par l'exercice de la prudence. Dans des conditions d'incertitude, les jugements doivent être effectués de manière prudente. L'exercice de la prudence signifie que les actifs et les produits ne sont pas surévalués et les passifs et les charges ne sont pas sous-estimés. De même, l'exercice de la prudence ne doit pas conduire à la sous-estimation de l'actif et des produits ou à la surévaluation du passif et des charges, parce que de telles pratiques peuvent conduire à la surévaluation du résultat ou la sous-évaluation des charges dans les périodes futures.* ».

L'ensemble des caractéristiques présentées par le cadre doivent permettre de produire une information comptable de haute qualité. Idéalement, les préparateurs des comptes devraient se reporter aux objectifs du cadre conceptuel avant toute décision comptable. En donnant la priorité à l'information utile aux investisseurs, les groupes devraient de fait sélectionner les méthodes comptables les plus à même de faciliter la décision économique de placements.

c) Remise en question de la patrimonialité par le principe de *substance over form*

Outre les quatre caractéristiques de l'information présentées précédemment, l'IASB a introduit dans son cadre conceptuel le principe de prééminence du fond sur la forme (§35, *substance over form*), autrement dit, la nature économique prime sur la nature juridique et patrimoniale des postes du bilan⁵⁵. Ce principe a des répercussions importantes sur la pratique de la comptabilité. L'exemple le plus fréquemment cité est celui du crédit-bail : selon le principe de *substance over form*, les contrats de location financement doivent être inscrits à l'actif du bilan avec une contrepartie en dettes et cela même si l'entreprise n'en est pas juridiquement propriétaire (prééminence de la nature économique), alors que les normes françaises autorisaient seulement une comptabilisation au compte de résultat des loyers payés (prééminence de la nature juridique).

Ce principe vise à améliorer la qualité de l'information financière pour le lecteur des comptes et surtout à éviter les manipulations comptables. Par exemple, le principe de *substance over form* doit mettre fin à toutes les techniques de montages déconsolidantes qui ont notamment joué dans le cas d'ENRON. En effet, les groupes ne peuvent plus se cacher derrière des clauses contractuelles et doivent retranscrire dans les comptes les flux économiques existants. Cependant, Paper (in Véron 2007) estime « *qu'à force de se détacher à la fois des conditions contractuelles et des mouvements de trésorerie, la règle comptable risque d'introduire des éléments de doute ; dans le débat sur la substance over form on oublie trop souvent que la vision juridique a l'avantage de la simplicité* ».

Nous venons de présenter les principaux concepts présents dans le cadre conceptuel de l'IASB et présidant à l'élaboration des normes comptables. Mais ce cadre publié en 1989 est

⁵⁵ En comptabilité française pour qu'un actif soit inscrit au bilan il doit appartenir au patrimoine de la société autrement dit elle doit en être propriétaire contractuellement.

apparu comme insuffisant pour permettre au normalisateur de continuer à publier des normes de haute qualité, c'est pourquoi il est en cours de révision.

d) Evolution du cadre conceptuel de l'IASB

Depuis 2006, le cadre conceptuel de l'IASB est en voie d'évolution⁵⁶. Promulgué en 1989 celui-ci ne semble plus être adéquat pour soutenir le processus de normalisation actuel. L'exposé sondage de 2008 présentait de la façon suivante le projet de réforme :

« *Les buts de ce projet comprennent la mise à jour et l'amélioration des concepts existants pour refléter l'évolution des marchés, des pratiques commerciales et de l'environnement économique qui s'est opérée au cours des deux décennies ou plus qui se sont écoulées depuis l'élaboration des concepts.* » En somme, cette révision du cadre conceptuel vise à actualiser certaines définitions (les actifs, les dettes, le résultats...) et à combler des manques (définitions de l'*Other Comprehensive Income*, de la décomptabilisation, des méthodes d'évaluation ...) (Danjou 2014).

Pour la refondation de son cadre conceptuel, l'IASB souhaite une large concertation des différentes parties prenantes, ainsi, plus de 150 tables rondes ont été organisées pour recueillir leurs points de vue et plusieurs consultations se sont succédées (un *Discussion paper* en 2013, un Exposé Sondage en 2014 puis en 2015). Certains points ont été particulièrement négociés par les parties, comme par exemple le retrait en 2010 puis la réintégration en 2015 du principe de prudence dans le projet cadre conceptuel. La période de consultation du dernier exposé sondage (IASB 2015) a été clôturée en octobre 2015, compte tenu du temps de traitement, on ne peut attendre une version définitive avant le second semestre 2016 (d'ailleurs l'IASB ne donne pas de date butoir). Initialement, ce projet devait se poursuivre par étapes de consultations successives sur une période de cinq années, or ce délai a largement été dépassé.

Les principes énoncés par le cadre conceptuel de l'IASB n'abordent pas l'un des fondements de ces normes, qu'est la comptabilité en juste valeur, c'est pourquoi nous allons dans la section suivante le présenter.

3. La comptabilité en juste valeur : origines et définitions

Cette sous-section vise à présenter les origines et les définitions de la comptabilité en juste valeur.

a) Comptabilité en valeur versus comptabilité au coût

Richard et Colette (2005) estiment que depuis pratiquement le début de la révolution industrielle, un conflit oppose les partisans des comptabilités au coût à ceux de la comptabilité en valeur.

La comptabilité au coût, qui s'apparente à l'école italienne, allemande et française, estime que les actifs doivent être évalués à leur coût d'acquisition tant qu'ils ne sont pas vendus et ce n'est qu'au moment de la vente qu'ils sont évalués à la valeur de réalisation (valeur de vente). Selon Casta (2003) d'une façon générale, ce modèle fonctionne comme un filtre asymétrique privilégiant la reconnaissance des pertes potentielles et reportant celle des profits à la réalisation effective d'une transaction. Il renvoie à une conception prudente et peu volatile de la mesure du résultat et du patrimoine. Celle-ci fait l'objet de nombreuses critiques focalisées sur la faible pertinence de l'information comptable produite qui ne prend pas en compte les

⁵⁶ Cette révision du cadre conceptuel est réalisée en partenariat avec le FASB (normalisateur américain) permettant la révision simultanée de leurs cadres respectifs.

évolutions de valeur et par conséquent qui serait moins pertinente pour la prise de décision des investisseurs.

La comptabilité en valeur vise précisément à refléter en permanence la valeur de vente des actifs. On peut distinguer deux approches :

- La comptabilité en valeur actuarielle qui considère la valeur comme la somme des cash-flows futurs actualisés, générés par un actif, c'est une valeur non observée mais calculée par un expert.
- La comptabilité en valeur de marché qui prend en référence les valeurs boursières ou les valeurs observées sur un marché actif

Pour Bignon, Biondi et Ragot (2004) selon la théorie économique, la comptabilité en valeur de marché des actifs s'appuie sur l'hypothèse idéale d'un marché parfait qui n'existe pas. En effet, si la concurrence est pure et parfaite, la valeur de l'actif est exactement égale à ce qu'il va rapporter (hypothèse de profits nuls). Si les marchés sont imparfaits, une modélisation doit permettre de construire la valeur des flux engendrés par cet actif. Selon Giordano-Spring et Lacroix (2007), la comptabilité en valeur de marché concrétise le rejet de la prise en compte de l'intention managériale dans la valorisation des éléments portés au bilan. Ainsi certains estiment que la comptabilité au coût avec un système de provisionnement laisse une trop grande marge de manœuvre aux gestionnaires de l'entreprise qui peuvent orienter l'information comptable. Dans cette conception, la valeur de marché posséderait une neutralité dont manquerait la valeur au coût empreinte par les choix discrétionnaires (et supposés opportunistes) des managers.

b) Définitions de la comptabilité en juste valeur

La première utilisation du vocable de juste valeur (*fair value*) dans une norme comptable remonte à 1975. Ainsi la norme américaine FAS 12 (relative à la comptabilisation des titres) évoque la juste valeur, sans la définir, comme méthode alternative à la valeur comptable entendue comme la valeur au coût amorti. Le FASB définit pour la première fois la juste valeur dans la norme FAS 13 (1976) de la manière suivante « *le prix auquel le bien pourrait être vendu dans une transaction effectuée dans des conditions normales de concurrence entre des parties indépendantes* ». Depuis lors le FASB n'a eu de cesse d'utiliser ce concept dans ces normes. Obert (2010) constate que cette notion est de plus en plus présente dans les normes américaines ; il relève que depuis 1996 80% des normes publiées par le FASB utilisent le concept de juste valeur.

Concernant les normes internationales, la juste valeur apparaît pour la première fois en 1995 avec la publication de la norme IAS 32 (sur les instruments financiers : informations à fournir). Dans cette première norme la juste valeur est définie de la façon suivante « *La juste valeur désigne le prix auquel un actif pourrait être échangé ou un passif réglé entre deux parties compétentes n'ayant aucun lien de dépendance et agissant en toute liberté* ». Il est à noter que cette définition était suivie de celle de valeur de marché qui est la suivante : « *le prix que pourrait obtenir le vendeur (ou qu'accepterait de verser l'acquéreur) d'un instrument financier sur un marché actif* ». Depuis lors, les références à la juste valeur sont présentes dans quasiment toutes les normes internationales⁵⁷, c'est pourquoi en 2011, l'IASB a publié la norme IFRS 13 (Evaluation à la juste valeur) redéfinissant la juste valeur : « *le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une*

⁵⁷ Elle y est soit obligatoire, soit optionnelle lorsque les normes proposent un « traitement de référence » et un « autre traitement autorisé ».

transaction normale entre des intervenants du marché à la date d'évaluation. » (IFRS 13, §9). Cette nouvelle définition a pour objectif d'être plus simple et plus générale.

Toutes les normes mobilisant l'évaluation en juste valeur doivent à présent utiliser la définition d'IFRS 13. Pour approcher la juste valeur d'un actif ou d'un passif, il existe trois possibilités selon IFRS 13 :

- Lorsque l'actif ou le passif peut être échangé sur un marché, la juste valeur est le prix de marché. On parle alors de « *mark to market* » (Juste valeur de niveau 1) ;
- Lorsque, à défaut, il existe un actif ou passif similaire échangé sur un marché, la juste valeur est le prix de cet élément similaire (Juste valeur de niveau 2) ;
- Lorsque l'observation des prix de marché est inopérante, la juste valeur est déterminée en utilisant une technique d'évaluation cohérente avec les méthodologies d'évaluation économique généralement acceptées et souvent fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. On parle dans ce cas de valeur « *market to model* » (Juste valeur de niveau 3).

La détermination de la juste valeur d'un actif ou d'un passif, quelle que soit la méthode, va donc donner lieu à la constatation d'une variation de valeur. La fluctuation entre deux arrêts de comptes est traitée différemment selon la nature de l'élément évalué (cf chapitre 4).

Selon Richard et Colette (2005) la comptabilité en juste valeur a pour but de protéger les créanciers, c'est à dire qu'elle cherche à déterminer la solvabilité immédiate de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à payer immédiatement ses dettes en liquidant la totalité de ses actifs. Au contraire la comptabilité au coût associée au principe de prudence ne vise pas à protéger les créanciers mais l'entreprise en tant qu'entité et l'Etat en tant que préleveur de l'impôt.

Ce modèle d'évaluation est considéré comme la pierre angulaire des travaux de l'IASB (Mistral 2003). Elle s'inscrit dans la volonté du normalisateur de donner, aux éléments figurant au bilan, la capacité de refléter leur valeur économique réelle. En effet la valeur comptable reflétée par le coût amorti peut selon le cas être très éloignée de la valeur effective de l'actif sur un marché actuel

c) Comment la comptabilité en juste valeur s'est imposée dans la normalisation

L'usage de la comptabilité en juste valeur a évolué au cours du temps et selon les pays :

- En France entre 1800 et 1900, la comptabilité officielle était une comptabilité en valeur de marché, puis de 1900 à 2005, cette comptabilité est devenue fondamentalement une comptabilité au coût avec pour base le principe de prudence asymétrique. Cependant après la seconde guerre mondiale, l'opposition entre les deux types de comptabilités a nourri un vif débat, particulièrement en France et en Allemagne (Richard et Colette 2005). Mais c'est le modèle du coût avec comme base la prudence asymétrique qui continue à dominer le système comptable continental.
- Aux Etats-Unis, avant 1938 l'évaluation en valeur était la plus répandue, mais suite à la grande dépression, on a assisté à l'abandon de la référence au prix de marché au profit du coût historique (Swenson et Buttross 1993). Cependant, à partir des années 1970 période d'expansion économique et de développement des marchés financiers américains, de nombreux chercheurs se sont saisis de la question de l'évaluation comptable et de sa pertinence pour les marchés (Ball et Brown 1968; Beaver 1968; Watts et Zimmerman 1986). En effet en cette période fortement inflationniste, nombreux sont ceux qui estiment que la comptabilité au coût n'est plus représentative de l'activité et qu'il faut lui préférer un modèle ancré sur la valeur économique.

Le véritable essor de la comptabilité en juste valeur peut être s'expliquer par le développement des marchés financiers au milieu des années 1970, associé à la création des normes comptables américaines et des normes de l'IASB. Pour Casta (2003), on peut expliquer l'essor du modèle comptable fondé sur la valeur de marché au regard de trois déterminants principaux :

- Les instances anglo-saxonnes (FASB et IASB) se sont positionnées pour une comptabilité pertinente (vs fiable) visant à la prise de décision (vs la reddition des comptes et la fonction de contrôle) par l'investisseurs (vs la multiplicité des créanciers). En somme les objectifs assignés aux états financiers ont été nettement orientés en fonction des besoins en information prévisionnelle des utilisateurs, principalement les créanciers et les investisseurs, privilégiant le critère d'utilité de l'information comptable pour la prise de décisions économiques externes.
- Le développement des instruments financiers complexes a mis en évidence l'inadéquation de l'évaluation au coût pour ce type d'actifs.
- L'évaluation en valeur de marché répond aussi à l'objectif de réduire la marge discrétionnaire des managers. En effet, la comptabilité au coût laisse une marge de manœuvre relativement importante par exemple au plan de la constitution de provisions, et donc de l'intégration de l'incertitude.

En Europe, l'application des normes IFRS depuis 2005 a conduit l'application concomitante des comptabilités en juste valeur et au coût. En effet le corpus normatif de l'IASB propose un modèle mixte associant selon le cas les deux modes d'évaluation. Néanmoins il apparaît de manière assez nette que la préférence est donnée à la juste valeur par le normalisateur international (Ernst & Young 2005a).

En somme cette première section avait un double objectif :

- ⇒ Dresser un panorama de l'histoire de la normalisation comptable européenne, afin de comprendre pourquoi et comment l'IASB est devenu le normalisateur de l'Union Européenne.
- ⇒ Présenter les principaux concepts qui régissent les normes IFRS.

Au regard de cette section, il ressort que l'Union Européenne a retenu un normalisateur dont le fonctionnement et les principes sont purement anglo-saxon. Ceci conduit les firmes européennes à adopter une vision économique et financière conduisant à satisfaire le besoin d'information des investisseurs pour faciliter leur prise de décision.

Si l'on revient à notre problématique de comment favoriser l'investissement de long terme, on constatera que l'objectif qui transparait des normes IFRS est loin de favoriser la prise en compte du temps dans la comptabilité. Au contraire, l'IASB favorise l'évaluation à la juste valeur, entendu prioritairement comme la valeur de marché, qui est par nature court-termiste.

Section 2 : Les fondements théoriques des normes comptables IFRS

Comme nous l'avons vu précédemment le cadre conceptuel de l'IASB place l'investisseur au centre de la normalisation comptable. Ce choix conduit le normalisateur à adopter une démarche conceptuelle fondée sur des théoriques économiques fortes : la théorie de l'agence (1) et l'hypothèse des marchés efficients (2) dont nous ferons une revue critique (3)

1. La théorie de l'agence comme soubassement des normes IFRS

Selon la théorie de l'agence, l'entreprise est considérée comme un nœud de contrats qui peut être analysé selon une relation d'agence entre le gestionnaire et l'actionnaire. Ces derniers sont considérés comme les propriétaires de l'entreprise ayant comme objectif la création de valeur actionnariale. Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal (s) comme actionnaires) engagent une ou plusieurs autres personnes (les agents tel que les gestionnaires) pour effectuer un service en leur nom, ce qui implique la délégation du pouvoir de décision à l'agent. Ainsi, il y a une asymétrie d'information entre l'actionnaire et le gestionnaire au détriment du premier. Plus précisément, l'actionnaire est celui qui a le moins d'informations sur l'entreprise et sa gestion, par rapport au manager de l'entreprise. Ce dernier pourrait exploiter l'information au détriment de l'actionnaire. La théorie de l'agence vise donc à aligner les intérêts des agents et des actionnaires en diminuant l'asymétrie de l'information et l'aversion aux risques. Du point de vue de la gouvernance d'entreprise, la réduction de l'asymétrie et l'alignement des intérêts impliquent la mise en place de mécanismes incitatifs (options d'achat d'actions, rémunération variable...).

Dans cette perspective, l'entité est essentiellement considérée comme un investissement du principal (propriétaire) et non comme une entité distincte, de sorte que les états financiers sont préparés du point de vue du propriétaire (Muller 2013). Selon Gyunther (1967), la comptabilité établie pour propriétaire privilégie l'actionnariat actuel et potentiel. Cette vision de la comptabilité tend à favoriser la représentation de la valeur actionnariale, et suppose que l'objectif principal d'une société est de créer de la valeur pour les propriétaires. Dans ce cas, les normes comptables peuvent être considérées comme un instrument au service de l'actionnaire pour contrôler le management de l'entreprise. Ainsi Lepetit (2014) estime que les normes IFRS visent à supprimer de l'information comptable tous éléments subjectifs issus de l'intention managériale. Pour atteindre cet objectif l'IASB encourage l'utilisation de la comptabilité à la juste valeur pour évaluer les actifs et les passifs. En effet, d'un point de vue comptable, l'utilisation de l'information de la juste valeur peut diminuer l'asymétrie d'information pour plusieurs raisons :

- La comptabilité juste valeur, en utilisant la valeur de marché, peut réduire le risque de manipulation de l'information par le gestionnaire, en réduisant la possibilité de gestion du résultat. En effet, la comptabilité au coût est réputée laisser une plus grande marge discrétionnaire aux managers, en particulier au niveau de la gestion des provisions⁵⁸. Alors que l'utilisation d'une valeur de marché observable devrait permettre aux actionnaires d'avoir une information pertinente, transparente et utile pour prendre leur décision de placements. Selon Gyunther (1967), pour contrôler efficacement la performance des managers, il est nécessaire de posséder les valeurs réelles des actifs. La valeur de marché augmente ainsi l'importance du *stewardship* (c'est-à-dire le contrôle des managers par les actionnaires); les gestionnaires devant maintenir et augmenter la valeur des capitaux propres et rendre compte de leurs efforts (Whittington 2008). La comptabilité en valeur de marché permet aux actionnaires de contrôler que les décisions prises par les managers de l'entreprise sont bien orientées vers la performance actionnariale et ne sont pas détournées vers leurs propres profits.
- La valeur de marché peut améliorer le contenu de l'information financière (M. Barth 1994; Magnan 2009). En effet, plusieurs études, fondée sur l'analyse de la *value relevance* (pertinence informationnelle), mettent en évidence les effets positifs de la juste

⁵⁸ Lorsque les actifs sont évalués au coût selon le principe de prudence asymétrique, il est nécessaire de constater des provisions en cas de pertes latentes. Or le niveau de provisionnement est à la discrétion des managers et pourrait être influencé par leurs objectifs propres.

valeur sur la pertinence des états financiers après l'adoption obligatoire des IFRS en Europe (Capkun et al. 2008; Cormier et al. 2009). Elles montrent que les marchés financiers valorisent davantage l'information financière conforme aux normes IFRS que celle établie en vertu des normes nationales précédentes. Pour démontrer cela, ces études mettent en relation la valeur boursière et la valeur comptable des capitaux propres et celle du résultat conformément au modèle d'Ohlson (1995)⁵⁹. Cela consiste à régresser le cours boursiers de la société (variable expliquée) sur différentes variables explicatives telles que les capitaux propres, le résultat et des variables de contrôle comme la taille de la firme, le taux d'endettement, ou la cotation à l'étranger. Ces variables explicatives sont évaluées alternativement au coût et à la juste valeur. Autrement dit, il s'agit de voir s'il existe une corrélation entre ces variables expliquée et explicatives. La plupart de ces modèles montrent que les variables capitaux propres et résultats évalués en juste valeur ont une corrélation plus forte (plus de significativité) que celles évaluées au coût. On en déduit que le marché valorise mieux l'information en normes IFRS. L'information est plus pertinente et transparente et les investisseurs ont plus confiance dans des informations en IFRS qu'en local Gaap. Ce point de vue académique est confirmé par l'enquête menée par la Commission Européenne sur l'application des normes IFRS ; ainsi pour 86% des répondants, ces normes ont conduit à plus de transparence, pour 92% elles ont amélioré la comparabilité des états financiers eu niveau européen et pour 68% les IFRS ont permis de rendre l'information plus compréhensible (European Commission 2015).

- La comptabilité en valeur de marché peut influencer la gestion de l'entreprise, en contribuant à diminuer les conflits principal-agent (coûts d'agence), et à augmenter l'efficacité avec laquelle l'entreprise est gérée (Barlev et Haddad 2003). Ainsi en disposant de la valeur instantanée, les managers peuvent affiner leurs stratégies en temps réel et être mieux à même de gérer les risques rapidement. Quant aux actionnaires, ils ont la connaissance de la valeur réelle de leur placement et sont donc mieux informés pour leur prise de décision en matière d'allocation.

En somme, l'information en juste valeur est considérée comme plus informative pour les investisseurs et les managers que le coût historique (Khurana et Kim 2003). Il s'agit d'une gestion comptable qui devrait permettre l'alignement des objectifs entre gestionnaire et actionnaire (Gjesdal 1981).

2. L'hypothèse des marchés efficients comme pierre angulaire des normes IFRS

Le choix de la juste valeur (*entendu comme valeur de marché*) comme méthode d'évaluation préférentielle est justifié par la primauté donnée aux investisseurs comme destinataire privilégié de l'information financière. Même si les normes IFRS promeuvent une approche mixte, il apparaît que la juste valeur est considérée comme la principale méthode d'évaluation, et le coût historique comme une exception (Ernst & Young 2005b). D'ailleurs les secteurs bancaire et assurantiel sont largement contraints d'utiliser la juste valeur pour évaluer leurs instruments financiers de placements.

Rappelons que les normes IFRS définissent la juste valeur comme « *le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif, ou payé pour le transfert d'un passif, dans une transaction ordonnée entre les parties à la date d'évaluation selon les conditions courantes du marché* ». Dans cette définition, la notion de juste valeur représente implicitement le prix d'échange d'un actif ou d'un passif reflétant parfaitement sa valeur (Landsman 2007). Selon l'IASB, la comptabilité

⁵⁹ Le modèle d'Ohlson vise à expliquer la valeur boursière d'une société en fonction de sa valeur comptable, de sa profitabilité actuelle et future.

en juste valeur est censée donner une information intelligible, pertinente, fidèle⁶⁰ et comparable aux investisseurs actionnaires (IASB 1989). Cette affirmation nécessite une hypothèse forte concernant le fonctionnement des marchés financiers. En effet, la comptabilisation à la juste valeur repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés, qui suppose que les prix de marché reflètent toujours "pleinement" l'information disponible (Fama 1970). De manière générale, cela suppose que les prix de marché fournissent des informations précises permettant la meilleure allocation des ressources. L'hypothèse sous-jacente à la comptabilité en juste valeur est que les prix provenant de transactions de marché dans des conditions de concurrence normale reflètent des analyses efficaces de toutes les informations nécessaires pour créer une évaluation pertinente (Zhang et Andrew 2014).

Les partisans de la comptabilisation à la juste valeur font valoir que la juste valeur des actifs ou des passifs reflète les conditions actuelles du marché et fournit des informations en temps voulu, augmentant par là même la transparence et encourageant des mesures correctives rapides (Laux et Leuz 2009). Jaggi, Winder, et Lee (2010) estiment que la comptabilité en juste valeur est pertinente pour les investisseurs et permet d'obtenir des informations transparentes, fiables et précises sur la valeur des actifs, en particulier dans des conditions de marché stables (mais que ces avantages ont tendance à disparaître en cas de crise). Ces deux articles sont des études théoriques (sans test empirique) visant à recenser les arguments pour et contre la juste valeur suite à la crise financière de 2008. Cependant, ils concluent sur l'importance d'étayer ce débat par des travaux appliqués.

L'étude empirique de Bernard, Merton, et Papelu (1995) montre que la comptabilité en valeur de marché produit une estimation plus fiable de la valeur (mesurée par le prix d'achat des actions) des banques danoises, que les valeurs au coût historique produites par des banques américaines. Plusieurs autres études appliquées aux banques américaines montrent que les informations concernant la juste valeur des titres financiers fournies dans les notes afférentes aux états financiers sont plus efficaces pour expliquer les variations des prix de l'action des valeurs bancaires que ne le sont des informations au coût historique (M. Barth, Beaver et Landsman 1996; Eccher, Ramesh et Ramu Thiagarajan 1996; Nelson 1996). Selon Magnan (2009), il existe des preuves empiriques cohérentes accumulées au cours des vingt dernières années, montrant que le cours des actions d'une entreprise est plus étroitement associé à la valeur de marché de ses actifs financiers qu'à leur coût historique. De cette façon, la juste valeur, qui utilise la valeur de marché, se trouve être un indicateur plus pertinent de la valeur de l'entreprise que les chiffres traditionnels basés sur les coûts historiques.

Cependant, de nombreuses recherches empiriques ont des difficultés à prouver incontestablement la supériorité de la juste valeur sur le coût historique⁶¹ (Barth, 1994; Nelson 1996; Khurana et Kim, 2003). En ce sens, la *fair value* par référence au marché est plus un indicateur de risque⁶² qu'une mesure de la valeur appropriée pour représenter les activités d'intermédiation (Martaud et Morand 2010).

Dans le secteur bancaire, plusieurs auteurs notent que les effets de la comptabilité en juste valeur sont relativement restreints au niveau du *banking book* (portefeuille de prêts et placements long terme obligataires), qui est principalement évalué au coût selon IAS 39 (catégorie Prêts et créances pour les crédits et HTM pour les obligations). Par exemple, Laux

⁶⁰ Le critère de fidélité présente cinq sous-objectifs: une image authentique et impartiale, la substance plutôt que la forme, la neutralité, le conservatisme et l'exhaustivité.

⁶¹ Ce point sera développé dans le paragraphe 3 de cette section.

⁶² L'information en juste valeur peut être considérée comme un indicateur de risque car les variations de valeurs vont entraîner des mesures correctives précoces de la part des établissements.

et Leuz (2010) soulignent qu'avant la crise financière plus de 50% des actifs des banques américaines étaient comptabilisés dans la catégories prêts et créances évalués au coût. Quant à Georgescu et Laux (2015), ils trouvent un résultat similaire sur un échantillon de banques européennes (Allemagne, Royaume-Uni, France et Espagne).

Par ailleurs plusieurs études ont montré que les effets de la crise financière ont au final relativement peu atteints les banques soumises au référentiel IFRS du fait de l'utilisation de l'amendement permettant le reclassement des instruments financiers devenus illiquides au coût historique (Bischof, Bruggemann et Daske 2014; Fiechter 2011). En effet l'amendement à IAS 39 permettant de reclasser en « prêts et créances » (évalué au coût) les instruments évalués en juste valeur a été utilisé par de nombreuses banques. L'étude de Jarolim et Öppinger (2012) sur les pratiques des banques européennes en 2008 ont ainsi montré que l'amendement a été utilisé par 75% des établissements appartenant à l'indice STOXX Europe TMI Banks. Les auteurs étudient les impacts de cette reclassification⁶³ sur les capitaux propres (+555 millions d'euros en moyenne pour l'OCI) et le résultat (+595 millions d'euros en moyenne). Cette étude conclut que l'amendement à IAS 39 a permis aux banques européennes d'éviter de présenter des pertes importantes sur l'exercice 2008. Dufour et Heem (2012) ont mené une étude similaire, sur un échantillon de 51 grandes banques européennes pour l'année 2008 issues de l'indice *STOXX® All Europe 800 Banks*. Ils observent que 36 banques ont retenu l'option de reclassement des instruments financiers. Sur l'échantillon retenu il apparaît que les banques ayant reclassé avaient pour particularité d'être moins rentables, moins capitalisées et plus exposées au risque de marché que les banques n'ayant pas reclassé. Les auteurs⁶⁴ montrent que les reclassements ont peu pesé sur le total du bilan mais que l'impact s'est révélé significatif en matière de résultat. Ils constatent une augmentation moyenne de 52% du résultat pour les sociétés ayant opté pour le reclassement au coût amorti d'une partie du portefeuille AFS.

On notera qu'à notre connaissance relativement peu de recherches ont été consacrées à l'usage de la comptabilité en juste valeur dans le secteur de l'assurance. Néanmoins, on peut citer l'étude empirique de Ellul et al. (2014) qui montre que pour le marché américain, l'usage de la comptabilité en juste valeur conduit à des stratégies de placements plus prudentes afin de sécuriser leur portefeuille en cas de crise.

Le tableau suivant synthétise les principales études relatives à la pertinence de l'information en juste valeur :

⁶³ En comparant les résultats et capitaux propres publiés par rapport aux informations contenues dans l'annexe indiquant ce qu'aurait été les données sans l'application de l'amendement.

⁶⁴ Etude de l'année 2008. Les auteurs ne précisent pas quelle est la référence pour la hausse, probablement par rapport à 2007.

Tableau 8 : Synthèse de quelques études sur la pertinence de l'évaluation en juste valeur

Auteurs	Période	Norme	Echantillon	Question de recherche	Méthode	Variables expliquées	Résultats principaux	Apport pour l'étude de la JV
Bernard, Merton et Papelu (1995) Journal of Accounting Research	1976-1989	Danish GAAP US GAAP	57 banques danoises (soumises à la JV) 150 banques américaines (non soumises à la JV)	Quelle est la pertinence de la juste valeur par rapport au coût historique	Séries temporelles	Cours de l'action Volatilité des capitaux propres et du résultat	- Le modèle Danois en JV donne une information plus pertinente que le modèle américain au coût - Le résultat en JV (Danois) est 3 fois plus volatile que le résultat en US GAAP	Pertinence de l'information en JV Mais forte volatilité
M. Barth, Landsman et Wahlen (1995) Journal of banking & finance	1971-1990	SFAS 115	137 banques américaines	Le résultat est-il plus variable en JV qu'en CH ? L'usage de la JV a-t-il un effet sur le ratio de solvabilité ?	Régressions	Cours de l'action	- Le résultat comptable est plus volatile selon la méthode de la JV qu'en CH - Les banques enfreignent plus souvent les ratios de solvabilité quand elles utilisent la JV	La JV entraîne de la volatilité et le dépassement des seuils de solvabilité
M. Barth, Beaver et Landsman (1996) The accounting review	1992-1993	SFAS 107	136 grandes banques américaines	Quelle est la pertinence informationnelle de l'information en JV pour les prêts, actions et obligations par rapport au CH ?	Régressions	Ecart entre valeur boursière et valeur comptable des capitaux propres	- L'étude montre une supériorité informationnelle du modèle de juste valeur (pour les prêts, actions et les obligations ⁶⁵) par rapport au modèle d'évaluation au coût historique. - La pertinence de la juste valeur des prêts varie en fonction de la situation financière de la banque.	Pertinence de l'information en JV (à relativiser pour les prêts)

⁶⁵ La norme SFAS 107 exige la présentation en annexe de la valeur des différents instruments financiers en juste valeur.

Auteurs	Période	Norme	Echantillon	Question de recherche	Méthode	Variables expliquées	Résultats principaux	Apport pour l'étude de la JV
Eccher, Ramesh et Ramu Thiagarajan (1996) Journal of accounting and economics	1992-1993	SFAS 107	296 banques américaines	L'information en JV selon SFAS 107 est-elle plus pertinente et plus fiable que l'information en CH ?	Régressions	Valeur de marché des capitaux propres	Les informations sur la juste valeur des prêts, des dettes à long terme et des titres de placement ont un contenu informationnel. Néanmoins, le complément d'information par rapport à une évaluation en coûts historiques est faible et pas toujours significatif.	La supériorité de la JV sur le CH n'est pas prouvée
Nelson (1996) The accounting review	1992-1993	SFAS 107	146 banques américaines	Dans quelle mesure l'information en JV selon SFAS 107 est associée avec la valeur de marché des capitaux propres ?	Régressions	Valeur de marché des capitaux propres	- Les justes valeurs de tous les éléments considérés (titres de placement, prêts, dépôts, dettes à long terme et éléments du hors bilan) sont non pertinentes.	La pertinence de la JV n'est pas prouvée
Khurana et Kim (2003) Journal of accounting and public policy	1995-1998	SFAS 107 & SFAS 115	302 banques américaines	Dans quelle mesure l'information en JV est possède un meilleur contenu informationnel que celle en CH ?	Régressions	Valeur de marché des capitaux propres	La pertinence de l'information en juste valeur est décelée uniquement pour les titres négociés sur des marchés liquides et complets (notamment, les titres disponibles à la vente) et pour les banques de grande taille et les plus suivies par les analystes financiers.	JV pertinente seulement pour certaines catégories de titres

Auteurs	Période	Norme	Echantillon	Question de recherche	Méthode	Variables expliquées	Résultats principaux	Apport pour l'étude de la JV
Allen et Carletti (2008a) Journal of accounting and economics				Comparaison de la JV et du coût historique en cas de crise de liquidité	Modèle économique théorique		- Le déclenchement d'une crise due à la faillite d'un assureur peut causer l'insolvabilité bancaire dans le cas où la comptabilité est en juste valeur, ce qui n'est pas le cas si la comptabilité est fondée sur le coût amorti	L'information en JV peut entraîner des faillites bancaires
Capkun et al. (2008) Ssrn.com	2004-2005		1 722 firmes européennes	Identifier les différences entre normes locales et IFRS Pertinence informationnelle de l'information de transition aux IFRS	Analyse d'écarts Régressions	Valeur de marché des capitaux propres	- Impact à la hausse faible mais significatif sur le total de l'actif, les capitaux propres, le total des dettes, les actifs incorporels et corporels - La valeur de marché de capitaux propres est plus pertinente en norme IFRS qu'en normes locales	Pertinence de l'information en IFRS par rapport aux normes locales
Hamdi et Elabidi (2009) Congrès de l'AFC	2005-2006		71 analystes financiers français	Quelle est la pertinence de la comptabilité en juste valeur du point de vue des analystes financiers	Questionnaire		- 70% des analyses estiment que le modèle comptable au coût historique ne donne pas une représentation satisfaisante de l'entreprise - 75% des analystes estiment que la	Avis favorables des analystes financiers sur la JV mais ils soulignent la volatilité

Auteurs	Période	Norme	Echantillon	Question de recherche	Méthode	Variables expliquées	Résultats principaux	Apport pour l'étude de la JV
							comptabilité en JV permet de mieux appréhender les risques - 68% des analystes estiment que la JV introduit une volatilité artificielle et engendre une confusion entre ce qui a trait à la performance de la firme et les variations de marché	
Armstrong et al. (2010) Accounting review	2002-2005		16 évènements associés à l'adoption des IFRS	Comment le marché réagit à des annonces concernant les normes IFRS	Etude d'évènements	Relation entre le cours de bourses et une annonce concernant l'adoption des IFRS	- Les résultats montrent que les investisseurs (le marché boursier) anticipent un réel bénéfice au passage en normes IFRS en Europe, attendant une hausse de la qualité de l'information, une diminution de l'asymétrie d'information, une application plus rigoureuse des normes ainsi qu'une meilleure comparabilité.	Avis favorable des marchés sur les normes IFRS
Janin, Piot et Dumontier (2012) Congrès de l'AFC	2001-2008		13 361 entreprise-Années 22 pays européens	Pertinence informationnelle du résultat global par rapport au résultat net	Régressions	Relation entre la rentabilité boursière et le résultat comptable	Les IFRS améliorent le contenu informationnel du résultat net et pas celui du résultat global	Le résultat net est plus informatif en IFRS qu'en normes locales
Blankespoor	1998-		80 313	Qualité du ratio	Régressions	Qualité du	Le ratio de levier calculé	L'usage de la JV

Auteurs	Période	Norme	Echantillon	Question de recherche	Méthode	Variables expliquées	Résultats principaux	Apport pour l'étude de la JV
et al. (2013) Accounting Review	2010		observations de rendement pour 46 banques américaines	de levier calculé à partir de la JV par rapport à un calcul au CH		ratio de levier Pouvoir de prédiction du ratio de levier (analyse des 53 banques qui ont fait faillites sur la période)	à partir d'une information en JV est plus prédictif au regard du risqué de crédit et du risqué de faillite que le ratio de levier calculé sur la base d'un modèle mixte (JV et CH)	améliore l'information véhiculée par le ratio de levier
Christensen et Valeri (2013) Review of Accounting Studies	2005-2006	IAS 40 IAS 16	1 539 firmes cotées au Royaume-Uni et en Allemagne	Quel est le niveau d'utilisation de la JV pour les actifs non financiers ? Quels sont les déterminants du choix de la JV pour l'évaluation des immeubles de placement et les immobilisations corporelles ?	Analyse des rapports annuels Régressions	Utilisation de la valeur de marché pour les immeubles de placements	- La JV est seulement utilisé pour évaluer les immeubles de placement - Les firmes britanniques font un plus grand usage de la JV que les firmes allemandes - Les firmes qui recourent à la JV sont plus endettées	La JV est peu utilisée pour les actifs non financiers

Les travaux cités ci-dessus illustrent deux périodes :

- La première série d'études (vers le milieu des années 1990) analyse la pertinence de la juste valeur proposée par les normes américaines sur des échantillons relativement anciens. Cette période d'étude correspond à la publication de la norme SFAS 107 (informations sur la juste valeur des instruments financiers) qui introduit l'obligation pour les firmes américaines de publier en annexe l'information sur la juste valeur de l'ensemble des instruments financiers. Ces travaux aboutissent pour la plupart à la conclusion que l'évaluation en juste valeur améliore la qualité informationnelle de certains postes du bilan (principalement les placements en actions), cependant ces résultats ne sont pas unanimes et la plupart font état de relations peu significatives. Ils sont nombreux à démontrer empiriquement la volatilité (des résultats et des capitaux propres) introduite par la juste valeur.
- Une seconde série de travaux, correspondant à la période l'adoption des normes IFRS en Europe, montrent que les normes IFRS ont amélioré le contenu informationnel (pertinence) pour les marchés financiers. Le choix de cette seconde période d'étude s'explique par l'obligation pour les firmes de présenter pour l'exercice 2004 les états financiers en normes locales et en norme IFRS.

Des études aux résultats non univoques :

Il est intéressant de noter, que la grande majorité des études citées s'intéressent seulement à l'une des qualités de l'information à savoir la pertinence. Les autres caractéristiques comme la fiabilité, la transparence ou la comparabilité ne sont quasiment jamais étudiées dans les travaux académiques.

D'un point de vue méthodologique, on constatera que la grande majorité des travaux empiriques reposent sur des régressions. La plupart estiment la qualité de l'information en juste valeur en identifiant son impact soit sur le cours boursier soit sur la valeur boursière des capitaux propres de la firme. De plus une majorité de ces études analysent des échantillons similaires (banques américaines cotées en 1992-93 ou sociétés européennes en 2004-2005 qui correspondent à des périodes de transition durant lesquels l'information est disponible selon deux référentiels différents) ce qui conduit à confirmer la teneur de certains résultats, en particulier, la non supériorité indiscutable de la juste valeur sur le coût amorti dans les années 90. Bien que la majorité des études évoquées conclut indéniablement à la pertinence de la juste valeur des titres de placement (actions en particulier), la pertinence de la juste valeur des autres actifs et passifs (immobilisations corporelles, incorporelles et immeubles de placement) n'est pas prouvée. Par ailleurs plusieurs études mettent en avant l'importance de la volatilité introduite par la comptabilité en juste valeur. En somme, l'analyse d'un panel (non exhaustif) de travaux relatifs à la pertinence de la comptabilité en juste valeur au regard de ses effets sur les cours de bourses des firmes, nous amène à constater que les résultats sont largement mitigés.

Une dernière remarque peut être faite sur la temporalité des articles. Avant la crise financière les articles étudiés étaient plutôt favorables à la comptabilité en juste valeur (tout en identifiant certaines limites liées à la volatilité par exemple), puis la crise financière a mis en exergue les lacunes de ce modèle et a suscité le développement d'un courant de recherche critique de la juste valeur que l'on va exposer dans la partie suivante.

3. Revue critique des fondements théoriques IFRS

Malgré une littérature abondante soutenant la comptabilité en juste valeur et ses avantages pour la comptabilité financière, nous allons maintenant examiner les inconvénients relatifs à

ce modèle d'évaluation. Les normes IFRS sont principalement critiquées au sujet de l'utilisation de la comptabilité en juste valeur. Il faut remarquer que les principales critiques adressées aux normes IFRS ne sont pas liées à ses avantages supposés (pertinence, comparabilité, intelligibilité et fidélité). Elles soulèvent plutôt des questions liées aux impacts sur les états financiers, à savoir la volatilité, la pro-cyclicité et le court-termisme.

Hausse de la volatilité :

L'introduction de la volatilité du marché dans les états financiers d'une entreprise représente la principale critique adressée à la comptabilité en juste valeur dans la littérature. Selon Hitz (2007), les opposants de la comptabilité à la juste valeur font valoir que l'introduction de celle-ci crée des mouvements erratiques qui privent le résultat comptable de sa capacité prédictive. L'étude empirique de Barth, Landsman et Wahlen (1995) conclut que la comptabilité en juste valeur (en utilisant les normes américaines) conduit à des résultats significativement plus volatiles qu'avec l'utilisation de la méthode du coût historique. Pour un échantillon de banques américaines, les auteurs⁶⁶ montrent que l'écart type des résultats calculés en utilisant la juste valeur est de 26 % plus élevé que celui des gains de coûts historiques sur une période de 20 ans. Les études de Barlev et Haddad (2003) et Jaggi, Winder et Lee (2010) ont également montrées que la comptabilité en juste valeur augmente la volatilité du résultat comptable. Les travaux empiriques de Bernard, Merton et Papelu (1995) sur les banques danoises montrent que l'évaluation à la valeur de marché conduit à une plus grande volatilité de la rentabilité déclarée de banques par rapport à un système en coût amorti. L'étude de Plantin, Sapra et Song Shin (2008) met en évidence que la clé du débat est de savoir si la comptabilité en juste valeur injecte une volatilité *excessive* aux prix des transactions, autrement dit, si la valeur du marché conduit à l'émergence d'une source endogène supplémentaire de volatilité qui est purement une conséquence des normes comptables, plutôt que quelque chose qui reflète les fondamentaux sous-jacents.

L'effet de la volatilité devient encore plus critique lorsque le marché est instable. En effet, la comptabilité en juste valeur aboutit à une volatilité excessive lorsque les marchés deviennent illiquides et que les prix du marché sont fluctuants (Chen, Tan et Wang 2013). D'ailleurs cette situation s'est produite lors de la crise financière entraînant plusieurs instances gouvernementales comme le G20 ou le conseil ECOFIN a demandé des mesures pour stabiliser les marchés. Cela a alors conduit l'IASB à proposer un amendement à la norme IAS 39 permettant d'abandonner la juste valeur pour les instruments financiers les plus volatiles. En outre, Jaggi, Winder et Lee (2010) soulignent que la juste valeur basée sur la valeur du marché peut entraîner une volatilité artificielle des capitaux propres et des résultats pour les actifs détenus à long terme, alors qu'une évaluation au coût conduit à une compensation sur la période des variations de valeur.

Hausse de la pro-cyclicité :

Une autre grande critique relative à la comptabilité en juste valeur est son effet pro-cyclique. Selon Laux et Leuz (2009) la comptabilisation à la juste valeur est pro-cyclique, c'est-à-dire qu'elle exacerbe les fluctuations du système financier, et peut même provoquer une spirale descente-ascendante des marchés financiers (Kindleberger, 1978). Selon Jaggi, Winder et Lee (2010) la comptabilité en juste valeur accentue la pro-cyclicité car elle contribue à augmenter les variations de valeur qui vont engendrer des réactions de marché *momentum*. En effet, lorsque le marché est élevé, l'évaluation en juste valeur conduit à tenir compte de cette euphorie du marché dans les états financiers, et induit une baisse plus forte lorsque le marché

⁶⁶ L'article traite des *investments securities* évalués en juste valeur

diminue brusquement. Cette préoccupation a été soulevée par le président de la Réserve fédérale en mars 2009 : « nous devrions réviser les politiques de régulation et les règles comptables, afin de nous assurer qu'elles n'induisent pas une pro-cyclicité excessive, c'est-à-dire qu'elles n'amplifient pas excessivement les hauts et les bas dans le système financier et l'économie » (Bernanke 2009). Pour Plantin, Saprà et Song Shin (2008) la comptabilisation à la juste valeur peut conduire à des tendances pro-cycliques, ce qui pourrait potentiellement augmenter le risque systémique sur les marchés financiers. Dans le même ordre d'idée, Saprà (2010) propose un modèle complémentaire qui fait apparaître que la comptabilité en juste valeur conduit à des marchés pro-cycliques qui déstabilisent les prix alors que la comptabilité au coût a des effets contra-cycliques.

Une vision de court-terme des états financiers :

Enfin, certains auteurs insistent sur le fait que la comptabilité en juste valeur conduit à favoriser une vision à court terme des comptes, au détriment du long terme. Zhang et Andrew (2014) affirment que les fondements, issus de la théorie de l'agence, de comptabilité en juste valeur obligent les PDG à gérer les entreprises afin de satisfaire les intérêts à court terme des actionnaires. Le référentiel IFRS basé sur la comptabilité en juste valeur fournit une vision à court terme de l'information financière qui n'est pas satisfaisante pour une activité qui a besoin de temps (Perry et Nolke 2007a; ANC 2013).

Selon La Martinière (de) et Trainar (2003), la longueur du cycle de production de l'assurance a deux conséquences principales : d'une part, il réduit la pertinence de la référence à la valeur du marché, et d'autre part, il n'en devient que plus important que les normes comptables soient correctement adaptées aux réalités de ce secteur. En effet, dans ce type de *business model*, les approximations comptables peuvent sembler inoffensives sur le court terme, mais peuvent avoir des conséquences importantes si elles sont répétées systématiquement pour le long terme.

Les opposants de la juste valeur affirment que la juste valeur n'est pas pertinente et qu'elle est potentiellement trompeuse pour les actifs qui sont détenus pour une longue période et, en particulier, jusqu'à l'échéance ; que les prix pourraient être faussés par les inefficiences du marché, l'irrationalité de l'investisseur ou des problèmes de liquidité (Laux et Leuz, 2009). Ceci conduit Plantin, Saprà et Song Shin (2008) à affirmer que les décisions réelles sont alors déformées en raison du système de mesure. Selon Morand et Marteau, « la comptabilisation en *fair value* via un *mark to market* oblige un investisseur de long terme à tenir compte des variations de court terme de la valeur de marché de ses investissements, soit pour les ignorer purement et simplement parce que seul son horizon – de long terme – l'intéresse, soit pour les couvrir pour des raisons de communication financière ou parce que ses mandants (actionnaires ou bénéficiaires de ces investissements) l'exigent. Concrètement, le gestionnaire d'un fonds de retraite qui aurait un horizon à 2040 et soumis à la *fair value* ne peut pas faire totalement abstraction des variations de valeur de son portefeuille en raison de l'inquiétude que cela pourrait susciter chez ses futurs pensionnés. Il est souvent possible de couvrir la valeur du marché du portefeuille par des produits de couverture classiques, mais cela a évidemment un prix. Au-delà des coûts de transaction qu'elle entraîne, une politique de couverture revient à transformer un investissement de long terme en une succession de placements à court terme sans risque (du fait des couvertures). Le rendement total sur la durée sera donc mécaniquement plus proche du rendement d'un placement monétaire que du rendement d'un portefeuille d'actions sur longue durée non couvert. Cette perte de rendement, qui rémunère de fait l'élimination du risque le long du chemin qui mène à l'horizon de long terme, pourrait décourager l'investissement long.

Au-delà de la durée des placements, se pose la question de la liquidité du marché et de l'illiquidité de certaines classes d'actifs financiers des portefeuilles bancaire et assurantiel. Selon Allen et Carletti (2008), lorsque les marchés financiers sont imparfaits ou illiquides, l'évaluation au coût historique convient mieux à l'industrie de l'assurance et de la banque. Depuis 2005, les assureurs et banquiers français sont soumis aux normes IFRS et à la comptabilisation d'un grand nombre de leurs investissements en juste valeur. On peut se demander si cette méthode comptable a conduit à une modification de la stratégie d'investissement. Au-delà des difficultés possibles pour estimer la juste valeur des instruments non cotés ou lorsque les marchés deviennent illiquides, la comptabilité en juste valeur peut avoir des conséquences importantes (ventes prématurées de titres, changements de stratégies, baisse des capitalisations boursières en cas de crise) pour les entreprises (Landsman 2007; Bougen et Joni 2012).

Suite à la crise financière et au développement des travaux critiques sur la pertinence de la comptabilité en juste valeur, on aurait pu s'attendre à une remise en cause de ce modèle d'évaluation comme base principale des normes comptables. Or il n'en est rien. Car pour de nombreux auteurs l'information en juste valeur, a certes augmenté la volatilité et accentué les effets de la crise, mais qu'elle n'en est pas la cause initiale (Escaffre, Foulquier et Tournon 2008; Véron 2008; André et al. 2009). Ils prennent en exemple la crise internet qui avait aussi conduit à des pertes importantes malgré une évaluation au coût. Ces travaux concluent que la juste valeur a eu le mérite d'informer plus rapidement des risques pris par les établissements financiers. Ce point de vue partagé par les normalisateurs (IASB et FASB) qui ont choisi de garder la juste valeur (entendu comme valeur de marché) comme vecteur de l'information censé être pertinente, transparente et comparable.

Cette analyse des travaux de recherche existants sur la comptabilité en juste valeur, nous a permis de mieux comprendre les fondements du concept de juste valeur au centre de la normalisation actuelle à laquelle sont soumises les banques et les assurances. Cette revue de la littérature va nous permettre d'apporter une mise en perspective théorique des différents résultats de terrains.

Section 3 : Les normes comptables régissant la comptabilisation et l'évaluation des placements financiers

Les différents intermédiaires financiers cotés ou faisant appel public à l'épargne sur un marché européen, sont soumis depuis le 1^{er} janvier 2005 aux normes IFRS. Ces normes ont vocation à s'appliquer à toutes les entreprises afin de donner au lecteur des comptes une information pertinente et comparable pour la prise de décision économique. Contrairement aux normes françaises, les IFRS ne prévoient pas de préconisations spécifiques pour les secteurs banque, assurance ou retraite.

La problématique de la reconnaissance comptable de l'investissement de long terme peut s'analyser principalement autour de trois normes :

- IAS 39-IFRS 9 pour la comptabilisation et l'évaluation des instruments financiers (1 et 2)
- IFRS 4 pour la comptabilisation et l'évaluation des contrats d'assurance (3)
- IAS 40 pour la comptabilisation et l'évaluation de l'immobilier de placement (4)

1. Les instruments financiers : préconisations des normes IAS 39 et IFRS 9

a) La norme IAS 39 actuellement en vigueur

Les normes IAS et IFRS sont des normes générales applicables sans spécification à tous les secteurs d'activité. Les acteurs des secteurs banque et assurance sont particulièrement concernés par la norme IAS 39 Instruments financiers. En effet ces deux types d'institutions possèdent une grande quantité d'instruments financiers dans leur bilan. Si nous prenons les deux plus grandes institutions françaises en 2012, on constate que 79,5% de l'actif du groupe Axa est composé d'instruments financiers et 86% pour BNP Paribas⁶⁷.

En ce qui concerne la classification et la mesure des instruments financiers, la norme IAS 39 préconise une approche mixte associant coût amorti et juste valeur.

IAS 39 régit de nombreux points relatifs aux instruments financiers, mais ici nous nous concentrons sur la méthode de classification et d'évaluation des actifs financiers. Il existe quatre catégories principales.

Tableau 9 : Les catégories comptables de la norme IAS 39

Classification comptable de la norme IAS 39	Prêts et créances (<i>Loans & Receivables</i>)	Détenu jusqu'à maturité (HTM)	Détenu à des fins de transaction (HFT)	Disponible à la vente (AFS)
Définition	Les prêts, créances et dettes qui ne sont pas cotés sur un marché actif (émis par l'entreprise)	Actifs financiers avec des revenus fixes ou déterminable, que l'entité entend détenir jusqu'à l'échéance	Actif financiers acquis ou détenu avec un objectif de vente à court terme	Tous les autres types d'actifs financiers
Evaluation	Coût amorti	Coût amorti	Juste valeur avec comptabilisation des variations au compte de résultat	Juste valeur avec comptabilisation des variations en <i>Other Comprehensive Income</i> (OCI)

Source : d'après la norme IAS 39

Il faut noter que la catégorie HTM présente une règle particulière : la *tainting rule* ou règle de contamination. Si un actif classé HTM est cédé avant échéance, l'ensemble des actifs ainsi classés risquent d'être reclassés en AFS. Par ailleurs la catégorie HTM est réservée aux actifs ayant une date d'échéance. En conséquence, les actions en sont exclues. La catégorie AFS constitue une catégorie par défaut regroupant les instruments qui ne sont classés ni en HTM ni en *trading* (HFT). Les instruments financiers à revenus fixes (obligations) et qui sont détenus jusqu'à l'échéance, pourraient être évalués au coût. Mais comme le souligne le FASB (1993), « *une gestion efficace des activités financières nécessite une approche flexible de l'actif et du passif qui est incompatible avec la notion d'actifs détenus jusqu'à l'échéance* ». Pour les actions, actifs n'ayant pas d'échéance, la juste valeur doit être utilisée. Dans le cas où ces dernières sont détenues à court terme, elles seront placées en HFT, si elles sont détenues à un horizon de moyen ou long terme elles seront classées en AFS. Les variations de la juste valeur (moins ou plus) sont comptabilisées soit en compte de résultat pour les instruments de *trading* et les dérivés, soit dans les OCI pour les instruments qui sont disponibles à la vente.

⁶⁷ Sources : rapports annuels 2012

- b) Contexte de l'évolution normative sur les instruments financiers : La crise financière a accéléré le processus

La crise financière a fait ressurgir la question de la comptabilisation des instruments financiers en normes IFRS, (même si cette question n'est pas nouvelle). Ainsi dès le début des années 2000, la Fédération Bancaire Française avait alerté sur les difficultés liées à l'application de la norme sur les instruments financiers (usage de la juste valeur pour les placements, comptabilité de macro-couverture⁶⁸).

Après une période de hausse des marchés financiers entre 2005-2007, au cours de laquelle les titres ont vu leur cours augmenter (et donc leur valorisation comptable), la crise financière a conduit à une dévalorisation brutale de toutes les catégories de titres au sein des états financiers. Le 7 octobre 2008, l'Union Européenne à travers le conseil ECOFIN ainsi que le Forum de Stabilité Financière s'est inquiétée de voir les sociétés européennes défavorisées par rapport à leurs concurrentes américaines en raison de la possibilité donnée par les US GAAP⁶⁹ de reclasser certains actifs financiers évalués en juste valeur dans une catégorie au coût amorti. Ce reclassement ne peut se faire que dans de rares circonstances de détérioration des marchés.

Les régulateurs sont alors confrontés à une alternative : recapitaliser les banques pour faire face aux pertes ou trouver un mode de comptabilisation plus adapté à la conjoncture. La seconde solution a été retenue par le biais d'un amendement à IAS 39⁷⁰ « Instruments financiers : comptabilisation et évaluation » et IFRS 7 « Instruments financier : informations à fournir » publié par l'IASB le 13 octobre 2008 qui permet le reclassement de certains instruments financiers. Celui-ci est calqué sur son homologue américain, il permet de reclasser des instruments évalués en juste valeur dans une catégorie au coût afin d'éviter des variations de valeur qui ne représentent pas la valeur intrinsèque (cf. tableau ci-dessous). Toutefois, cet amendement ne permet pas aux sociétés de retrouver la valeur initiale des actifs financiers. En effet, l'objectif n'est pas de remplacer la juste valeur par le coût amorti à la date d'entrée dans le patrimoine (le coût d'achat) mais de figer les nouvelles valeurs.

Tableau 10 : Amendements sur la comptabilisation en juste valeur

	US GAAP	IFRS
Reclassement des titres retirés de la catégorie "détenus à des fins de transaction" dans de rares circonstances	Autorisé	Autorisé
Reclassement dans la catégorie des prêts (comptabilisés au coût) si intention et capacité de l'entité de détenir dans un futur prévisible (prêts) ou jusqu'à l'échéance (instruments de dettes)	Autorisé	Autorisé
Reclassement si l'option "juste valeur" avait été auparavant choisie	Non autorisé	Non autorisé

Source : www.focus IFRS.com

⁶⁸ Le principal désaccord portait, à l'époque, essentiellement sur la couverture des risques de crédit. Le 31 mars 2004 l'IASB a publié un amendement à la norme 39 intitulé « *Fair value Hedge accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk* ». Celui-ci faisait suite à des discussions avec les parties prenantes (régulateurs, banquiers) afin de répondre aux préoccupations relatives à la « macro couverture ». Rappelons que l'objectif de la macro couverture est de réduire, à l'aide d'instruments dérivés, le risque de taux global des bilans bancaires. A la demande des banques qui souhaitaient conserver leur mode de couverture des risques, la norme IAS 39 a été adoptée en Europe avec des exceptions dans son application appelé « *Carve out* ». Cette méthode comprend la possibilité d'inclure les dépôts à vue dans la macro-couverture de juste valeur

⁶⁹ Les US GAAP sont les normes comptables américaines.

⁷⁰ On notera que cet amendement n'a pas fait l'objet d'une consultation publique (*due process*) comme cela est le cas habituellement.

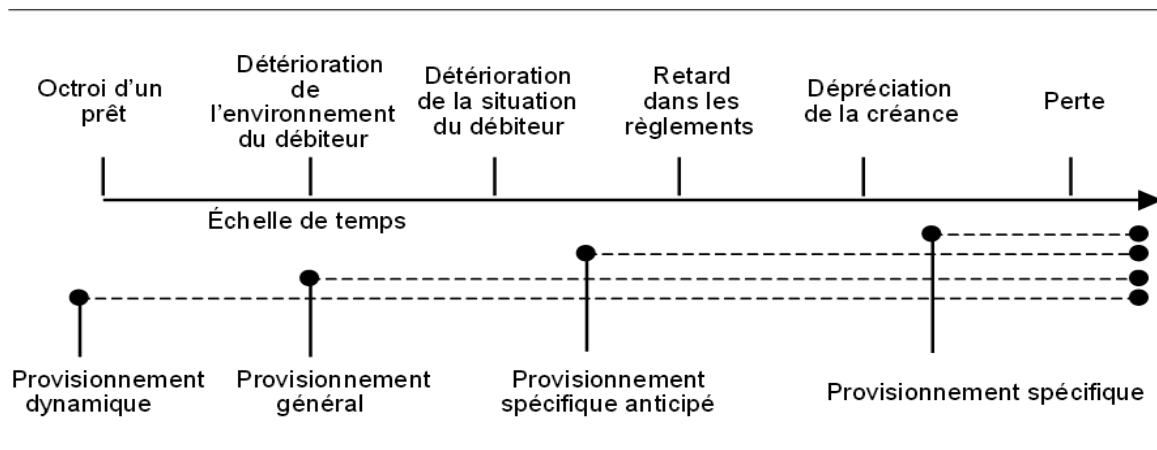
Cette opportunité était particulièrement intéressante pour les banques car elle leur a permis de reclasser des actifs du portefeuille de négociation (*trading book* évalué en juste valeur) vers le portefeuille de prêts et créances (*banking book* évalué au coût historique) (Dufour et Heem 2012; Jarolim et Öppinger 2012; Bischof, Bruggemann et Daske 2014).

Le 5 mars 2009, l'IASB a publié un amendement à la norme IFRS 7⁷¹ intitulé « Amélioration des informations à fournir sur les instruments financiers ». Cet amendement fait partie des réponses de l'IASB à la demande de transparence du G20 (2008). Désormais, les entreprises qui appliquent les IFRS doivent publier des informations sur la juste valeur selon une hiérarchie en trois niveaux. Cet amendement permet aux lecteurs des comptes de connaître le type de données auxquelles l'entreprise a recours pour évaluer ses instruments financiers. Il s'agit d'une information importante car comme le rappellent (Allen et Carletti 2008b) en période de crise les différents méthodes peuvent aboutir à des valeurs très éloignées.

Une autre demande du G20 de novembre 2008 a concerné le mode de provisionnement des créances. En effet, depuis la crise financière débutée en 2007, les banques sont confrontées à la recrudescence des créances douteuses tant sur le marché des entreprises que sur celui des particuliers (Beck, Jakubik et Piloïu 2013). Le mode de provisionnement actuel des crédits impose aux banques de provisionner les créances lorsque des pertes sont avérées (*incurred loss*) alors que dans le cadre d'un provisionnement prospectif les banques pourraient provisionner les pertes attendues (*expected loss*) c'est-à-dire avant même l'apparition du risque de défaut. Dans le cadre du provisionnement prospectif, on reconnaît que, au moins pour certains portefeuilles, la probabilité de la perte future est mesurable. Ce type de provisionnement permet de lisser le niveau des provisions sur plusieurs cycles d'activité évitant ainsi de suivre les mouvements du marché. Le principal intérêt de cette approche est que le risque est couvert dès son apparition. C'est une approche particulièrement appropriée pour l'activité de prêt *retail*, (prêts à la consommation et aux petites entreprises) dont le risque peut être mesuré statistiquement avant même l'octroi des prêts (Jaudoin 2001). Pour d'autres types de prêts (comme ceux accordés aux grandes entreprises), la probabilité de perte future peut rarement être identifiée avant que ne se produisent les événements spécifiques. Dans ce cas, le traitement comptable peut s'appuyer sur des réglementations et des pratiques qui favorisent la prise en compte de tout événement susceptible d'influer sur le risque lors de la constitution de provisions (Jaudoin 2001).

Figure 5 : Calendrier des événements aboutissant à la constitution de provision

⁷¹ La norme IFRS 7 "Instruments financiers : informations à fournir" complète la norme IAS 39 en précisant les informations que les établissements doivent communiquer dans leurs états financiers à propos des instruments financiers possédés en portefeuilles.



Source : Jaudoin (2001)

Comme le montre la figure ci-dessus, le provisionnement dynamique s'effectue dès l'origination du prêt et permet ainsi d'anticiper des pertes.

Au moment du passage aux IFRS en 2005, le normalisateur international a exigé la survenance d'événements identifiés pour autoriser le provisionnement, s'écartant ainsi du provisionnement « dynamique » et son calcul de probabilités de pertes attendues. Or, ce mode de provisionnement est considéré comme pro-cyclique (Amis et Rospars 2005a) dans la mesure où les banques sont incitées à restreindre leur offre de crédit dans les périodes de récession en raison du montant élevé des provisions. Dans une interview à l'AGEFI en mars 2009, Philippe Danjou (2009), membre du *Board* de l'IASB estimait que le provisionnement dynamique était le dossier le plus urgent et qu'il s'agissait d'une demande des politiques et des régulateurs de mettre en place un mécanisme de provisionnement contra-cyclique.

Ainsi les questions de classification, d'évaluation, de comptabilité de couverture largement débattues depuis le début de l'adoption des IFRS ont fait l'objet de nombreux amendements et ont conduit à la refonte totale de la norme IAS 39

c) Projet de remplacement de la norme IAS 39 : IFRS 9

Dans l'introduction de l'avant-projet du chapitre 6 de la norme IFRS 9, l'IASB justifie les raisons de l'évolution de sa norme sur les instruments financiers (IASB, 2012). En premier lieu, l'IASB indique que de nombreux utilisateurs des états financiers ainsi que d'autres parties intéressées par les états financiers ont estimé que la norme IAS 39 était difficile à interpréter et appliquer. Ces utilisateurs ont demandé à l'IASB une nouvelle norme sur les instruments financiers qui soit basée sur des principes et qu'elle soit moins complexe.

Si l'IASB indique que la norme IAS 39 a été amendée plusieurs fois pour clarifier les exigences, donner des conseils et éliminer des incohérences, aucun travail n'a été entrepris pour effectuer une refonte de la norme sur les instruments financiers. Cette refondation de la norme a été réalisée en 2005 conjointement avec le normalisateur américain et a été accélérée en avril 2009 à la demande du G20 pour aboutir à un exposé sondage en juillet 2009.

L'objectif de l'IASB était de remplacer l'IAS 39 dans son intégralité. Mais devant les attentes des parties prenantes qui désiraient une évolution rapide, l'IASB a décidé de diviser le projet en trois grandes phases. La phase 1 est relative à la classification et à la mesure des actifs et des dettes financières. La phase 2 porte sur le provisionnement et en particulier la question du

provisionnement dynamique. Enfin, la phase 3 traite de la comptabilité de couverture avec le modèle général de couverture et la question de la macro-couverture qui est traitée à part. L'IASB a publié la version définitive de la norme IFRS 9, le 24 juillet 2014, pour une application obligatoire au 1 janvier 2018. L'EFRAG a émis, le 15 septembre 2015, un avis favorable à l'adoption de la norme IFRS 9 par l'Union Européenne.

i) IFRS 9 phase 1 : la classification des instruments financiers

La première phase de la norme IFRS 9, concernant la classification des instruments financiers, vise à établir les règles de comptabilisation et d'évaluation des actifs et passifs financiers. L'IASB promeut une approche mixte associant le coût amorti et la juste valeur.

Les travaux de l'IASB pour refonder la classification des instruments financiers reposent sur une approche unique pour déterminer la méthode d'évaluation. La catégorie comptable doit se définir en fonction de deux critères :

- 1- Le *business model* : façon dont l'entité gère ses instruments. L'instrument est-il détenu pour collecter des flux de trésorerie dans la durée ou bien peut-il être vendu avant son échéance pour réaliser un gain ? Ce critère doit être examiné en premier.
- 2- Les caractéristiques contractuelles des flux de trésorerie : ce critère doit être examiné uniquement pour les actifs susceptibles d'être évalués au coût amorti. Pour pouvoir être évalué au coût, les flux de trésorerie de l'instrument doivent uniquement représenter le principal et des intérêts calculés correspondant à la valeur temps de l'argent, au risque de crédit et aux autres risques fondamentaux et coûts. L'examen des caractéristiques du flux de trésorerie est dénommé test SPPI pour « *Solely Payment of Principal and Interest* ». Si l'instrument passe le SPPI test alors il est qualifié de *plain vanilla* et peut être évalué au coût amorti. .

Le concept de *business model* est à l'origine une notion de stratégie qui a récemment été reprise par la normalisation comptable. En effet suite aux critiques liées aux choix d'évaluation permis par IAS 39 qui pouvaient être trop imprécis, la norme IFRS 9 exige d'utiliser différents modèles comptables en fonction du *business model* de l'entreprise. Cette approche vise à donner une meilleure information au lecteur des comptes et à lier les choix d'évaluation aux stratégies de création de valeur à long terme des firmes (ICAEW, 2010).

Dans le cadre des actifs financiers, le modèle économique correspond pour l'IASB à l'objectif de détention des actifs : « est-ce pour encaisser des flux de trésorerie contractuels ? Pour encaisser des flux contractuels et vendre des actifs financiers ? Ou pour une autre raison ? ». De la réponse à ces questions dépendra un modèle d'évaluation. Pour Page (2014) l'introduction de ce concept sera source d'ambiguïté car les *business models* varient dans le temps et d'une entreprise à l'autre.

Dans la première version (novembre 2009) de la norme IFRS 9, l'IASB ne retenait que deux méthodes d'évaluation : la juste valeur avec variation au compte de résultat et le coût amorti, supprimant de fait la catégorie disponible à la vente qui permettait une comptabilisation des variations de juste valeur en OCI. Cette première proposition d'IFRS 9 n'a pas fait l'objet d'un processus d'adoption par l'Union Européenne. La version finale de la phase 1 sur la classification des instruments financiers a été publiée en juillet 2014. Cette dernière maintient les deux critères permettant de retenir une méthode d'évaluation (*business model* et *cash-flow*), mais réintroduit une juste valeur avec variation en OCI⁷² lorsque le *business model* consiste à la fois à la collecte des flux et la vente d'instruments financiers et que les flux de trésorerie sont *plain vanilla*. On notera que les instruments de capitaux propres peuvent

⁷² Il ne s'agit pas d'une option mais d'une obligation dès lors que l'instrument respecte le BM dont l'objectif est à la fois de collecter des flux et de vente d'actifs financiers et qu'il respecte les critères de principal et d'intérêt.

prétendre à cette catégorie s'ils correspondent à des investissements stratégiques (non destinés à être cédés)⁷³ toutefois les résultats de cessions ne pourront pas être recyclés au compte de résultat. Pour Walton et Gélard (2013), cette l'évolution de l'IASB aurait été fortement influencée par la position du FASB⁷⁴ qui s'est orienté vers trois catégories. Le tableau ci-dessous présente les catégories comptables d'IFRS 9.

Tableau 11 : Les catégories comptables proposées par IFRS 9

	Catégorie au coût amorti	Juste valeur par résultat	Juste valeur OCI
<i>Business model</i>	L'actif est détenu dans un <i>business model</i> dont l'objectif est de collecter des flux contractuels	Tout autre <i>business model</i>	L'actif est détenu dans un <i>business model</i> dont l'objectif est à la fois de collecter des flux et de vente d'actifs financiers
<i>Cash flow</i>	Les termes contractuels de l'instrument précisent les dates qui donneront lieu à paiement du principal et d'un intérêt qui représente la valeur temps de l'argent, le risque de crédit et les autres risques fondamentaux et coûts: <i>plain vanilla cash-flow</i>	Tous les autres types de <i>cash-flow</i>	Plain vanilla cash-flow i.e comme pour le coût amorti
Evaluation	Coût amorti	Juste valeur avec variations en compte de résultat	Juste valeur avec variations en OCI

Source : à partir de la norme IFRS 9

A partir des préconisations de la norme IFRS 9 on peut estimer comment les différents actifs de long terme seront répartis entre les différentes catégories comptables :

Tableau 12 : Les différents types d'actifs et catégories comptables d'IFRS 9

Catégorie au coût amorti	Juste valeur par résultat	Juste valeur OCI
Obligations vanille dont le <i>business model</i> correspond à de la collecte de flux	Obligations structurées	Obligations vanille dont le <i>business model</i> correspond à la collecte de flux et la vente
	Actions de tout types	Actions dites stratégiques mais sans recyclage
	Part de véhicule de titrisation en fonction de critères portant notamment sur le niveau de risque de la tranche par rapport au niveau de risque moyen du portefeuille sous-jacent	Part de véhicule de titrisation en fonction de critères portant notamment sur le niveau de risque de la tranche par rapport au niveau de risque moyen du portefeuille sous-jacent
		Part de véhicule d'infrastructure
		Actions de type <i>private equity</i>

Source : les auteurs

⁷³ IFRS 9 annexe B §B2.3 « Sometimes, an entity makes what it views as a 'strategic investment' in equity instruments issued by another entity, with the intention of establishing or maintaining a long-term operating relationship with the entity in which the investment is made. The investor or joint venturer entity uses IAS 28 to determine whether the equity method of accounting shall be applied to such an investment ».

⁷⁴ Financial Accounting Standard Board, normalisateur américain.

ii) IFRS 9 phase 2 : le provisionnement des crédits

La norme IFRS 9 définit désormais un nouveau modèle de provisionnement du risque de crédit fondé sur les pertes attendues. L'idée de ce modèle consiste à calculer le montant des provisions à constituer pour la couverture du risque futur contenu dans l'encours de crédit actuel. Jusqu'à présent la position de l'IASB⁷⁵ était fondée sur la notion de pertes encourues alors que désormais nous passons à une notion de pertes attendues avant même l'apparition du risque.

Le modèle *expected loss* proposé par IFRS 9 vise à répondre à la critique précédemment adressé au modèle *incurred loss* du "trop peu, trop tard". Ce nouveau modèle exige la comptabilisation dès l'octroi du crédit d'un montant de dépréciation représentant 12 mois de pertes attendues pour tous les actifs qui ne sont pas comptabilisés dans la catégorie comptable FV P&L. L'intégralité de la perte attendue sera provisionnée s'il existe un indicateur de détérioration significative de l'actif depuis sa comptabilisation initiale. Ce nouveau modèle de dépréciation pourrait avoir comme effet collatéral d'aider les établissements à améliorer leurs méthodologies de tarification des prêts. Par ailleurs, la méthode proposée par IFRS 9 va permettre d'augmenter significativement la qualité de l'information financière concernant les méthodes d'évaluation et de comptabilisation des provisions, ceci conduisant à une transparence accrue. Cette avancée devrait permettre une plus grande confiance de la part des investisseurs dans les données comptables qui reflèteront mieux l'activité bancaire et éviteront les surévaluations potentielles du résultat. Enfin on peut estimer que le nouveau modèle mis en place par l'IASB adopte une approche prudente de l'évaluation du risque de crédit.

La notion de pertes attendues qui était déjà présente dans la norme prudentielle Bâle 2 est désormais introduite dans la norme IFRS 9 ce qui constitue une évolution importante pour le normalisateur international qui avait toujours refusé une anticipation des provisions dans le temps. Cette évolution normative devrait conduire les banques à augmenter de façon significative le montant de leurs provisions puisque dès l'octroi d'un prêt il l'établissement devra provisionner la perte estimée à 12 mois.

Mais il est intéressant de noter que l'IASB et le normalisateur américain (FASB) n'ont pas la même approche du provisionnement des pertes attendues. Alors que les américains proposent dans leur exposé sondage de 2013 de calculer les pertes attendues sur l'ensemble de la vie « prévisible » du crédit, l'IASB prévoit une mesure plus progressive avec la classification des crédits en trois groupes de risque (trois « *buckets* »). L'objectif du modèle proposé par l'IASB est de refléter la détérioration de la qualité des prêts. Dans ce modèle les crédits sont tout d'abord comptabilisés dans le « *bucket 1* » et la provision porte sur les pertes attendues à 12 mois. Ensuite, en cas d'augmentation significative du risque de crédit depuis la comptabilisation initiale les pertes attendues à 12 mois sont transférées dans les « *bucket 2* » ou « *bucket 3* ». Une provision est alors calculée sur la durée de vie restante du crédit. La différence entre le « *bucket 2* » et le « *bucket 3* » vient du fait que le « *bucket 3* » correspond aux actifs ayant des pertes avérées et sont généralement dépréciés sur base individuelle.

⁷⁵ Le provisionnement dynamique repose sur un provisionnement forfaitaire statistique, dans une optique prudentielle (provisionnement pratiqué notamment par les banques espagnoles). Ce modèle est différent du modèle de provisionnement mis en œuvre par l'IASB qui s'appuie sur un provisionnement de la « composante marge de crédit des prêts ». Mais opérationnellement, ce modèle était trop complexe à mettre en œuvre et a été remplacé par un provisionnement lors de l'origination des prêts des pertes attendues à 12 mois.

Tableau 13 : Le nouveau modèle de provision du risque de crédit avec l'IFRS 9

	Bucket 1	Bucket 2	Bucket 3
Classement des actifs	Tous les actifs sont initialement classés en Bucket 1 quelle que soit la qualité de crédit	La détérioration de la qualité de crédit est significative depuis la comptabilisation initiale	La détérioration de la qualité de crédit est significative depuis la comptabilisation initiale
Evaluation de la perte	Perte attendue à 12 mois	Perte attendue sur la vie restante de l'actif	Perte attendue sur la vie restante de l'actif
Base d'évaluation	Calcul sur base de portefeuille ou individuelle	Calcul sur base de portefeuille ou individuelle	Calcul individuel

Source : à partir de la norme IFRS 9

Cette évolution normative modifie en profondeur la façon de provisionner les risques dans la mesure où nous passons à un modèle de pertes attendues qui suit la logique du comité de Bâle. Ceci pose la question de l'évolution du rôle de la comptabilité et la prise en compte de considérations prudentielles (que nous verrons dans le chapitre 5). Dans un communiqué, la fédération des experts comptables européens estime qu'inclure un provisionnement dynamique qui répond à un objectif prudentiel dans des normes d'information financière à caractère général n'aiderait pas les investisseurs et les autres parties intéressées à apprécier les résultats de la période concernée ou à évaluer la qualité des bénéfices (FEE, 2009). Par ailleurs, ce nouveau modèle de provisionnement du risque de crédit risque d'entraîner des difficultés pour modéliser le passage d'un « *bucket* » à l'autre. Cette nouvelle vision du provisionnement du risque de crédit bancaire est proche de ce que préconise déjà Bâle II pour les encours appréciés selon des méthodes avancées. Mais le résultat sera différent car le comité de Bâle retient une approche fondée sur des statistiques historiques basées sur un cycle économique (« *through the cycle* ») alors que pour les IFRS il s'agit d'une prévision (« *forward looking* ») à un instant donné dite *point in time*.

L'expected loss proposé par l'IASB n'est pas exempt de difficultés techniques :

Si le changement de modèle est une avancée certaine du point de vue de la profession bancaire, il faut cependant noter que le modèle proposé par l'IASB souffre de plusieurs limites. Nous allons lister celles-ci à partir du compte rendu de la réunion du *Board* de l'EFRAG du 9 avril 2015.

- La norme IFRS 9 laisse une part plus importante aux jugements et estimations. En effet, sous IAS 39 il fallait un indicateur effectif de la perte de valeur, alors qu'IFRS 9 exige une estimation statistique du risque de crédit avant même sa matérialisation. Ce recours accru aux estimations pourrait conduire à une perte de fiabilité des montants provisionnés.
- On peut s'interroger sur le choix de la période retenue de 12 mois pour évaluer les pertes attendues. Cette période n'est justifiée par aucun soubassement conceptuel.
- Incohérence de la méthode pour les actifs évalués au coût car dans ce cas les capitaux propres sont diminués du montant des pertes attendues (contrairement aux actifs comptabilisés en juste valeur). Le *Board* souligne là que cette différence conceptuelle conduit à désavantager les actifs détenus selon le modèle « détention pour collecter des flux » (*hold and collect*) par rapport aux deux autres *business model*.
- L'évaluation de la hausse significative du risque du crédit peut varier sensiblement et conduire à des provisions différentes pour des actifs financiers ayant la même contrepartie.

En somme, le modèle de provisionnement proposé par l'IASB semble être une avancée conceptuelle reconnue par la profession, mais ces méthodes d'application vont soulever des difficultés de mise en œuvre.

iii) IFRS 9 Phase 3 : la comptabilité de couverture

Le chapitre 6 de la norme IFRS 9 est consacré à la comptabilité de couverture. D'après le §6.1.1 la comptabilité de couverture est définie de la façon suivante : « L'objectif de la comptabilité de couverture est de prévenir, dans les états financiers, les effets des activités de gestion des risques qui utilisent des instruments financiers pour gérer les expositions aux risques pouvant affecter le résultat de l'exercice ».

Concernant la comptabilité de couverture, la norme IAS 39 est considérée comme trop contraignante car elle ne permettrait pas de refléter les politiques en matière de gestion des risques (Obert, 2014 ; Walton et Gélard, 2013). D'ailleurs, les banques européennes, et françaises en particulier, se sont largement opposées à sa mise en place, obtenant la possibilité de ne pas appliquer certaines dispositions de la norme grâce au « *carve out* » (une exemption) mis en place en 2005 pour les pratiques de macro-couverture (couverture de portefeuille).

C'est pourquoi, l'IASB a décidé de travailler à la simplification de la norme. L'objectif recherché est de faire en sorte qu'IFRS 9 se base sur des principes visant à rapprocher la gestion des risques et la comptabilité (Guillard, 2014). Sur cet aspect spécifique de la couverture, la norme IFRS 9 apporte deux changements principaux.

Tableau 14 : La norme IFRS 9 vise à répondre aux critiques adressées à la norme IAS 39

Problématiques soulevées par l'actuelle IAS 39		Objectifs du modèle IFRS 9
Approche fondée sur des règles	⇒	Approche fondée sur des principes
Ne permet pas de refléter la gestion des risques de l'entité	⇒	Vise à rapprocher la gestion des risques et comptabilité
Peut perturber la gestion des risques de l'entité (ex valeur temps des options)	⇒	Permet à l'entité d'utiliser les informations issues de sa gestion des risques comme base de la comptabilité de couverture

Source : Guillard (2014)

Parmi les nouvelles dispositions sur la comptabilité de couverture nous pouvons relever les éléments suivants :

- Elargissement du périmètre des éléments couverts éligibles.
- Suppression de la règle 80-125% pour qualifier la couverture d'efficace⁷⁶ qui été jugée trop arbitraire. Celle-ci est remplacée par 3 critères qui permettent de juger de l'efficacité de la couverture :
 - o Il existe une relation économique entre l'élément couvert et l'instrument de couverture. Les variations de valeur du dérivé ne sont pas principalement liées à l'évolution du risque de crédit. La norme précise que les effets imputables au

⁷⁶ Pour être admissible à la comptabilité de couverture selon l'IAS 39, une couverture doit être hautement efficace prospectivement et rétrospectivement. L'expression « hautement efficace » fait référence au degré de compensation entre les variations de la juste valeur ou les flux de trésorerie de l'instrument de couverture et l'élément couvert. L'IAS 39 définit une couverture comme hautement efficace si la compensation s'établit entre 80 % et 125 %. Par conséquent, les entités doivent effectuer des tests d'efficacité numériques afin de démontrer que la compensation s'établit dans l'intervalle prévu si elle souhaite être admissible à la comptabilité de couverture (Deloitte 2013).

- risque de crédit ne doivent pas dominer les variations de juste valeur de l'instrument de couverture, mais aussi ceux de l'élément couvert.
- Le ratio de couverture (quantité d'éléments couverts / quantité d'instruments de couverture) correspond au ratio effectivement utilisé par l'entité dans sa gestion opérationnelle du risque
 - Augmentation des informations à fournir en annexe en particulier au niveau de :
 - La gestion des risques (suivi du risque depuis sa naissance jusqu'à sa stratégie de couverture, la typologie des instruments utilisés...)
 - Les impacts sur les flux de trésorerie (allocation des nominaux par période, incertitudes sur les flux couverts, niveaux couverts...)
 - Les impacts sur les comptes (valeur des instruments de couverture par catégorie, impact de leurs variations de valeur sur les différents postes des états financiers)
 - Introduction du *rebalancing* qui consiste à un ajustement du ratio de couverture⁷⁷ d'une relation de couverture existante afin de respecter les critères d'efficacité. Il vise à corriger les évolutions structurelles du ratio de couverture.
 - Extension de l'option juste valeur quand la comptabilité de couverture n'est pas applicable

Désormais le nouveau modèle de la comptabilité de couverture vise à mieux aligner la comptabilité avec les pratiques réelles de gestion des risques (Barbos, 2014). La norme IFRS 9 en l'état actuel ne traite pas de la macro couverture, cette dernière fera l'objet d'une norme propre ultérieurement. Selon Walton, (2013) la position de l'IASB s'est assouplie et les règles de macro-couverture négociées par les banques pour IAS 39 sont conservées sur option en attendant une future norme L'IASB a publié un *discussion paper* au printemps 2014. Les principales propositions de l'approche de réévaluation de portefeuilles proposées par le document de consultation sont les suivantes :

- comptabilisation au compte de résultat de la réévaluation liée aux évolutions des risques couverts pour les expositions gérées dynamiquement ;
- comptabilisation au compte de résultat des variations de juste valeur des instruments de couverture (dérivés) ;
- l'effet net de la gestion dynamique des risques de l'entité sera ainsi comptabilisée au compte de résultat (découlant des deux évaluations précédentes) ;
- une valorisation de la composante couverte (ie de la composante risque de taux) sur l'ensemble du portefeuille géré dynamiquement en solution alternative.

Suite aux réponses reçues, le *Board* de l'IASB est actuellement en phase d'analyse et de délibérations quant aux suites à donner à ce projet.

⁷⁷ Ratio de couverture : quantité d'éléments couverts / quantité d'instruments de couvertures.

Les tableaux ci-dessous présentent les principales modifications conceptuelles et techniques apportées par IFRS 9.

Tableau 15: Les principales modifications apportées par l'IFRS 9

	Situation actuelle avec les normes IAS 32 et 39	Evolutions apportées par la norme IFR9	Date d'entrée en vigueur prévue
Classification des instruments financiers	Classement selon quatre catégories avec des critères d'éligibilité propres	Classement selon le <i>Business model</i> et la nature de flux de trésorerie	1 ^{er} janvier 2018
Evaluation des instruments financiers	Evaluation en coût amorti ou juste valeur selon la catégorie comptable imposée.	Evaluation en coût amorti ou juste valeur selon la catégorie comptable retenue.	
Provisionnement des créances	Provisionnement des pertes encourues	Provisionnement des risques encourus (provisionnement des pertes attendues)	
Comptabilité de couverture générale	Approche fondée sur des règles ne permettant pas toujours de refléter la gestion des risques.	Evolutions sur l'éligibilité des éléments couverts et assouplissement sur les conditions d'efficacité	
Comptabilité de couverture en macro-couverture	Règles d'IAS 39 non compatibles avec les pratiques de certaines banques européennes. Mise en place temporaire d'un <i>carve out</i> qui permet d'assouplir la norme.	Le projet de norme n'est pas encore déterminé (mai 2015)	Date non encore définie

Source : les auteurs

Tableau 16 : Synthèse des changements techniques introduits par IFRS 9

Phases d'IFRS 9	
Phase 1	<i>SPPI Test</i>
	Suppression de la <i>tainting rule</i>
	Suppression de la bifurcation pour les instruments actifs avec dérivés incorporés
	Actions en FV OCI sans recyclage
	Obligation de calculer des JV sur les instruments représentant des véhicules d'infrastructure
	Suppression de l'amendement relatif au reclassement en cas de marché devenu illiquide
Phase 2	Passage à un provisionnement <i>expected loss</i>
Phase 3	Simplification des pratiques comptables de couverture, rapprochement par rapport au mode management des risques Elargissements des éléments éligibles Suppression de la règle de 80-125%

Source : les auteurs

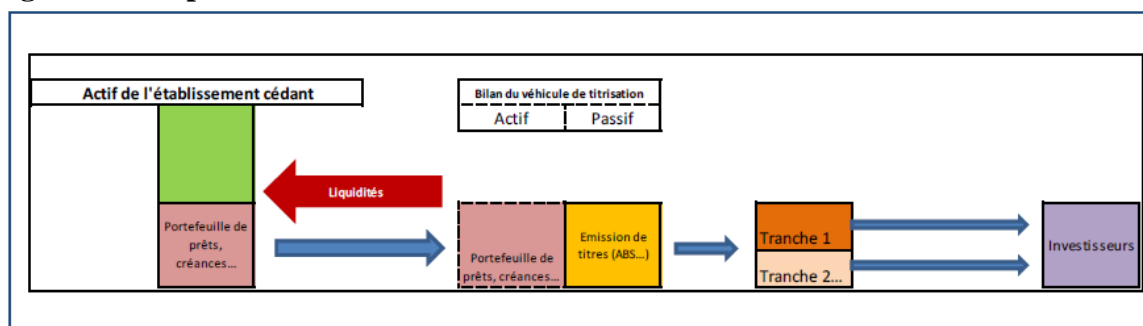
2. La titrisation

a) Les principes de la titrisation

La titrisation est une technique financière qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures émises non soldées, ou des prêts en cours), en transformant ces créances à une société *ad hoc* en titres financiers émis sur le marché des capitaux. Cela permet de transférer du crédit, et donc des risques, du bilan des banques vers celui d'institutions non bancaires. Dans un tel système, les banques s'éloignent de leur modèle d'intermédiation traditionnelle, (*originate to hold*), dans lequel elles accordent des crédits (en les gardant dans leur bilan jusqu'à l'échéance et en contrôlant la qualité et les résultats de l'emprunteur) pour se diriger vers un autre modèle qui correspond à un circuit plus long faisant intervenir une chaîne d'intermédiaires non bancaires (*originate to distribute*). Cette technique permet aux établissements financiers de mieux gérer l'exposition aux risques, en cédant par exemple des actifs jugés trop risqués et donc d'alléger leur bilan selon les critères prudentiels. La titrisation des prêts bancaires a connu un essor important depuis les années 2000. La titrisation est également utilisée à des fins de liquidité uniquement, sans pour autant que les risques ne soient en substance transférés (en France notamment). Dans ce cas, seul l'effet « entrée de cash » apparaît au bilan (par émission de dette), et de manière optimisée (à un *spread* généralement bien meilleur que celui de la banque titrisante).

b) Le traitement comptable de la titrisation

Figure 6 : Le processus de titrisation



Source : (ACPR 2014a)

Le développement de cette pratique non contrôlée est une des raisons qui a conduit à la crise des *subprimes* en 2007 (Nouy 2008). C'est pourquoi les instances de régulation et de normalisation comptable se sont saisies de la question afin de réglementer le processus de titrisation. L'IASB a supprimé l'ancienne interprétation SIC 12 sur la consolidation des entités *ad hoc* pour la remplacer par la norme IFRS 10⁷⁸. Dans son introduction à la norme IFRS 10, l'IASB justifie la nécessité de faire évoluer la réglementation par les dérives constatées pendant la crise et en particulier sur les véhicules de titrisation⁷⁹. Cette norme doit

⁷⁸ La norme IFRS 10, publiée en mai 2011, remplace la norme IAS 27 pour la partie relative aux états financiers consolidés et l'interprétation SIC 12 sur les entités *ad hoc*. Elle a été adoptée par l'Union Européenne en décembre 2012, pour une application pour les exercices ouverts après le 1^{er} janvier 2014.

⁷⁹ « *The global financial crisis that started in 2007 highlighted the lack of transparency about the risks to which investors were exposed from their involvement with 'off balance sheet vehicles' (such as securitisation vehicles), including those that they had set up or sponsored. As a result, the G20 leaders, the Financial Stability Board and*

permettre de mieux encadrer les opérations en cas de déconsolidation. En matière comptable, la titrisation peut être analysée selon deux cas : lorsqu'un établissement titrise une créance et lorsqu'un établissement achète un produit titrisé.

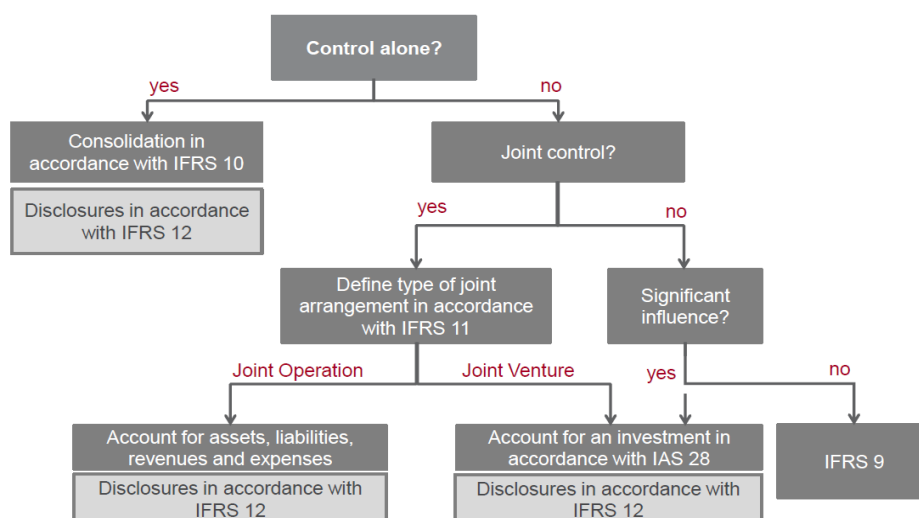
Comptabilisation de l'opération de titrisation dans l'établissement initiateur :

L'intérêt d'une titrisation est soit d'extraire du bilan les éléments d'actifs lorsque les risques et du contrôle sont transférés, soit de l'utiliser à des fins de refinancement. En cas de cession des risques et du contrôle, tout l'enjeu comptable porte sur l'appréciation de la déconsolidation du véhicule, induisant la décomptabilisation des actifs titrisés (Reghay 2013). La sortie des créances titrisées du bilan consolidé dépendra de la force et de l'étendue des droits et obligations juridiques par lesquelles le transférant continue d'être lié, après le transfert, au sort des créances transférées (Paper et Gagneux 2002). La société initiatrice de l'opération doit procéder en suivant 2 étapes : d'abord déterminer si le véhicule de titrisation doit être consolidé au regard des principes de la norme IFRS 10, si ce n'est pas le cas les actifs titrisés peuvent être décomptabilisés du bilan selon la norme IAS 39 (IFRS 9).

En matière de consolidation, la question principale est la suivante : l'opération conduit elle à une perte de contrôle sur l'actif ? Si oui, il peut y avoir déconsolidation c'est-à-dire sortie du bilan. La norme IFRS 10 définit le contrôle de la manière suivante : le contrôle suppose le pouvoir sur les activités pertinentes, l'exposition (positive ou négative) à des rendements variables et la capacité d'utiliser son pouvoir pour influencer sur les rendements (IFRS 10 §7).

En fonction du contrôle exercé, l'entité doit procéder différemment. Ainsi l'IASB propose le schéma suivant pour identifier la norme applicable en fonction de la situation.

Figure 7 : Interactions entre les normes IFRS pour la comptabilisation des entités *ad-hoc*



Source : IASB.org

Si la société initiatrice détient un contrôle exclusif sur l'entité *ad hoc* de titrisation, cette dernière doit être consolidée. Si l'analyse du contrôle exercé conclut à l'exclusion du véhicule *ad hoc* du périmètre de consolidation, alors il convient d'appliquer la norme IAS 39 (IFRS 9) pour déterminer si les actifs transférés doivent être sortis du bilan du cédant.

others asked the board to review the accounting and disclosure requirements for such 'off balance sheet vehicles'." (IFRS 10, introduction)

Selon le mémento Lefebvre (2012), l'IASB semble partir du principe que le véhicule de titrisation aura de forte chance d'être consolidé par le cédant. Dans ce cas le seul moyen d'obtenir une déconsolidation des créances est de pouvoir appliquer les critères de comptabilisation des actifs et notamment ceux d'un « *pass through agreement* » (IAS 39.18b et 19) au sein même du véhicule. Le « *pass through agreement* » est un contrat d'obligation contractuelle de reverser des flux de trésorerie. Il s'agit d'un contrat dans lequel le cédant :

- conserve les droits contractuels de recevoir des flux de trésorerie des actifs cédés ;
- mais a l'obligation contractuelle de reverser ces mêmes flux à un tiers en respectant certaines conditions restrictives pour pouvoir répondre à la qualification d'un transfert

Les normes IFRS (IAS 39/IFRS 9) requiert d'abord d'effectuer une analyse de consolidation des véhicules, puis une analyse de « décomptabilisation » (i.e analyser si les créances transférées doivent être décomptabilisées du bilan). Cette dernière repose alors sur l'analyse du « *pass through agreement* » visant à analyser les points suivants :

- Le transfert des droits aux flux de trésorerie relatifs à l'actif
- La conservation par l'entité du droit à recevoir ces flux de trésorerie
- L'appréciation du transfert de la quasi-totalité des risques et avantages liés aux actifs à l'entité ad hoc.

Selon IAS 39 §21, le transfert des risques et avantages liés à la propriété de l'actif est évalué en comparant, avant et après le transfert, l'exposition du cédant à la variabilité des flux nets de trésorerie attachés à l'actif. Une entité a transféré la quasi-totalité des risques et avantages si son exposition à cette variabilité n'est plus significative en comparaison de la variabilité totale des flux de trésorerie liés à l'actif. Si l'entité a transféré l'intégralité des risques et avantages alors l'actif peut être décomptabilisé, si ce n'est pas le cas il doit être comptabilisé au bilan selon IAS 39 (IFRS 9).

Selon Amis et Rospars (2005b) cette approche stricte conduit à devoir envisager la consolidation d'un très grand nombre d'opérations de titrisation, du fait notamment de l'interprétation extensive de la notion de risque. Ainsi, un établissement peut être conduit à consolider un véhicule de titrisation, même s'il n'a pas conservé le risque de crédit attaché aux actifs cédés, dès lors qu'il conserve par exemple le risque de taux d'intérêt lié au remboursement anticipé de ces actifs et que ce risque est réputé significatif dans l'opération.

Paper et Gagneux (2002) résument le procédé comptable de la façon suivante : les droits et obligations peuvent porter directement sur les créances (garantie de défaut...) ou sur le véhicule (liens capitalistiques...). Le traitement comptable d'une opération de titrisation s'articule donc logiquement autour de deux questions :

1. Les droits et obligations « *post transfert* » portant directement sur les créances sont-ils suffisamment réduits pour considérer qu'il y a transfert effectif ? Dans l'affirmative, les créances doivent être « décomptabilisées » du bilan du transférant pris individuellement.
2. Le véhicule réceptionnaire est-il, en substance, contrôlé par le transférant ? Dans la négative, le véhicule en question doit être exclu du périmètre de consolidation.

Lorsque ces deux conditions sont remplies – décomptabilisation des créances du bilan du transférant et exclusion du réceptionnaire du périmètre de consolidation – les créances ne doivent plus être inscrites au bilan consolidé du transférant : on parle alors d'opération « déconsolidante ».

La réglementation prudentielle de Bâle III impose aux banques originatrices de crédits titrisés d'en conserver une part de 5%. Dans ce cas selon IFRS 9 la banque ne peut pas évaluer au coût amorti les prêts qu'elle envisage de titriser. La part de prêts restant dans l'établissement sera évaluée en juste valeur avec variation en OCI à condition que cette respecte les critères de « *plain vanilla cash flows* » (paiements de principal et d'intérêts qui représentent la valeur temps de l'argent, le risque de crédit et les autres risques fondamentaux et coûts ou au compte de résultat en fonction du *business model* et de la nature des *cash-flows* qui dépendront de la nature du titre émis).

Comptabilisation d'un actif titrisé par un établissement acquéreur :

Pour l'acquéreur d'instrument titrisé, celui-ci doit être comptabilisé et évalué conformément à la norme IAS 39 instruments financiers et à la norme IFRS 9 à partir de 2018.

A l'heure actuelle, l'actif titrisé sera comptabilisé selon sa nature et son horizon de détention sous IAS 39 :

- soit en portefeuille *Hold To Maturity* (HTM) si ce sont des titres obligataires à long terme
- soit en portefeuille *Available For Sale* (AFS) si ce sont des titres obligataires ou actions à moyen long terme
- soit en portefeuille de *trading* s'ils sont détenus à court terme

Lors de l'entrée en vigueur d'IFRS 9, et pour les parts non subordonnées, la comptabilisation se fera en fonction du *business model* de détention de l'actif et selon la nature des *cash flows* des créances sous-jacentes (*SPPI test*) : soit au coût, soit *Fair Value* par P&L ou en *Fair Value* par OCI. D'après le mémento Lefebvre (2012), les titres émis lors d'une opération de titrisation sont généralement des titres liquides (la liquidité des titres émis par les véhicules de titrisation étant souvent supérieure à celle des obligations) qui devraient donc plutôt être comptabilisés en FV P&L, voire en FV OCI si le *business model* et la nature des *cash flows* le permettent.

3. Les contrats d'assurance : une réglementation en évolution

a) IFRS 4 phase 1 : une norme transitoire qui perdure

Les travaux sur le projet assurance ont été lancés en 1997, mais les difficultés pour trouver un consensus ont conduit à la norme IFRS 4 Phase 1 en 2004, juste avant l'application obligatoire européenne en 2005. Cette norme devait être transitoire en attendant la seconde phase qui est à ce jour toujours en discussion.

IFRS 4 phase 1 définit un contrat d'assurance comme « *un contrat selon lequel une partie (l'assureur) accepte un risque d'assurance significatif d'une autre partie (le titulaire de la police) en convenant d'indemniser le titulaire de la police si un événement futur incertain spécifié (l'événement assuré) affecte de façon défavorable le titulaire de la police* » (IFRS 4, Annexe 1, 2004).

La principale caractéristique de la norme IFRS 4 est qu'elle ne définit pas une méthode pour évaluer et comptabiliser les contrats d'assurance, mais permet de continuer à appliquer les pratiques antérieures définies dans les normes locales. En France, les assureurs appliquent des règles de comptabilité, basés sur une approche au coût, régies par le «Code des assurances», le Code de la mutualité et le code des institutions de prévoyance. Cela signifie donc que dans les comptes consolidés conformes aux normes IFRS, les passifs d'assurance sont

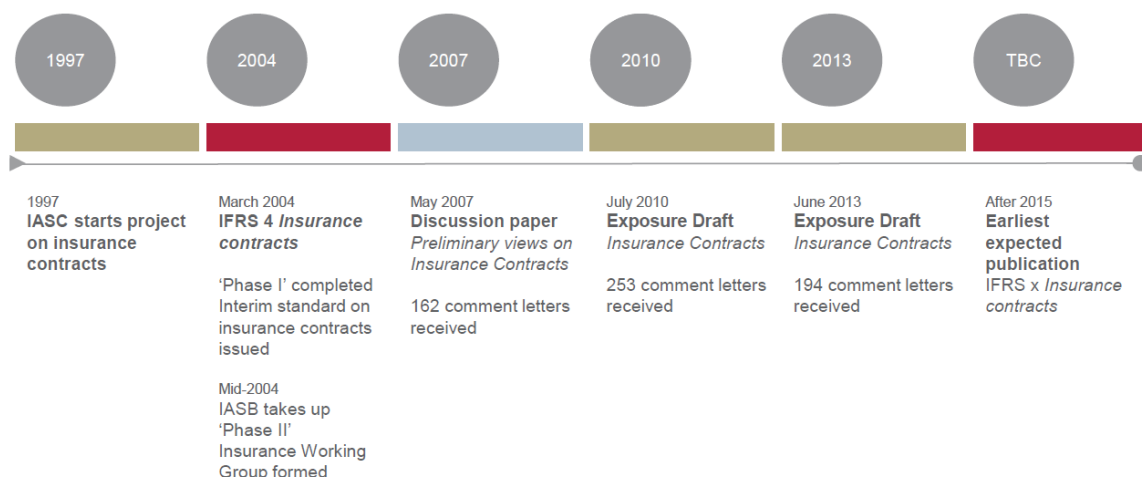
comptabilisés à leur coût historique alors que beaucoup d'actifs d'assurance sont évalués à la juste valeur.

IFRS 4 Phase 1 est une norme pour la reconnaissance des passifs issus d'un contrat d'assurance, « elle ne s'applique pas à d'autres actifs et passifs détenus par un assureur tels que les actifs et passifs financiers dans le cadre de la norme IAS 39 Instruments financiers » (IFRS 4, § 3). Cette distinction est le résultat du processus d'établissement des normes de l'IASB qui définit des normes par types d'opérations telles que les actifs corporels (IAS 16), Contrats de location (IAS 17) ou de rémunérations liées partagés (IFRS 2). Le processus d'établissement des normes de l'IASB rejette une approche sectorielle, contrairement aux principes comptables français, ce qui a pour effets que les spécificités de l'assurance ne sont pas prises en compte. Par conséquent, une norme d'assurance globale qui réglerait les actifs et passifs d'assurance n'existe pas. Ce qui conduit Lindberg et Seifert (2010) à affirmer que la question fondamentale des normes IFRS est que les principes d'évaluation appliqués aux actifs (IAS 39) et les passifs (IFRS 4) peuvent différer.

b) Le projet d'IFRS 4 phase 2

Depuis la publication de la première phase d'IFRS 4 en 2004, l'IASB travaille à son remplacement par la phase 2. Pour cela, l'IASB a publié deux exposés sondages, le premier en juillet 2010 qui n'a pas permis d'aboutir à une norme, et le second en juin 2013 proposant une nouvelle version de la norme sur les contrat d'assurance. La norme définitive devrait être publiée au plus tôt en 2016 pour une application obligatoire au plus tard en 2021.

Figure 8 : Le planning d'IFRS 4 phase 2



Source : IASB.org (2014)

L'exposé sondage (*exposure draft*) publié en juin 2013 vise à réglementer les contrats d'assurance et les contrats d'investissement avec et sans participation aux bénéfices discrétionnaire. Cette norme a vocation à s'appliquer aux contrats d'assurance mais aussi à tous les contrats dont l'économie des transactions est similaire (Leflaive et Rognon 2013).

Depuis la mise en place de solvabilité II qui généralise la juste valeur à la fois pour l'actif mais aussi pour les passifs d'assurance, l'idée d'évaluer les passifs selon une méthode proche de la juste valeur dans les états financiers est acceptée par les assureurs. Néanmoins les modalités d'application sont complexes et ne permettent pas pour l'instant d'atteindre un

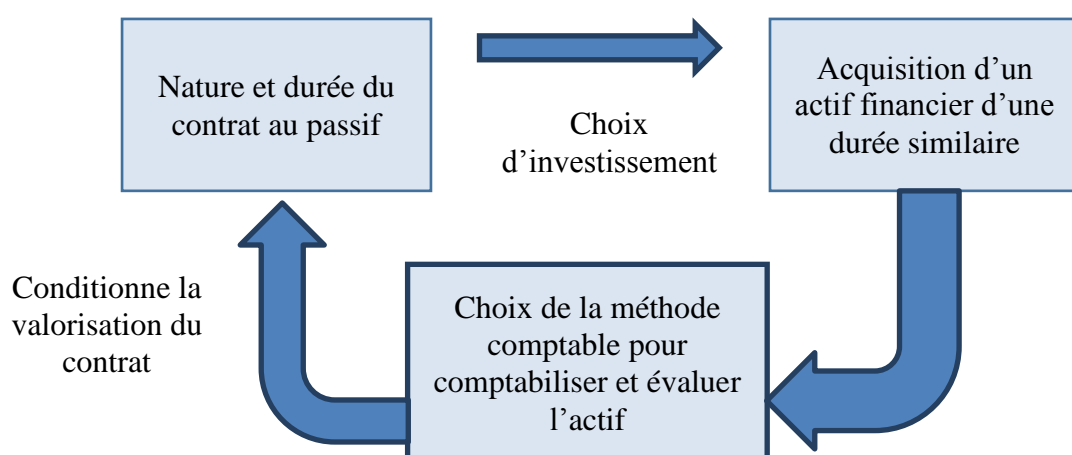
consensus pour l'ensemble des parties prenantes. D'ailleurs certains s'opposent à ce principe. Martaud et Moret (2010) estiment que s'agissant de la *fair value* sur les passifs et la prise en compte du *own credit spread*⁸⁰, il est difficile de soutenir cette idée. En effet, elle revient à cristalliser dès aujourd'hui un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires, en supposant que d'une part le défaut est envisageable (envisagé) et que d'autre part les récupérations que les créanciers feront sur leurs créances seront inférieures à la valeur nominale. D'une certaine façon, l'idée de valorisation à la *fair value* des passifs est en contradiction avec la logique de continuité de l'activité qui doit présider à l'établissement des comptes.

Cet exposé sondage a fait l'objet de nombreux retours, ainsi l'IASB a reçu 193 réponses à son appel à consultation. A l'heure actuelle (décembre 2015), après avoir analysé les réponses reçues, le conseil de l'IASB travaille toujours à la rédaction du projet de norme. Cette démarche est complexe car comme le note l'IFRS *foundation* en 2014, si certains répondants estiment que ce projet fait état de réelles avancées, de nombreuses réponses s'inquiètent de la difficulté de mise en application et de la complexité de certaines méthodes comme l'approche miroir. Par ailleurs, la gestion actif-passif qui est l'une des clés de la mécanique financière de l'assurance, est très mal appréhendée, du fait de l'existence de deux normes séparées (et pas toujours cohérentes): ce qui conduit à des *mismatch* comptables liés à la valorisation des actifs financiers d'un part sous IFRS 9 (Vial 2014).

Pour résumer en quelques points le projet d'IFRS 4 phase 2, on peut lister les éléments suivants :

- Les passifs seront évalués selon la *fulfilment value* qui correspond à une valeur courante. Cette valeur n'est pas calculée à partir de données de marché mais selon des valeurs et taux d'actualisation propres à la société d'assurance (dit *entity specific*)
- Cette valeur courante pourrait tenir compte dans la détermination du taux d'actualisation du modèle d'évaluation retenue pour comptabiliser les actifs (application de la gestion ALM). La figure ci-dessus illustre le processus

Figure 9 : La valorisation des actifs conditionne la valorisation du passif



Source : les auteurs

⁸⁰ Le *spread* de crédit désigne l'écart de taux actuariel entre : une obligation émise par une entreprise, une collectivité territoriale ou un organisme ; et un emprunt d'État théorique qui aurait les mêmes flux financiers.

- Les contrats d'assurance devront être analysés et comptabilisés selon une approche par bloc (*building bloc approach* – BBA) séparant le flux de trésorerie⁸¹, l'effet d'actualisation⁸², la marge pour risque⁸³ et la marge contractuelle de service (CSM)⁸⁴.
- Pour l'instant l'approche BBA est définie seulement pour les contrats d'assurance sans participations aux bénéfices discrétionnaires (IARD).
- Modification de la présentation du compte de résultat : séparation du « *insurance revenue*⁸⁵ » (changement de définition par rapport au chiffre d'affaires en *French gaap*) et de « *l'investment revenue* » (profits liés aux placements financiers)

Nos travaux n'abordent pas la question d'IFRS 4 phase 2, pour plusieurs raisons :

- Les répondants au *green paper* n'avaient pas à traiter cette question
- Les entretiens ont été effectués pour la plupart avant la publication de l'exposé sondage
- Les travaux étant encore en cours (l'IASB n'a pas pour l'instant fait de retour sur son exposé sondage), le sujet est trop mouvant et donc difficilement analysable pour l'instant
- Le projet d'IFRS 4 phase 2 n'est pas encore abouti sur les contrats avec participation au bénéfice discrétionnaire qui représente les contrats d'assurance vie et donc les passifs de long terme

Il est intéressant de noter qu'à l'origine l'IASB voulait publier les normes IFRS 9 et IFRS 4 phase 2 simultanément afin de permettre aux sociétés d'assurance de mettre en application les deux normes. Or les travaux de la norme IFRS 4 phase 2 ont pris du retard et celle-ci ne pourra pas entrer en application en même temps que l'IFRS 9 en janvier 2018. Certains, en particulier les assureurs, ont évoqué un report de l'application d'IFRS 9 pour les sociétés d'assurance.

Après avoir longuement hésité, l'IASB s'est rangé derrière la demande des assureurs en septembre 2015, en acceptant de reporter l'application de la norme IFRS 9 (jusqu'en 2021) au niveau des « *reporting entities* » dont l'activité est « *predominantly insurance* » (activité d'assurance > 75% au niveau de l'entité de *reporting*)⁸⁶. Ce report de l'application d'IFRS 9 par les sociétés d'assurance sera promulgué par le biais d'un amendement à la norme IFRS 4 phase 1. Durant cette période ces sociétés continueront donc d'appliquer la norme IAS 39.

4. La norme IAS 40 : évaluation et comptabilisation des investissements immobiliers

Les normes IAS 16 et IAS 40 traitent des immobilisations corporelles et des immeubles de placement. Les normes françaises considèrent les immeubles de placement comme des

⁸¹ Les flux de trésorerie attendus dans le futur, correspondant à la meilleure estimation des flux de trésorerie (primes, sinistres, frais directs...) attendus pour les seuls contrats en portefeuille.

⁸² L'effet d'actualisation, pour refléter la valeur temps des flux futurs. Cet effet est calculé à partir de la courbe des taux en vigueur à la date d'arrêt et doit refléter les caractéristiques du passif en termes d'échéance, de devise et de liquidité.

⁸³ Une marge pour risque, évaluée de manière séparée à chaque arrêté, qui traduit l'incertitude sur le montant et l'échéance des flux de trésorerie futurs.

⁸⁴ Une marge de service contractuelle, constatée pour éliminer les gains à l'origine (i.e. lorsque les primes attendues dépassent les flux de sinistres et la marge pour risque). Elle correspond alors au profit attendu du contrat au-delà de la marge pour risque.

⁸⁵ L'*Insurance Revenue* est une déclinaison aux contrats d'assurance de la norme IFRS 15 «*Revenue recognition*».

⁸⁶ Les dispositions prises en septembre 2015 vont poser problèmes aux groupes banque-assurance pour lesquels l'assurance ne représente pas 75% du passif au niveau consolidé. Le sujet est encore en débat au moment de la rédaction et la position définitive n'a pas encore été actée.

immobilisations corporelles et ils ne font pas l'objet d'une réglementation spécifique⁸⁷. La réglementation française privilégie la définition des immobilisations en fonction du critère de durée (Degos et Merle 2006), ainsi « *les biens destinés à servir de façon durable dans l'entreprise constituent des immobilisations ; ces biens ne se consomment pas par le premier usage* » (article 10 du décret du 29 mars 1983). Tort (2006) souligne que « *dans le PCG actuel, il n'existe aucune disposition spécifique portant sur les immeubles de placement* », c'est donc la réglementation en matière d'immobilisations corporelles qui s'applique aux immeubles de placement dans les comptes individuels (règlement 2002-10 du CRC).

La définition donnée par l'IASB associe à la durée le critère d'utilisation des biens. La section 6 d'IAS 16 définit les immobilisations corporelles comme des actifs :

- Détenus par une entité soit pour être utilisés dans la production ou la fourniture de biens ou de services, soit pour être loués à des tiers, soit à des fins administratives ;
- Pour lesquels on s'attend à ce qu'ils soient utilisés sur plus d'une période.

L'usage qu'il est fait de l'immobilisation joue un rôle primordial, en particulier concernant les immeubles. Ainsi, l'IASB différencie :

- Les immeubles destinés à des fins de gestion interne et utilisés dans le cadre de l'exploitation de l'activité de l'entreprise : immeubles d'exploitation ;
- Les immeubles destinés à des fins locatives : immeubles de placement.

Cette distinction se concrétise par l'existence de deux normes :

- IAS 16 pour la comptabilisation, l'évaluation et l'amortissement des immobilisations corporelles et des immeubles d'exploitation ;
- IAS 40 pour la comptabilisation, l'évaluation et l'amortissement des immeubles de placement.

La norme IAS 40 ne s'applique pas pour l'évaluation et la comptabilisation :

- Des contrats de location (IAS 17)
- Des actifs biologiques en rapport avec l'activité agricole et aux droits sur les minéraux et les réserves minérales (IAS 41)
- Des droits miniers et des réserves minérales telles que le pétrole, le gaz naturel et autres ressources similaire (IFRS 6).

La norme IAS 40 définit un immeuble de placement comme « *un bien immobilier (terrain ou bâtiment - ou partie d'un bâtiment - ou les deux) détenu (par le propriétaire ou par le preneur dans le cadre d'un contrat de location-financement) pour en retirer des loyers ou pour valoriser le capital ou les deux* » (IAS 40 §5). Par conséquent, un immeuble de placement génère des flux de trésorerie largement indépendants des autres actifs détenus par l'entité (IAS 40§7).

La norme IAS 40 : immeubles de placement offre deux possibilités pour l'évaluation après comptabilisation des immeubles de placement : « *une entité doit choisir comme méthode comptable soit le modèle de la juste valeur (...), soit le modèle du coût historique (...), et doit appliquer cette méthode à tous ses immeubles de placement* » (§30). Les variations de juste valeur seront comptabilisées au compte de résultat (IAS 40 §35). La juste valeur d'un immeuble de placement doit refléter les conditions de marchés à la fin de la période de reporting et, entre autres choses, le revenu locatif des contrats de location en cours. La meilleure indication de la juste valeur est fournie par le prix actuel sur un marché actif pour

⁸⁷ Dans les comptes individuels, les immeubles de placement sont une catégorie d'actifs corporels.

un bien immobilier similaire, dans la même localisation, le même état et faisant l'objet de contrat de location (IAS 40 §45).

Selon IAS 40, le traitement de référence est la réévaluation à la juste valeur et le coût historique constitue l'alternative. Néanmoins, si le choix de la firme s'est porté sur le modèle du coût, elle doit fournir en annexe l'information sur le montant à la juste valeur des immeubles de placement.

Section 4 : Les normes comptables régissant l'évaluation et la comptabilisation des engagements de retraite

Les pensions sont considérées comme des contrats de prestations qui remplacent les revenus d'un travailleur une fois qu'il a atteint l'âge de la retraite. Si les systèmes de pension varient beaucoup selon les pays, on considère que l'Etat joue toujours un rôle en fournissant un niveau de prestation minimal et en incitant fiscalement les employeurs à proposer à leurs employés de cotiser auprès d'un fonds de pension afin de percevoir des prestations complémentaires. S'il existe une pléthore de types de fonds de pension, l'Ocde distingue deux fonds archétypaux : les fonds de pension à prestations définies (*defined benefits* ou DB) et ceux à cotisations définies (*defined contributions* ou DC) selon la manière dont le montant de la prestation est calculé et en fonction du partage des risques entre employeur (sponsor) et employé (*OCDE classification, 2005; Clark et Hu 2005 ; Blake 2007*). Pour les fonds de pension DB, les prestations de retraite sont prédéfinies à partir d'un pourcentage du salaire (final⁸⁸ ou moyen⁸⁹) indépendamment de la performance du fonds de pension. En conséquence, l'employeur porte le risque en cas de mauvaise performance ainsi que le risque de longévité. Pour les fonds de pension DC, l'employeur ne doit pas garantir un niveau de prestations. L'engagement porte uniquement sur le montant des contributions (généralement un pourcentage du salaire). Il n'a pas d'obligation légale à payer si les rendements du fonds de pension sont faibles. Le risque de placement est donc reporté sur l'employé. Nous allons voir quelles sont les exigences comptables liées à de tels engagements contractuels.

1. La norme IAS 19 et IAS 19 révisé relative aux engagements de retraites et avantages au personnel des sponsors

Les avantages au personnel : la norme IAS 19

Depuis le 1^{er} janvier 2005, les sociétés cotées européennes ont l'obligation d'appliquer la norme IAS 19. Cette norme leur impose de reconnaître dans leur bilan la valeur présente des prestations de retraites qu'elles ont estimées, i.e. les prestations futures nettes des actifs en représentation évaluées à la *fair value* et actualisées en utilisant un taux d'actualisation (taux d'obligation de sociétés bien notées). Nous allons présenter plus en détails les exigences de cette norme pour les sociétés cotées ainsi que leur évolution.

⁸⁸ *In some countries, career-average plans had also been popular in the distant past, et they are now seeing a resurgence in some countries such as the Netherlands, though in a hybrid form (see below). Under —traditional career-average plans, accrued benefits are calculated using the average of past wages revalued with a measure of the cost of living or average wages.*

⁸⁹ *Originally, DB plans used to be based on a final-pay formula, the benefit being calculated as the product of a percentage (the so-called accrual rate) of the worker's salary in the last year (or few years) before retirement et the number of years of service.*

IAS 19⁹⁰ exige des sociétés de reconnaître 1) un engagement quand un employé a fourni un service en échange d'une prestation qui doit être payée dans le futur et 2) une dépense quand la société a consommé la prestation économique relevant du service fourni par l'employé en échange d'une prestation. Ces deux exigences qui relèvent de notions de comptabilité d'accumulation (*accrual accounting*) et du principe coordonné (*matching principle*) sont les deux fondements qui structure IAS 19. Selon IAS 19, les prestations relatives aux employés sont toutes les formes d'avantages du personnel à prendre en compte par un employeur en échange d'un service rendu par l'employé.

La norme IAS 19 : DB versus DC

La comptabilité est plus complexe pour les fonds de pension DB

Les paragraphes 24 à 27 et 43 à 48 révèlent les différences en terme d'exigences comptables entre les fonds DB et ceux DC. Les caractéristiques des fonds de pension DC rendent la comptabilité assez simple. Dans la mesure où ces derniers ont une obligation légale limitée à ce que l'employeur verse un pourcentage du salaire de l'employé (l'employeur ne supportant ni le risque financier ni le risque de longévité), ce dernier n'a pas d'exigence à faire des hypothèses actuarielles pour estimer ses dépenses/obligations. Il en va différemment pour les fonds de pension DB dont la comptabilité est au contraire très complexe. Non seulement, l'employeur a l'obligation de fournir des prestations prédéfinies mais aussi à prendre les risques actuariels et de placement. La dépense à comptabiliser au bilan ne se limite pas seulement au montant des cotisations car le fonds peut très bien être sous financé selon la performance du fonds. C'est pourquoi IAS 19 décrit précisément la procédure nécessaire à la définition des obligations de prestations (*benefit obligations*).

Une telle procédure exige i) de déterminer le montant des prestations dues pour les périodes actuelles et précédentes et d'établir des hypothèses actuarielles relatives aux variables démographiques (taux de rotation, espérance de vie des employés...) et financières (taux de croissance des salariés.. ; ii) d'actualiser ces prestations en utilisant la méthode des *projected unit credit* ; iii) de déterminer la *fair value* des actifs financiers du fonds de pension iv) ainsi les écarts actuariels (*actuarial gains or losses*), v) et le coût⁹¹ du service passé (*past service cost*) et vi) le montant des gains et pertes estimés résultant des changements dans les prestations et/ou actifs financiers du fonds, du changement de nature du plan...

Les 2 exigences comptables d'IAS 19 sont liées d'une part, aux modes d'évaluation de l'actif et des engagements et d'autre part à la reconnaissance de ces engagements.

(1) Les deux modes d'évaluation d'actif et du passif des engagements retraites

En matière de divulgation, IAS 19 exige d'une société qu'elle détermine la valeur présente des obligations de retraite définies (*benefit obligation*) et la *fair value* des actifs financiers. Elle doit révéler dans son bilan le montant net sur une base régulière, comme un moyen d'éviter des différences significatives entre la date d'estimation et la date du bilan.

⁹⁰ *The Standard requires an entity to recognize i) a liability when an employee has provided service in exchange for employee benefits to be paid in the future; et ii) an expense when the entity consumes the economic benefit arising from service provided by an employee in exchange for employee benefits*" (IFRS Foundation, IAS 19, p. A494).

⁹¹ Soit la variation de l'obligation suite à la modification/réduction de certains éléments caractérisant le régime de prestation de retraite.

(2) reconnaissance des engagements retraites selon trois méthodes

Outre le bilan des sociétés, IAS 19 affecte le compte de résultat dans la mesure où elle exige de reconnaître les éléments suivants : i) le coût du service actuel⁹², ii) le coût d'intérêt⁹³, iii) le taux de rendement attendu sur les actifs financiers du plan, iv) les gains et pertes actuariels, v) le coût du service passé⁹⁴ et vi) les profits et pertes liés à la liquidation⁹⁵ d'un régime de prestation.

La norme comptable explique que le coût ultime des prestations définies d'un plan peut être influencé par plusieurs variables incluant le taux de rotation des employés, le taux de mortalité, les coûts médicaux etc. et de ce fait est incertain sur une longue période. Si le coût du service est plutôt simple (avec l'application de la méthode des unités de crédit projetées (*projected unit credit*) qui permet d'identifier le montant de la prestation pour une période; au contraire, le choix des hypothèses actuarielles introduit des marges de manœuvre dans la comptabilité et rend ainsi la norme plus controversée. C'est la raison pour laquelle cette norme va évoluer de ce point de vue. Nous allons le voir plus loin.

Plus précisément, les paragraphes 92 et 93 d'IAS 19 permettent de reconnaître une portion des gains et pertes actuarielles dans le compte de résultat excédant un seuil (le corridor). De plus, cette portion est l'excédent « divisé par le temps restant à vivre moyen attendu des employés participant au plan » (paragraphe 93). Le surplus est déterminé par la différence entre les gains et pertes actuariels non reconnus nets cumulés et le plus grand des 10% de la valeur présente des obligations de prestations définies et 10% de la *fair value* des actifs financiers du plan.

La portion des gains et pertes actuariels non comptabilisée dans le compte de résultat est reconnue comme une obligation au bilan. Selon l'IASB, le raisonnement derrière cette approche est qu'à long terme, les écarts actuariels peuvent se compenser (paragraphe 95). La faiblesse implicite est que cela ne considère pas la composante temps : même si les gains et pertes actuariels peuvent se compenser dans le temps, les *reportings* des entités ou sociétés sont pris /analysés par rapport à leur position financière immédiate et leur performance financière.

D'une manière générale, ces exigences ont été mises en place pour que l'information divulguée soit la plus fiable possible pour les investisseurs et créanciers afin qu'ils puissent évaluer les obligations de retraites plus fréquemment. En théorie, le normalisateur comptable considère en effet que les hypothèses actuarielles devraient être non biaisées et mutuellement comparables autrement dit ni imprudentes ni excessivement conservatrices.

Toutefois, il existe des détracteurs à ces nouvelles exigences. Ils remettent en question la pertinence de ces informations plus détaillées dans des rapports intermédiaires alors que ces prestations nécessiteraient de faire des hypothèses de long terme sans compter les coûts supplémentaire liés à ces nouvelles exigences de divulgation dont il n'est pas certain qu'ils soient inférieurs aux bénéfices attendus.

⁹² Le coût du service actuel représente la charge ou la dépense enregistrée pour l'exercice en cours relative à l'activité des employés (à cause du *matching principle* la charge est reconnue aujourd'hui même si le paiement a lieu dans le futur)

⁹³ Le coût d'intérêt permet de prendre en compte le coût du temps dans le compte de résultat, le calcul est coût d'intérêt = PV de l'obligation DB x Taux d'actualisation

⁹⁴ Soit la variation de l'obligation suite à la modification/réduction de certains éléments caractérisant le régime de prestation de retraite

⁹⁵ Par exemple lors du transfert de l'obligation vers un assureur.

Discussion sur ces deux exigences notamment sur les hypothèses actuarielles

Les hypothèses actuarielles qui sont les plus problématiques concernent le taux d'actualisation : une question controversée de plus de 25 ans en comptabilité et le corridor.

Le paragraphe 78 impose que le taux d'actualisation soit déterminé à partir d'un taux de marché à la fin de la période de *reporting* sur les sociétés bien notées ; sinon celui des gouvernements peut être utilisé comme un *proxy* (approximation). Le point faible le plus important dans une telle méthode est que le taux d'actualisation est utilisé pour refléter le concept de la valeur temps de l'argent mais échoue à justifier le risque de crédit d'une entité. Plus précisément, Napier (2009) révèle les limites de ce taux de marché *corporate*. Selon lui, le taux des obligations d'entreprises pourrait être considéré comme l'agrégation de trois taux. Le premier est le taux sans risque, le deuxième le taux d'inflation attendu et le troisième le taux moyen attendu de défaut. Bien que les deux premiers composants soient pertinents, il n'y a pas de lien évident entre la probabilité de défaut sur les obligations *corporate* et les engagements de retraites.

Les normalisateurs semblent conscients de ces limites et ont recommandé l'utilisation d'un taux d'actualisation moyen pondéré ou encore de compter sur des taux de marché actuels sur des maturités appropriées. Ils estiment que le taux d'actualisation doit reposer sur des maturités plus longues en extrapolant des taux de marché actuels selon la courbe des taux (IFRS Foundation, IAS 19, p. A611). Si cela autorise une discrétion importante aux sociétés cela ne permet pas de produire une information pertinente et comparable pour les investisseurs. IAS 19 est encore moins détaillé quand il s'agit de déterminer le taux de rendement attendu sur les actifs financiers des fonds. Celui-ci doit être basé sur des prévisions au début de la période pour des rendements sur la vie entière des prestations définies (IFRS Foundation, IAS 19, p. A618).

Les problèmes liés au corridor sont d'ordre conceptuel et technique.

Si les normalisateurs considèrent que le taux d'actualisation et le taux de rendement attendu sur les actifs sont indépendants, d'autres pensent au contraire qu'ils sont liés car les actifs financiers du fonds sont censés générer des *cash flows* pour payer les prestations retraite qui sont dues. Beechy (2009) note que les normes comptables actuelles exigent des mesures de risque bas pour les engagements contractuels alors que les sociétés investissent dans des actions plutôt risquées. Une telle pratique introduit selon lui une volatilité plus élevée et cause précisément les expériences de pertes et gains que justement les normes comptables historiquement ont cherché à lisser. Beechy conclut son analyse en arguant que les normes comptables ont été complices de cette tentative de dissimuler le différentiel entre stratégies d'investissement et structure du passif (Beechy, 2009, p. 102).

A ces problèmes conceptuels s'ajoutent des difficultés techniques. En effet, l'application du corridor apporte une couche de complexités techniques qui peuvent paraître déconcertants pour les non praticiens. En effet, les paragraphes 92 à 95 expliquent que les sociétés sont autorisées à choisir entre trois méthodes qui impactent la manière de comptabiliser les gains et pertes actuariels :

- une reconnaissance immédiate et intégrale des écarts actuariels dans le compte de résultat dans la période où ils apparaissent (les empêchant ainsi d'être reclassifiés au compte de résultat au cours des périodes suivantes).
- une reconnaissance immédiate des écarts actuariels en OCI

- une reconnaissance différée en utilisant le corridor qui est une méthode subtile permettant de lisser l'impact de ces variations dans le temps.

Ainsi IAS 19 permet une reconnaissance différencié en donnant le choix entre compte de résultat et fonds propres (OCI) et immédiate ou dans le temps. En conséquence, ces options rendent toute comparaison entre sociétés confuse et trompeuse. C'est pourquoi cette norme a fait l'objet d'amendements en janvier 2013.

La norme IAS 19 révisée

L'IASB conscient des limites de la norme IAS 19 a décidé de l'amender. Ces changements sont au nombre de trois: la suppression du corridor, la désagrégation des coûts de prestations définies en trois composantes (le coût des services - *service cost*-, le coût financier - *financial cost*- et la composante réévaluation -*remeasurement*-) et une amélioration des exigences de divulgation.

L'élimination de la méthode du corridor vise à abolir la discrétion dans le *reporting* des sociétés qui pouvaient choisir entre trois méthodes de reconnaissance des écarts actuariels pour améliorer la comparabilité et la compréhension des comptes. Les sociétés doivent désormais les reconnaître immédiatement dans le compte de résultat, mentionnés comme réévaluation in OCI.

Séparément IAS 19 révisé a pris en charge les problèmes liés aux fluctuations de court terme depuis que la volatilité due aux réévaluations (*remeasurements*) - comptabilisés en OCI - contourne le compte de résultat. La désagrégation des composantes du coût des prestations définies est une étape importante aussi de cette norme amendée pour améliorer la transparence et la comparabilité. En fait la désagrégation du coût de service et du coût d'intérêt était déjà exigée sous IAS 19. La différence vient de la redéfinition du coût d'intérêt net. Pour améliorer la transparence, les sociétés présentent le coût de service dans le compte de résultat dans les « autres revenus et dépenses » et le cout d'intérêt net dans « les revenus financiers et dépenses ». Séparément, les nouvelles mesures relatives aux gains et pertes actuariels, les *remeasurements*, sont reconnues dans OCI. Le normalisateur justifie ce traitement par le fait que les composantes des coûts des prestations ont différentes valeurs prédictives (« *predictive values*, » IFRS Foundation, 2011, p. 100).

Un autre changement majeur mis en place par le normalisateur international concerne le taux d'actualisation avec l'application d'un taux unique. L'application de ce taux unique pour les engagements de passif et l'actif élimine le besoin de présenter dans le compte de résultat le taux de rendement attendu (*Expected rate of return* ou ERR) des actifs du plan. Cela améliore logiquement la transparence (comparabilité) entre les sociétés en abolissant la discrétion et la subjectivité dont jouissaient auparavant les sociétés dans la détermination de ce taux de rendement attendu. De plus, c'est beaucoup plus simple à appliquer. Il est intéressant de comparer ces exigences comptables avec celles qui ont cours dans les pays qui ont des engagements de retraite par capitalisation. La présentation ne sera pas exhaustive.

2. Les contraintes comptables aux Etats-Unis (US GAAP) et Canada (IFRS depuis 2011)

Etats-Unis

Les fonds de pensions américains publics et privés ne sont pas régulés de la même manière. Les fonds publics doivent respecter des normes comptables et de financement (ou solvabilité)

mises en place en 1984 par le *Governmental Accounting Standards Board* (GASB). Les normes comptables du GASB permettent une évaluation actuarielle des actifs du fonds et d'actualiser leurs passifs en utilisant le taux de rendement attendu sur les actifs financiers du plan. Selon Brown et Wilcox (2009), Novy-Marx et Rauh (2009), Pennacchi et Rastad (2011), et Andonov et al. (2013), cette évaluation n'est pas compatible avec la théorie économique et crée un aléa moral dans la forme « arbitrage comptable ». En d'autres termes, les fonds de pension publics ont des incitations à investir dans des actifs risqués afin de justifier des taux d'actualisation plus élevés qui pourraient réduire la valeur de leurs engagements de passifs. Novy-Marx (2013) montre que sous les normes comptables actuelles, les fonds publics américains peuvent améliorer leur ratio de financement (*funding ratio*) en réduisant leur détention de *cash* et d'obligations.

Les fonds de pension américains privés peuvent être le fruit d'un seul ou plusieurs employeur(s). Les premiers sont sujets à des exigences comptables plus contraignantes par rapport à leurs homologues publics notamment pour l'employeur. D'un côté ils doivent respecter des standards minimum en matière de financement (solvabilité), de contributions, de périodes de recouvrement etc. Ils sont soumis à la loi fédérale *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) promulguée en 1974 et amendée en 2006 avec le *Protection Act* (PPA) qui a introduit des réformes majeures devant prendre effet en 2008. La PPA exige que les fonds de pension soient financés à 100% (contre 90% auparavant) avec des passifs actualisés au taux de marché des obligations *corporate* bien notés. Ce texte introduit également des exigences plus strictes en matière de périodes de recouvrement en cas de déficit. Tout déficit doit être couvert dans une période de 7 ans au lieu de 30 ans précédemment. Les actifs sont évalués la plupart du temps à une moyenne de deux ans des 90-100% de la *fair value* (au lieu d'une moyenne de 5 ans précédemment).

Les fonds de pension multi employeurs ont des exigences moindres, même s'ils sont régulés par la même loi fédérale. Ils ont en effet plus de discrétion dans les hypothèses actuarielles de leur actif et passifs ainsi que sur les méthodes de *funding*. PPA a étendu certaines de ces flexibilités. Pour calculer le *funding* annuel, ils sont soumis à la seule obligation d'utiliser un taux d'actualisation qui soit raisonnable actuariellement. Les taux de contributions des employés et employeurs sont décidés à travers une négociation collective tous les 3 ou 5 ans. Etant donné le processus lent, PPA autorise une période de recouvrement des déficits de 15 ans contre 30 ans précédemment.

En matière comptable, les employeurs sont soumis aux exigences du *Financial Accounting Standards* (FASB). Ces dernières décennies, le FASB a modifié la manière dont les sponsors (employeurs) devaient reconnaître et divulguer leurs engagements de retraite. Trois normes comptables prévalaient entre 1991 et 2011 : FAS 87, FAS 132 et FAS 158. Pour FAS 87 (effective en 1986), les sponsors des fonds de pension à employeur unique devaient reconnaître le coût des prestations dans leur compte de résultat et divulguer les actifs financiers à la *fair value* et la valeur présente des obligations retraite dans les annexes des états financiers. Alors que les employeurs devaient calculer leur *funding ratio* défini comme la valeur des actifs à la *fair value* sur les obligations de retraite projetés (*projected benefit obligation*, PBO), cette *fair value* ne devait pas être reportée dans le bilan. C'est seulement quand les obligations de retraite accumulées (*accumulated benefit obligation*, ABO) excédaient le coût de pension accumulé que la firme devait reconnaître le sous financement comme un engagement supplémentaire. FAS 158 est devenue effective en décembre 2006 en rendant obligatoire le reconnaître le *funding ratio* dans le bilan.

Canada

Au Canada, il n'y a pas de distinction entre les fonds de pension privés et publics. Tous sont régulés par des lois fédérales et provinciales. Les lois fédérales imposent en général des niveaux de financement maximum et des types de prestations. L'Ontario a été la seule province à mettre en place en 1965 une législation pour les fonds de pension au niveau de la province. Mais l'autorité de supervision des fonds de pension canadiens (CAPSA) a été créée pour harmoniser ces lois fédérales et provinciales, en étroite collaboration avec l'institut des actuaires canadiens (CIA) (Pugh, 2006). Les normes de CIA Section 3400 recommandent un ratio de financement de 100%, devant être calculé à partir d'hypothèses actuarielles acceptables (i.e. avec des actifs financiers à la valeur de marché et des engagements accumulés actualisés en utilisant le taux de rendement obligataire du gouvernement canadien) et en considérant les engagements accumulés seulement.

Les fonds de pension canadiens et leurs sponsors préparent des états financiers en accord avec les normes comptables d'*Accounting Standards Board of Canada* (AcSB). Entre 1986 et 1999, les contraintes pour les sponsors émanaient du CICA 3460 mais beaucoup d'hypothèses actuarielles telles que le taux d'actualisation étaient laissées à la discrétion de l'administrateur du fonds. En 2000, le CICA 3461 a réduit cette possibilité en autorisant les fonds à choisir la valeur de marché ou équivalente (*market-related value*) pour l'évaluation des actifs. La reconnaissance dans le bilan des surplus ou déficits reste la même. En 2006, l'AcSB a annoncé sa décision de converger vers les normes comptables internationales IFRS pour toutes les entreprises canadiennes. Une période transitoire de 5 ans a été autorisée avec un passage effectif au premier janvier 2011.

Chapitre 4 : Les impacts des normes comptables IFRS sur les activités bancaires et assurantielles à long terme

Ce chapitre présente les résultats issus de nos différents travaux sur les effets des normes comptables IFRS sur l'investissement et le financement de long terme des banques et assurances. Il est important de rappeler que nos deux études qualitatives sont fondées sur des données collectées en 2013-2014 pour la phase principale d'entretiens et en 2013 pour le livre vert (consultation close au 25 juin 2013 et mise à disposition par la CE des lettres commentaires en novembre 2013) et sont antérieures à la publication par l'IASB de la norme IFRS 9 sur les instruments financiers. Afin d'identifier les effets de la nouvelle norme, nous avons réalisé 5 entretiens complémentaires (en novembre-décembre 2014).

Ce chapitre s'articule en quatre parties : nous présentons les résultats de la consultation européenne sur question du court-termisme de la comptabilité en juste valeur (section 1) ; nous identifions les impacts avérés de la norme IAS 39 sur les métiers de l'assurance (section 2), avant de préciser les impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur les activités bancaires et assurantielles (section 3) ; enfin nous détaillons nos recommandations comptables pour favoriser l'investissement de long terme (section 4).

Section 1 : Analyse des réponses au livre vert sur l'investissement de long terme : le court-termisme de la juste valeur

Après avoir rappelé l'importance de l'information comptable dans l'économie actuelle, la CE aborde la comptabilité en juste valeur en soulignant ses intérêts (transparence et cohérence de l'information par exemple) et ses limites. Selon la CE, la juste valeur pourrait nuire à la stabilité et au financement à long terme. Par exemple, elle souligne un désinvestissement en actions qui pourrait être attribué à leur comptabilisation systématique à la juste valeur. Cette position est relativement peu étayée dans le livre vert. En effet, le texte fait référence à des études ayant montré les effets néfastes de la juste valeur, sans pour autant les citer. Après un bref texte introductif sur la comptabilité en juste valeur, la commission interroge les parties prenantes de la manière suivante : *Selon vous, dans quelle mesure la comptabilisation à la juste valeur (JV) ou fair value (FV) a-t-elle entraîné un comportement court-termiste des investisseurs? Existe-t-il des alternatives à la juste valeur, ou d'autres moyens permettant de compenser ces effets?*

Nous avons analysé l'intégralité des réponses à la question sur le court-termisme potentiel de la comptabilité en juste valeur. Cette analyse a d'abord été faite de manière globale puis par secteur. Nous présenterons ici les éléments saillants des réponses reçues par la CE⁹⁶ (a) puis nous détaillerons en particulier les réponses issues du secteur bancaire (b).

1. L'ensemble des répondants estiment la comptabilité en juste valeur court-termiste au regard de l'investissement à long terme

La plupart des répondants (54%) à la question 20 de la consultation sur l'investissement de long terme estiment que la comptabilité en juste valeur conduit à un comportement court-termiste.

⁹⁶ L'intégralité de l'analyse sur l'échantillon complet et par sous-secteur (intermédiaires financiers, intermédiaires de marchés, normalisateurs/régulateur et sociétés non financières) est disponible sur demande aux auteurs.

Plus précisément, parmi les 144 répondants (sur 292 au total) qui se positionnent sur la question du court-termisme:

- 78 pensent que la juste valeur est court-termiste
- 37 estiment au contraire que la juste valeur n'est pas court-termiste
- 29 ne se positionnent pas sur la question et abordent d'autres aspects des normes IFRS

On remarque ainsi une opposition des points de vues entre préparateurs des comptes et lecteurs des comptes non professionnels (académiques, think tanks, associations d'investisseurs) par rapport aux normalisateurs/régulateurs et lecteurs des comptes professionnels (analystes).

D'un côté, les intermédiaires financiers (banque, assurance, retraite, autres investisseurs), les sociétés non financières et les lecteurs de comptes non professionnels estiment majoritairement que la juste valeur est court-termiste. De l'autre, la position des intermédiaires de marché (régulateurs et consultants/analystes/auditeurs/comptables) est plus partagée avec un léger avantage pour ceux qui jugent la juste valeur non court-termiste.

Le soutien des normalisateurs/régulateurs comptables peut se comprendre au regard des objectifs de pertinence et de transparence de l'information, ces derniers considérant que la référence à une valeur de marché observable est moins manipulable et plus utile pour la prise de décision qu'une valeur au coût amorti qui peut être sous l'influence des décisions managériales⁹⁷. Ce point de vue est aussi cohérent avec l'ancrage théorique des normes comptables actuelles (américaines et internationales) qui favorisent dans leur cadre conceptuel l'investisseur comme destinataire de l'information comptable et qui sont fondées sur l'efficacité supposée des marchés. L'attrait des lecteurs des comptes professionnels pour la juste valeur, entendu comme la valeur de marché, peut s'expliquer par leurs souhaits d'avoir une information financière comparable et fiable entre les entreprises et l'utilisation d'une référence unique pour toutes les sociétés peut répondre à cette exigence. Quant aux préparateurs des comptes, leur opposition à la comptabilité en juste valeur peut s'expliquer par la difficulté d'évaluer certains actifs et surtout dans l'inadéquation de représentation de leur performance.

Limites et avantages de la comptabilité en juste valeur :

Les répondants, estimant que la juste valeur conduit à un comportement court-termiste, soulignent principalement les limites suivantes :

- La comptabilité en juste valeur introduit de la volatilité dans les états financiers (bilan et compte de résultat) (43)
- Les comportements des investisseurs et des managers sont influencés de plus en plus par des informations comptables qui représentent une valeur à court terme (43)
- La comptabilité en juste valeur engendre des effets pro-cycliques (25)

⁹⁷ En effet, lorsque les actifs sont évalués au coût amorti, les managers déterminent en interne la nécessité et le niveau de provisionnement par exemple; or cela est considéré comme une marge de manœuvre pouvant être détournée par les managers pour orienter les chiffres comptables à leur profit. (Curcio et Hasan 2015)

Si on regarde les bénéfices attribués à la comptabilité en juste valeur, l'ensemble des répondants⁹⁸ soulignent :

- Une meilleure information pour la prise de décision économique des investisseurs (19)
- Une meilleure représentation des risques (17)
- Une augmentation de la transparence de l'information financière (15)
- Une hausse de la comparabilité entre les informations comptables diffusées (4)

Une absence de consensus sur les alternatives à la comptabilité en juste valeur :

Le livre vert invitait les répondants à proposer des alternatives à la comptabilité en juste valeur afin de mieux prendre en compte l'horizon de long terme des investissements. Nous avons identifié six alternatives différentes mais non exclusives ont été identifiées.

- Adaptation ou création d'une catégorie comptable permettant de représenter les investissements de long terme en prenant en compte l'horizon effectif de détention (durée à déterminer) (21 réponses)
- La diffusion de plus d'informations sur les actifs détenus sur un horizon moyen long terme, ainsi que leur évaluation (20)
- Une comptabilisation au coût amorti pour les actifs détenus sur un horizon long (10)
- Un contrôle accru par l'Union Européenne sur de la normalisation comptable IFRS afin que les points de vue des acteurs européens soient mieux pris en compte par le normalisateur international (10)
- Un retour au principe de prudence qui consisterait à ne comptabiliser que les pertes potentielles sans prendre en compte les gains latents (8)
- Pas de valorisation en juste valeur pour les actifs illiquides (7)

Seule la proposition invitant à un contrôle accru de l'UE sur la normalisation comptable en IFRS est d'ordre institutionnel alors que toutes les autres propositions relèvent de la technique comptable.

Une vingtaine de répondants au livre vert estiment que la comptabilité en juste valeur pour les actifs de moyen-long terme pourrait être améliorée en imposant aux sociétés de communiquer plus d'informations sur la nature, la durée de détention effective et envisagée des portefeuilles de long terme, ainsi que sur la détermination de la juste valeur de ces portefeuilles. Cette proposition ne conduirait pas à supprimer la juste valeur pour l'évaluation des actifs de moyen-long terme mais à étoffer l'information des lecteurs des comptes.

Une dizaine de répondants se positionnent pour une comptabilité au coût amorti pour les actifs détenus à long terme dans la lignée du principe de prudence asymétrique permettant de comptabiliser uniquement les pertes latentes et non les plus-values potentielles.

On notera que 12 répondants expriment clairement que la valorisation en juste valeur est la seule méthode qui vaille.

Nous détaillons les réponses concernant la création d'une catégorie comptable de long terme car cette proposition des répondants est l'option la plus radicale par rapport à la comptabilité

⁹⁸ Certains répondants estimant que la comptabilité en juste valeur est court-termiste, ont néanmoins reconnu qu'elle possédait des avantages.

actuelle. Elle a l'avantage de poser expressément la question de la prise en compte et de la mesure du temps dans l'information financière. Faire évoluer la comptabilité afin de prendre en compte un horizon autre que celui de court terme est un souhait partagé par différentes catégories d'acteurs de la sphère économique. Néanmoins, les différents répondants ne précisent pas comment mettre en place cette comptabilisation.

La création d'une catégorie comptable de long terme : une recommandation majoritaire

La principale proposition qui est d'amender les normes IFRS en créant ou en adaptant une catégorie comptable pour prendre en compte l'horizon de long terme a la préférence des répondants français et européens. Au niveau sectoriel, on remarque le poids des sociétés non financières (Air France, Associations française des entreprises privées, Association nationale des sociétés par actions, *Association of European Chambers of Commerce et Industry*, Cercle de l'industrie, *European issuers*) pour soutenir une catégorie comptable dédiée au actifs de long terme. Par ailleurs, les investisseurs (AF2I, AFIC, *Long term investors club*) et les banques (CDC, *Nordic investment bank*, *European association of public bank* et *Funding agencies*) se positionnent pour cette alternative.

Les principaux arguments avancés par les répondants sur cette proposition sont les suivants :

- Nécessité d'adapter les IFRS pour prendre en compte les spécificités de l'investissement à long terme à la fois pour les obligations et les actions (cotées et non cotées)
- Prendre en compte la nature plus ou moins long terme de la détention d'actions. Concernant les actions détenues sur un horizon long, certains répondants proposent de prendre un « engagement » sur la durée effective de détention. Notons néanmoins qu'aucun critère précis quant à l'engagement de détention n'a été évoqué.
- Utilisation du concept de "*Target date accounting* : l'annexe du rapport du (G30 2013) propose d'éliminer les fluctuations de court terme en utilisant l'approche dite "*target date accounting*". Selon cette approche, un portefeuille diversifié d'actions pourrait être placé dans un « fonds à date ciblée » (*target date*). La société s'engageant à la création du portefeuille à le détenir pendant une période définie. Ce portefeuille d'actions pourrait alors être évalué selon une méthode comptable permettant de lisser la volatilité à court terme, par exemple une moyenne entre le coût et la valeur de marché.

Concernant la méthode d'évaluation qui pourrait être utilisée dans cette catégorie comptable, les répondants évoquent principalement le coût historique.

Après avoir brièvement présenté les résultats sur l'ensemble des réponses, nous allons nous intéresser au sous échantillon bancaire puis assurance.

L'analyse de l'échantillon complet de réponses au *Green paper* sur la question du court-termisme de la comptabilité en juste valeur, montre que les répondants qui se sont exprimés sont majoritairement d'accord avec l'analyse de la Commission Européenne, estimant que la juste valeur produit des effets court-termistes.

On constate une vraie opposition de points de vue entre la France et l'Allemagne d'une part et le Royaume-Uni ou les répondants internationaux, d'autre part.

On n'observe pas d'effet secteur, si ce n'est que les régulateurs-normalisateurs et les conseil-auditeurs soutiennent la juste valeur.

On voit apparaître un réel souhait de la prise en compte de l'horizon de long terme dans la comptabilité.

Les répondants qui font le plus de propositions sont ceux issus des sociétés non financières, sans toutefois argumenter.

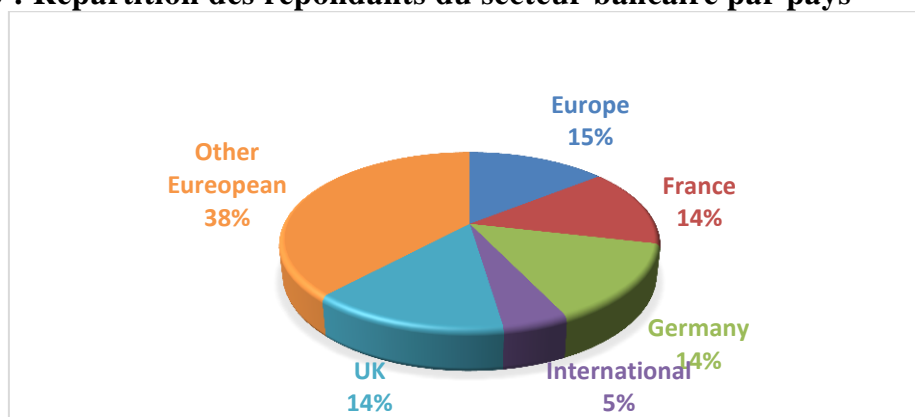
On peut identifier 7 alternatives à la comptabilité en juste valeur afin de mieux prendre en compte l'horizon de long terme des investissements parmi laquelle l'adaptation ou la création d'une catégorie comptable permettant de représenter les investissements de long terme en prenant en compte l'horizon effectif de détention (durée à déterminer).

Seule la proposition invitant à un contrôle accru de l'UE sur la comptabilité est d'ordre institutionnel alors que toutes les autres propositions relèvent de la technique comptable.

2. Le secteur bancaire européen majoritairement opposé à la comptabilité en juste valeur pour le *banking book*

21 banques ont répondu à la question 20 du *Green paper*. On note une certaine diversité géographique des répondants du secteur bancaire. La France, l'Allemagne et le Royaume Unis sont représentés à parts égales.

Figure 10 : Répartition des répondants du secteur bancaire par pays



Source : auteurs

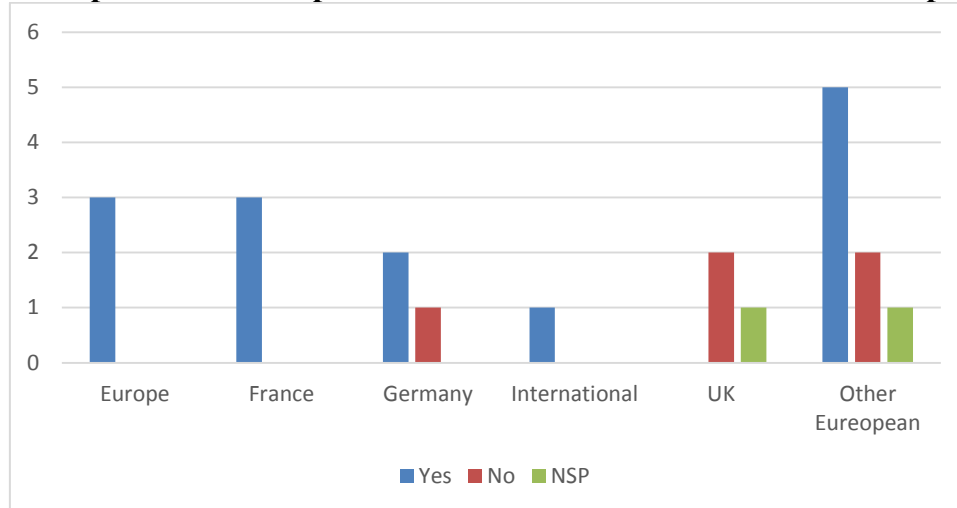
Il est intéressant de noter que le secteur bancaire européen pratique une concertation, ainsi on a pu constater de fortes similitudes (phrases voire, paragraphes identiques) dans les arguments avancés par plusieurs banques.

Majoritairement les banques estiment que la juste valeur a un effet court-termiste (67%) contre 24% qui n'identifient pas de biais court-termiste et 9 % qui ne se prononcent pas.

On peut remarquer une opposition marquée entre les pays. En effet les banques françaises, allemandes et européennes estiment très clairement que la juste valeur introduit du court-termisme. Plusieurs associations professionnelles (*Fédération bancaire française, Association of German banks, Associazione bancaria italiana, European banking federation...*) représentant les intérêts de plusieurs groupes bancaires se sont exprimées marquant ainsi

l'expression d'une position de place. A l'opposé, les banques britanniques⁹⁹ n'identifient pas ce problème. Cette opposition de point de vue marquée entre les nationalités peut s'expliquer par les différences de pratiques bancaires dans ces pays. Ainsi la France et l'Allemagne ont un système financier intermédié orienté banque alors que le Royaume-Uni a un système financier plus orienté marché.

Figure 11 : Répartition des réponses du secteur bancaire en fonction du pays



Source : auteurs

Pour soutenir l'affirmation que la comptabilité en juste valeur est court-termiste, les banques ont avancé plusieurs arguments. La critique la plus évoquée est l'augmentation de la volatilité introduite dans les états financiers par la valeur de marché. Les répondants estiment que les marchés sont intrinsèquement volatiles (7) mais que cette volatilité ne représente pas les variations de performances de l'entreprise ni la vraie nature de ses risques (6). Pour certains répondants (2) la volatilité provient du fait que les normes comptables ne permettent pas de prendre correctement en compte l'horizon de détention.

L'effet pro-cyclique des normes en juste valeur est souligné par plusieurs banques (7). Celles qui avancent cette critique rappellent que la crise a fortement montré les effets négatifs induits par l'adoption d'un comportement qui suit les cycles de hausse et de baisse des marchés. Plusieurs répondants soulignent le fait que les normes en juste valeur peuvent réduire l'intérêt des investisseurs pour la firme (7). Ainsi 3 répondants insistent sur le fait que la volatilité introduite dans les états financiers décourage certains investisseurs de prendre des positions qui paraîtraient risquées en termes de variations de valeurs.

Plusieurs banques (6) ont souligné les difficultés de mesures de la juste valeur. Ainsi 4 répondants ont donné l'exemple récent de la crise financière qui a conduit à une illiquidité des marchés et donc à une impossibilité d'évaluation de la juste valeur des actifs financiers. Une banque a souligné les problèmes d'évaluation de la juste valeur des actions non cotées du type *private equity*. Certains ont insisté sur l'impossibilité de représenter correctement dans les comptes les actions détenues à un horizon de long-terme. Les difficultés de mesure induites par la comptabilité en juste valeur concernent principalement les portefeuilles actions non

⁹⁹ Les banques britanniques répondantes sont la *Barclays*, la *Royal Bank of Scotland* et la *British Banker Association*. Les deux premières estiment que la comptabilité en juste valeur n'est pas court-termiste et l'association bancaire ne se positionne pas explicitement sur ce point.

cotées et cotées détenus sur un horizon long et le portefeuille obligataire d'entreprises. Sur ce type d'opérations, les répondants semblent indiquer que la juste valeur n'est pas adaptée et qu'il faudrait favoriser une évaluation au coût amorti.

Enfin certains répondants du secteur bancaire estiment que l'évaluation en *fair value* est adaptée à la mesure des activités à court terme qui bénéficient des variations rapides de marché (4). Par contre ils soulignent l'inadéquation avec un horizon de long terme qui engendre une continuité de cash-flows.

Seulement 5 banques ont avancé des arguments pour soutenir l'évaluation en juste valeur : 2 britanniques, 1 allemande, 1 luxembourgeoise et 1 international. De leur point de vue, la juste valeur permet une meilleure information de l'investisseur (3) car elle donne une meilleure représentation des risques de l'entreprise (3). Deux banques estiment que la *fair value* conduit les banques à diffuser une information plus transparente. On notera qu'aucun répondant du secteur bancaire ne retient l'argument de la comparabilité entre entreprises.

En termes d'alternatives à la juste valeur, le secteur bancaire est plutôt divisé :

- Trois banques (*European Association of Public Banks et Funding Agencies*, Caisse des dépôts et consignations, *Nordic Investment Bank*) se positionnent pour la création d'une classe comptable dédiée aux actifs de long terme (obligations d'état et d'entreprises, actions non cotées et cotées, éventuellement l'immobilier de placement). Pour deux répondants, cela aurait pu se faire au cours du débat sur la norme IFRS 9 qui n'était pas encore publiée au moment de la consultation européenne¹⁰⁰. Cependant on peut constater que ce point de vue (défendu aussi par certains assureurs depuis longtemps¹⁰¹) n'a pas été retenue de la norme IFRS 9 de juillet 2014.

Trois répondants (BNP Paribas, Fédération bancaire française, Unicredit) proposent une réorientation vers le coût historique pour l'évaluation des actifs financiers détenus à long-terme. On constatera que ces 3 établissements sont de nationalité française et italienne. Ils estiment que « *la méthode de comptabilisation la plus pertinente pour refléter fidèlement la performance lorsque le modèle économique consiste à détenir des investissements sur une longue période est la mesure des coûts de dépréciation lorsque la valeur intrinsèque (valeur d'usage au sens de la norme IAS36) devient inférieure au coût initial.* » (BNP Paribas et FBF). Au regard d'un usage plus étendu du coût, les banques BNP Paribas et Unicredit proposent que l'information de la juste valeur soit largement détaillée en annexe. Afin de permettre la stabilité des investissements de long-terme tout en informant au mieux le lecteur des comptes. Par ailleurs, les deux répondants français (BNP et FBF) expriment aussi leur souhait d'une réintroduction du principe de prudence asymétrique arguant que l'incertitude qui prédomine sur les marchés financiers n'est pas propice au déroulement dans le temps d'une activité de long-terme. Ces deux institutions invitent la CE à profiter de l'abandon de l'adoption des IFRS par les Etats-Unis, pour prendre une place plus importante dans le processus de normalisation comptable.

- Enfin pour trois banques (*Association of Danish Mortgage Banks*, Association des banques et banquiers luxembourgeois ABBL, *Royal Bank of Scotland*), même si la

¹⁰⁰ "In particular IFRS 9 should be adapted to take into account the specific characteristics of long-term investments. Therefore the EAPB fully supports a reflection process on alternatives (e.g. a specific category) in order to make IFRS more suitable to long term financing" (*European Association of Public Banks et Funding Agencies*)

¹⁰¹ Voir par exemple l'article de La Martinière (de) et Trainar (2003a).

juste valeur n'est pas parfaite, elles estiment qu'il n'y a pas de meilleures méthodes. Ce point de vue est donc minoritaire au sein du secteur bancaire.

Les réponses issues du secteur bancaire mettent en évidence de nombreuses critiques adressées à l'évaluation en juste valeur au regard de l'activité bancaire de long terme.

Ainsi l'évaluation des portefeuilles de titres détenus à moyen long terme peuvent être pénalisés par une comptabilisation en juste valeur.

3. Le point de vue des répondants du secteur assurance sur le court-termisme de la juste valeur (Livre vert)

Quand on s'intéresse aux réponses issues du secteur assurance, on se rend compte que peu d'assureurs (11) ont répondu à la consultation de la CE sur le financement de long-terme (soit 4% de l'échantillon total). Ce constat peut surprendre quand on sait que de nombreux travaux de recherche placent le secteur de l'assurance comme l'un des investisseurs à long-terme le plus important en raison de son business model lié à son passif de long terme (La Martinière (de) et Trainar 2003a). Néanmoins, sur les 11 réponses du secteur, 7 proviennent d'associations professionnelles qui représentent les intérêts de nombreuses sociétés d'assurance des marchés français, allemands, danois, britanniques, italiens et des associations très représentatives au niveau européen (*Insurance Europe*, PEIF). On peut donc penser que les sociétés d'assurance individuelles ont préféré laisser leurs instances représentatives répondre à la consultation plutôt que de répondre de manière isolée. On peut aussi être surpris par le fait que sur les onze répondants, cinq ne se prononcent pas sur le court-termisme de la juste valeur. Deux assureurs ne répondent pas du tout à cette question et trois autres répondent sur la problématique comptable mais sans prendre position sur le court-termisme supposé de la *fair value*. Sur les six assureurs qui expriment leur opinion, cinq estiment que la juste valeur conduit à un court-termisme des investisseurs. Si l'on se penche sur la nationalité des répondants, on constate une diversité des acteurs.

Tableau 17 : Répartition des réponses issues du secteur assurance en fonction du pays

Q20 réponses secteur assurance	Pays	Yes	No	NSP	Ne répond pas
<i>AG insurance</i>	Belgique	1			
<i>Danish Insurance Association</i>	Danemark			1	
<i>Insurance Europe</i>	Europe			1	
<i>Pan-European Insurance Forum (PEIF)</i>	Europe			1	
Axa	France	1			
Fédération Française des Sociétés d'Assurances	France	1			
<i>German Insurance Association</i>	Allemagne	1			
<i>Standard Life plc</i>	UK	1			
<i>Association of british insurers</i>	UK				1
Aviva	UK		1		
<i>Metlife</i>	US				1
Total		5	1	3	2

Les assureurs qui ont pris position, ont un regard plutôt critique sur la comptabilité en juste valeur. Généralement ils rappellent la nature particulière de leur *business model* d'allocation

d'actifs au regard de la duration de leurs ressources. Ils soulignent aussi l'horizon à long-terme de leur gestion en assurance vie ou assurance retraite par exemple.

La principale critique, adressée par les assureurs à la juste valeur, vise la volatilité introduite dans les états financiers par l'utilisation de la valeur de marché pour l'évaluation des instruments financiers (4). Au regard de leur activité et des durées de détention des actifs, les assureurs estiment que les variations de juste valeur ne représente pas correctement les variations de performance des entreprises (4). Ils considèrent par ailleurs que la juste valeur est une méthode d'évaluation adéquate pour les instruments détenus à court terme qui visent à engranger des plus-values en fonction des variations du marché (3). Dans cette optique, ils insistent sur le fait que la juste valeur n'est pas pertinente pour mesurer des actifs détenus dans une optique de long terme. Les assureurs soulignent aussi que les normes comptables ne prennent pas en compte l'adossement actif-passif et par conséquent l'horizon des placements en fonction de la nature de la dette. Enfin 2 assureurs évoquent les effets de la juste valeur sur leur comportement d'investisseurs. Ainsi ils mettent en avant le fait qu'en tant qu'investisseurs, la juste valeur influence leur choix de placements. En effet leur choix d'allocation d'actifs se trouve affecté par les contraintes d'évaluation à la juste valeur de leurs placements ce qui peut les conduire à renoncer à certains investissements de moyen-long terme indépendamment de la performance attendue. Les assureurs sont donc affectés à un double niveau : dans la présentation de leur performance comptable mais aussi sur leur choix de placements dans les entreprises soumis à la comptabilité en juste valeur.

On constatera que les assureurs qui se sont exprimés ont concédé peu d'atout à la juste valeur. Seuls 3 acteurs ont évoqué une meilleure information (1), une bonne représentation des risques (1) et un accroissement de la comparabilité (1).

En termes de propositions alternatives à la juste valeur, les assureurs ne sont pas force de propositions malgré leur opposition apparente à cette méthode. Trois répondants estiment qu'il n'y a pas de méthodes alternatives.

Ceux qui s'expriment à ce sujet, proposent les alternatives suivantes :

- Un retour au coût historique pour l'évaluation des instruments financiers détenus sur un horizon de moyen long terme (1). Cette méthode permet d'avoir un adossement comptable entre l'évaluation des passifs d'assurance qui en France sont au coût amorti.
- Une augmentation de la quantité d'informations diffusées concernant les investissements à long terme (1). Une meilleure précision des horizons de détention des actifs pourraient permettre aux investisseurs de mieux comprendre les stratégies de long terme des assureurs.
- Une implication plus importante de la CE dans le processus de normalisation comptable (1), afin que les spécificités des pratiques assurantiels de tous les pays européens soient prises en considération.
- La création d'une classe comptable spécifiquement dédié à l'investissement de long terme (1). Ce répondant n'argumente pas sa proposition.

Il n'y a aucune proposition qui se distingue par le nombre d'occurrences.

On peut être surpris du faible niveau de réponses des assureurs.

Néanmoins, on constate une opposition marquée à la comptabilité en juste valeur. Cette dernière ne permettant pas une représentation adéquate de la gestion actif-passif des assureurs.

Malgré ce point de vue les compagnies d'assurance s'expriment peu pour proposer une méthode alternative à la comptabilité en juste valeur.

Section 2 : Impacts avérés des normes IAS 39 et IFRS 4 sur l'activité d'assurance de long terme

Nos résultats distinguent les effets des normes actuellement en vigueur qui ont un impact sur l'activité des banques et des assurances depuis 2005, des effets potentiels de la norme IFRS 9 qui rentrera en application à partir de 2018.

Les entretiens réalisés auprès des acteurs du secteur bancaire français ont mis en évidence que la norme IAS 39 n'avait pas eu d'effet notable sur leur activité (*banking book* et *trading book*) car l'activité principale d'octroi de crédits est évaluée au coût (comme en French GAAP), confirmant ainsi les études de Laux et Leuz (2010b) et Georgescu et Laux (2015). C'est pourquoi cette section s'attache uniquement à l'étude des impacts avérés des normes IFRS (IAS 39 et IFRS 4 phase 1) sur l'activité d'assurance.

Lors des entretiens réalisés en France, nous avons demandé aux praticiens du secteur assurance « si les normes IFRS pouvaient être considérées comme une incitation ou une contrainte pour l'investissement à long terme ? Et dans les deux cas : quelles normes en particulier et dans quelle mesure ? ». Nous présentons dans cette section les réponses les plus fréquemment citées. Ces résultats révèlent une « position de place » du secteur de l'assurance française au moment des entretiens. Dans l'ensemble, les assureurs ont répondu que les normes IFRS représentent une contrainte pour l'investissement à long terme et qu'elles affectent l'allocation d'actifs. Ils soulignent que les normes comptables actuelles (IAS 39 et IFRS 4) conduisent à une représentation faussée des activités d'assurance (1), qu'elles ont des impacts sur leur allocation d'actifs (2).

1. Les limites des normes IFRS actuelles pour représenter l'activité de long terme des sociétés d'assurance

Cette première partie traite du point de vue des interviewés sur les effets des normes IAS 39 en vigueur jusqu'en 2017 (sauf autorisation de report spécifique au secteur assurance) et de la norme IFRS 4 phase 1.

- a) IAS 39 : un problème de catégorisation comptable des investissements de long terme lié à la *tainting rule*

Selon les praticiens interrogés, l'horizon d'investissement est une question cruciale pour la reconnaissance de la performance en comptabilité. Or l'IASB le réduit à un horizon de court terme en exigeant une valorisation à chaque fin de période. En effet, l'utilisation généralisée de la juste valeur¹⁰² pour la reconnaissance et l'évaluation des opérations est une difficulté pour la comptabilité des entreprises ayant une activité à long terme.

¹⁰² Il faut noter que lorsque les personnes interrogées parlent de la juste valeur, elles se réfèrent à la valeur de marché et non à une valeur de modèle.

Même si la norme IAS 39 offre la possibilité de classer les instruments financiers détenus à long terme au coût amorti dans la classe *Hold To Maturity* (HTM), il apparaît que les sociétés d'assurance n'utilisent pas cette opportunité en raison du caractère restrictif de la norme. Bien que tous les actifs, détenus sur une échéance à long terme tels que les obligations, puissent être comptabilisés au coût et placés dans la catégorie HTM, ils sont comptabilisés à leur juste valeur.

- « *Finally, we have only 15 % of our assets in HTM although that should be a majority. Economically, it is a majority but because of this constraint that says that once you have classified in HTM, you cannot get out, well we are prudent on this element, finally prudent, we are constrained on this element.* » (Assurance, Directeur des risques, RDV 5/2013)

Et verbatims 1 et 2 en annexe

La catégorie HTM devrait permettre de comptabiliser les actifs financiers (ayant un terme déterminé) détenu sur un horizon de long terme. Mais en raison de la règle de contamination (*tainting rule*) cette catégorie devient trop restrictive. En effet selon cette règle, si des actifs appartenant à cette catégorie sont vendus avant le terme prévu, l'intégralité des actifs de la classe HTM pour l'ensemble du groupe devrait être reclassée en AFS pendant deux ans (évalués à la juste valeur). Les entretiens mettent en évidence un consensus entre les praticiens et les normalisateurs interrogés sur l'inefficacité de la règle de contamination pour permettre la représentation des investissements à long terme. Cette règle empêche les assureurs de représenter correctement leurs activités à long terme. De ce fait, la plupart des actifs de placement sont comptabilisés dans la catégorie « disponibles à la vente » qui nécessite une évaluation de la juste valeur avec comptabilisation des variations en OCI.

- « *All our assets are classified in available for sale (...) because of the criteria of exit from HTM which are too restrictive* » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 05/2013)

Et verbatim 3 et 4 en annexe

La majorité des actifs financiers (obligations et actions cotées ou non) composant le portefeuille d'investissement des assureurs ne peut être évalué selon la méthode du coût. Ainsi même les obligations pour lesquelles un horizon de détention est déterminé, sont évaluées à leur juste valeur. A titre d'exemple, nous pouvons examiner la répartition par catégorie comptable des obligations et actions détenues par le groupe Axa en 2012 (rapport annuel) :

Tableau 18 : Répartition du portefeuille financier par catégorie comptable (assureur français, rapport annuel 2012)

	HTM	Trading	AFS
Obligations 378 228 M€	2%	8%	90%
Actions 17 075 M€	0%	35%	65%

Source : rapport annuel et calcul des auteurs

Les assureurs interrogés estiment que la catégorie AFS (permettant de reconnaître les variations de juste valeur en capitaux propres) est moins pénalisante qu'une reconnaissance des variations de juste valeur en compte de résultat. Ceci s'explique par des impératifs de communication financière. En effet, en France les praticiens et les analystes considèrent que la performance réelle de l'entreprise est représentée par son résultat net. Les assureurs

souhaitent éviter autant que possible d'affecter au compte de résultat des variations de juste valeur qui ne représenteraient pas la performance réelle des investissements de long terme.

- « *Les assureurs ont fait beaucoup de lobbying pour que la catégorie disponible à la vente soit maintenue dans la norme sur les instruments financiers, car elle nous permettait d'avoir la valeur de marché au bilan, au lieu de l'avoir en P&L* » (Assurance, Responsable de la comptabilité, RDV 07/2013)

Et verbatim 5 en annexe

b) IFRS 4 phase 1 et IAS 39 : du *mismatch* comptable à la comptabilité reflet

Selon les praticiens interrogés, l'autre question cruciale pour les assureurs français est la séparation des règles comptables relatives aux actifs financiers (IAS 39) de celles relatives aux contrats d'assurance (IFRS 4 Phase 1). Comme nous l'avons vu précédemment, IAS 39 entraîne l'évaluation à la juste valeur de la majorité des actifs financiers d'investissement (obligations, actions cotées ou non), alors que la norme IFRS 4 permet une application du référentiel local pour les passifs d'assurance. En France, en Italie ou en Allemagne cela signifie une évaluation au coût alors qu'au Royaume-Uni celle-ci s'effectue en valeur courante (proche de la juste valeur servant à l'actif) en intégrant des mécanismes pour limiter la volatilité. Certains pays européens se trouvent donc face à une incohérence des règles d'évaluation entre passif et actif. Cette situation est d'autant plus préjudiciable pour le business model des assureurs français que celui-ci repose sur le principe d'une allocation d'actif qui prend en compte la nature du passif.

- « *Je dirais que, en fait, nous sommes maintenant dans un grand inconfort parce que nous avons une philosophie des normes sur les actifs qui ne réponds pas du tout à la philosophie des normes sur les passifs* » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 05/2013)

Et verbatim 6 en annexe

Le point de vue de ces praticiens est confirmé par un répondant appartenant à une autorité de supervision du secteur assurance:

- « *Ce qui est problématique, c'est que l'approche de l'IASB se fait par nature d'opération, en opposant les actifs (IAS 39) et les passifs (IFRS 4). Donc, tout le problème est de trouver une approche cohérente entre les deux normes car dans les faits les assureurs investissent dans des actifs pour couvrir leur passif. Donc, toute la question est de veiller à la cohérence entre les normes comptables, de manière à ce que le modèle d'affaires global des assureurs pour la gestion actif-passif puisse être bien représenté* » (Superviseur français, chef de projet, RDV 09/2013)

Un membre du conseil de l'IASB confirme que les normes actuelles ne sont pas conformes à la représentation des actifs et des passifs d'assurance. Il affirme que le conseil travaille pour promouvoir les normes qui soient cohérents pour les deux côtés du bilan. Il y a donc un certain consensus sur cette question.

- « *Elles doivent être cohérentes. C'est pourquoi l'IASB gère les deux projets en parallèle. Et il y a une interaction de la norme IFRS 4 sur la norme IFRS 9* » (Normalisateur international, membre du Board, RDV 10/2013).

Malheureusement cette volonté de réforme simultanée des deux normes ne sera pas effective car la publication de la norme IFRS 4 phase 2 a été repoussée au plutôt à l'année 2016. L'IASB a donc été contraint, pour le secteur assurance, d'accepter une application différée d'IFRS 9 afin que les deux normes entrent en vigueur simultanément au plus tard en 2021.

Ce *mismatch* entre les méthodes d'évaluation des actifs et des passifs d'assurance introduit une volatilité comptable artificielle dans les capitaux propres. Ainsi les passifs à long terme sont évalués au coût selon les exigences françaises et les investissements financiers à moyen et à long terme sont évalués à la juste valeur selon IAS 39. Cette situation conduit à une inadéquation entre actif et passif évalués selon des méthodes différentes, alors que leur symétrie est un principe fondamental de la comptabilité d'assurance (Théron 2014).

Le système comptable actuel sous IFRS autorise les assureurs à pratiquer un « *shadow accounting* »¹⁰³ ou comptabilité reflet. Les participations aux bénéfices n'étant comptabilisées suivant les normes locales que lors de la réalisation des plus-values sur les actifs, cette méthode consiste à comptabiliser une « participation aux bénéfices différée » (PBD) permettant de traduire les droits potentiels des assurés ainsi que la reprise des coûts d'acquisition différés (DAC) – et les effets fiscaux correspondants – sur les plus ou moins-values latentes comptabilisées à l'actif, comme si celles-ci avaient été réalisées. Cette participation aux bénéfices est comptabilisée en capitaux propres ou en résultat en symétrie avec la comptabilisation des plus ou moins-values latentes.

Le mécanisme de la PBD résulte des règles d'évaluation différentes entre actif et passif, et vise à équilibrer le bilan de l'assureur en cas de plus ou moins-values latentes. Il constitue un moyen de représenter au mieux la répartition des gains et pertes latentes entre l'assureur et l'assuré.

La comptabilité reflet permet de réduire les écarts comptables provenant du fait que les passifs sont actuellement évalués à leur valeur historique tandis que les actifs sont évalués à leur valeur de marché (Théron 2014). Partiellement corrigée par la comptabilité reflet, ce *mismatch* a pour conséquence d'introduire une volatilité artificielle qui rend la lecture, la compréhension et la comparaison des états financiers des compagnies d'assurance complexes.

Cette approche a été adoptée par la plupart des assureurs. Ainsi si l'on se penche sur les états financiers des plus grands assureurs (AXA, CNP, Groupama...), on peut constater qu'ils consacrent tous une note dans l'annexe à l'explication de la comptabilité reflet.

« Le Groupe a décidé d'appliquer la comptabilité reflet (« shadow accounting »), qui vise à répercuter sur la valeur des passifs d'assurance, des frais d'acquisition reportés et des immobilisations incorporelles liées aux contrats d'assurance, les effets de la prise en compte des plus et moins-values latentes des actifs financiers évalués en juste valeur. La participation aux bénéfices différée qui en résulte est comptabilisée en contrepartie de la réserve de réévaluation ou du résultat selon que la prise en compte de ces plus et moins-values aura été effectuée dans cette réserve ou au compte de résultat. » (Groupama, rapport annuel 2013)

Les acteurs interrogés ont largement abordé cette comptabilité reflet qui leur permet de pallier aux déséquilibres comptables introduits par les normes IAS 39 et IFRS 4 phase 1.

¹⁰³ On notera qu'on peut voir, dans le terme *shadow accounting*, une connotation fortement négative qu'il n'a pas nécessairement.

- « *Alors, le Shadow accounting, c'est qu'aujourd'hui, on est dans un système où le passif est évalué selon les normes locales, donc quelque chose qui se rapproche du coût, et l'actif est en valeur de marché, pour l'essentiel. Donc la question est de savoir comment on traduit les effets de réévaluation. Aujourd'hui, on traduit les effets de réévaluation sur l'actif, par une contrepartie sur le passif, en identifiant quelle est la fraction de ces réévaluations qui a un impact sur nos engagements au passif. Donc on a ce qu'on appelle dans notre jargon des clés de partage, pour relier l'un à l'autre.* »
(Assurance, Directeur comptable, RDV 06/2013)

Et verbatims 7 et 8 en annexe

Cette technique comptable permet aux assureurs de rétablir l'équilibre entre les passifs et les actifs évalués selon des méthodes différentes. Par ailleurs, les assureurs affichent qu'une partie de ces résultats latents sera redistribué aux assurés à l'échéance des instruments.

Comme nous avons pu le voir précédemment, les assureurs français privilégient une approche coût amorti des actifs à long terme et une approche conservatrice pour les contrats d'assurance. Mais ils affirment aussi qu'une cohérence d'ensemble est meilleure que le *mismatch* comptable. Nous pouvons donc conclure qu'un consensus peut être atteint pour toutes les parties.

2. Impact de la norme IAS 39 sur la stratégie d'investissement à long terme des assureurs français

Les praticiens français identifient trois principaux effets des normes IFRS sur leurs activités à long terme : une plus grande volatilité introduite par la norme IAS 39 sur l'allocation d'actifs (a), une plus grande pro-cyclicité dans les états financiers (b) et enfin des difficultés à gérer un portefeuille d'actifs dans une perspective de long terme (c)

- a) La volatilité introduite par l'évaluation en juste valeur impacte l'allocation d'actifs des sociétés d'assurance

A la question « *est-ce que l'utilisation de la juste valeur (IAS 39) induit un changement dans votre allocation d'actifs? Si oui, est-ce que ce changement est préjudiciable à la gestion à long terme* » : les assureurs interrogés ont unanimement estimé que dans la mesure où tous les actifs financiers sont évalués à la juste valeur (en OCI ou compte de résultat) quelle que soit leur intention de détention, l'utilisation généralisée de la juste valeur (IAS 39) conduit à une révision de la stratégie d'allocation d'actifs.

Ainsi, pour une grande partie du portefeuille de placements des compagnies d'assurance, la juste valeur semble introduire une volatilité artificielle (pour les actifs détenus dans une intention à long terme) des capitaux propres. Ceci est d'autant plus dommageable que cette volatilité ne représente pas nécessairement la performance économique des placements. Par conséquent, les assureurs sont dans l'obligation d'adapter la répartition de leur portefeuille pour limiter l'impact artificiel des variations de juste valeur. Les assureurs sont donc amenés à privilégier des stratégies plus conservatrices avec des actifs plus sécurisés (comme les obligations) au détriment des actifs risqués tels que les actions ou actifs de diversification comme le *private equity*. Ce comportement n'est pas cohérent avec l'allocation stratégique dynamique flexible en raison de l'avantage des assureurs lié à la nature et la durée de leurs engagements au passif.

- « *En fait, nous allons trouver une forte incidence sur ce que j'appelle les catégories de diversification. C'est-à-dire, surtout la partie actions, mais aussi sur les alternatifs, les*

infrastructures, etc., et des instruments dérivés comme je l'ai souligné précédemment, qui sont pour nous des instruments que nous devons vraiment utiliser » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 04/2013)

Et verbatims 9 à 11 en annexe

Ces affirmations mettent en évidence le fait que les compagnies d'assurance ne gèrent plus leur portefeuille uniquement dans une perspective économique (en fonction du profil de leurs passifs), mais de plus en plus d'un point de vue comptable¹⁰⁴. Intégrer les contraintes comptables dans les choix d'investissement est préjudiciable au financement de l'économie, car cela conduit à délaisser certains secteurs peu capitalisés (comme les entreprises innovantes et les *start ups*) ainsi le financement de dette longue des projets d'infrastructures qui sont cruciaux pour la croissance économique.

La volatilité artificielle introduite par les normes IFRS dans le bilan par la mesure des activités à long terme à la juste valeur n'est pas représentative de la gestion à long terme des assureurs, véhiculant une image déformée du modèle d'affaires réel de l'assurance.

- *« Lorsque l'IASB propose uniquement la juste valeur comme mode d'évaluation, nous sommes contre, parce que nous considérons que, comme nous avons une activité à long terme, nous ne pouvons pas prendre en compte, dans notre compte de résultat, l'impact lié à l'évaluation du marché en temps réel, car il ne reflète pas notre activité ; dans la mesure où nous gérons les contrats sur le long terme, nous n'avons pas à être soumis à ces fluctuations du marché ».* (Assurance, Responsable de la comptabilité, RDV 06/2013)

Ces points de vue sont étayés par les réponses des acteurs européens à la consultation du *Green paper* sur l'investissement de long terme. En effet, que ce soit au niveau des parties prenantes assurance mais plus largement sur l'ensemble des secteurs, les effets néfastes de la volatilité sur l'investissement de long terme sont pointés du doigt.

Ces résultats viennent étayer les travaux académiques cités dans la revue de littérature critique qui montrent que l'évaluation en juste valeur introduit une plus grande volatilité dans l'investissement de long terme.

b) Le raccourcissement de l'horizon d'investissement

Selon les praticiens interrogés, la volatilité introduite par les règles comptables (dans les capitaux propres en particulier et dans une moindre mesure au compte de résultat) a un impact sur leur allocation d'actifs. Ainsi ils constatent un raccourcissement de l'horizon d'investissement en contradiction avec les fondements de leur métier d'assureur qui consiste à générer des flux de revenus à long terme. En effet, l'évaluation à la juste valeur des actifs financiers qui sont acquis pour être détenus sur un horizon à moyen ou à long terme (comme les actions) ne peut pas représenter l'intention de gestion. Pour les assureurs interrogés, il semble que l'évaluation à la juste valeur des actifs à long terme est complexe à gérer et à expliquer dans la communication financière. D'une part, les gestionnaires choisissent des actifs à long terme pour soutenir les passifs à long terme avec l'intention de les garder pendant un certain temps. D'autre part, la communication financière sur la base de l'information en

¹⁰⁴Néanmoins, la participation des assurés reste définie sur un résultat comptable en normes française. La stratégie financière de l'assureur est influencée certes par le résultat IFRS mais aussi Solvabilité 2 et le *French GAAP*.

juste valeur contraint les gestionnaires à évaluer les actifs à chaque date de clôture alors même qu'ils peuvent être détenus encore cinq ans ou plus. En effet la communication d'information sur les investissements à LT évalués en valeur de marché à un double impact sur la société : d'abord en affectant à la fois sa performance et/ou ses capitaux propres par la comptabilisation des variations de valeur d'une période à l'autre puis en influençant les actionnaires de la société en leur communiquant une information qui n'est pas en adéquation avec les perspectives de gestion ALM. La nécessité de diffuser en permanence la valeur instantanée semble inappropriée, voir en contradiction avec l'allocation d'actifs dynamique inhérente à l'investissement à long terme.

Selon le modèle économique de Plantin et al. (2008), plus la durée des actifs augmente plus les deux modes d'évaluation deviennent inefficaces. Mais la méthode du coût historique présente moins d'inefficacité par rapport au modèle de la valeur marché. L'important est donc de retenir la même méthode d'évaluation à l'actif et au passif. (Severinson et Yermo 2012) notent que dans le but de minimiser la volatilité comptable, les assureurs adaptent leur durée d'allocation en retenant les actifs qu'ils peuvent évaluer de manière similaire. Dans les conditions actuelles (IAS 39 et IFRS 4 phase 1), les acteurs favoriseraient des instruments financiers (actif et passif) évalués en juste valeur qui seraient gérés dans une optique plus court-termiste que des instruments évalués au coût amorti.

- *"Nous avons un calendrier de réalisation des actifs qui prend en compte le temps et cette vision de la juste valeur à court terme rétrécit notre horizon."* (Banque-Assurance, Responsable des normes comptables, RDV 04/2013).

Et verbatims 12 et 13 en annexe

Par ailleurs, selon les personnes interrogées, la norme IAS 39 promeut une vision stricte de l'intention de gestion. En termes d'allocation d'actifs, cela consiste à appliquer un principe de gestion « *buy et hold* », de façon restrictive. Autrement dit, cette norme donne une définition du long terme liée uniquement aux actifs obligataires devant être détenus jusqu'à échéance.

Or les normes IFRS ne leur permettent pas de gérer leurs actifs sur un horizon à long terme.

- *« Si la société investit dans des obligations afin de recueillir des flux de trésorerie pendant la durée de vie du titre, il sera enregistré au bilan au coût historique, et inversement si l'investissement est réalisé dans une approche de placement, en disant « Je sortirai lorsque les opportunités de marché me donneront un bon prix, je vendrai et je réinvestirai dans quelque chose d'autre », à ce moment-là, nous disons « tout ce qui représente le mieux la valeur, la valeur de cet instrument, la valeur de réalisation est la valeur de marché, et non pas le coût historique ».* (Normalisateur international, membre du Board, RDV 10/2013).

Donc, de ce point de vue, lorsqu'un assureur détient une obligation dans une perspective à long terme (au coût selon la catégorie HTM), cette obligation est quasiment bloquée pour la période de détention en raison de la règle dite « de la contamination » (*tainting rule*). L'application de la règle de la contamination interdit une gestion active même limitée au *rebalancing* ou encore une gestion active pour bénéficier d'une évolution structurelle ou conjoncturelle du marché positive / négative. Par ailleurs, la catégorie HTM permettant une évaluation au coût n'est ouverte qu'aux instruments ayant un terme et générant des revenus fixes, ce qui en exclut de fait les actions et le *private equity*. Par conséquent, il ne peut y avoir placements à long terme en actions, pour lesquels les assureurs auraient systématiquement une gestion active. *« Ils considèrent que les flux de trésorerie en actions sont trop incertains pour*

être mesurés autrement que selon le régime de la juste valeur. Donc, pour eux, en tant qu'élément incertain, le meilleur mode de représentation est la juste valeur ». (Superviseur français, Chargé de missions, RDV 09/2013).

Et verbatim 14 en annexe

Cependant, l'IASB estime que l'évaluation à la juste valeur et la détention d'actions dans une perspective d'investissement à long terme sont compatibles. En effet, les investisseurs qui lisent les états financiers doivent connaître à tout moment la valeur des positions prises par la direction, même si elles sont à long terme.

- *«La personne qui conduit un investissement à long terme doit connaître à tout moment la valeur théorique à l'instant T de son investissement, en particulier s'il prend en considération les personnes qui lui prêtent de l'argent, qui investissent à travers lui, s'il est gestionnaire pour compte de tiers ; cela va-t-il changer sa stratégie ? Pourquoi cela devrait-il changer sa stratégie ?* » (Normalisateur international, membre de l'IFRIC, RDV 05/2013).

Cette évaluation systématique des actions en juste valeur avec variations au compte de résultat ou en OCI revient à considérer que les institutions financières ont une gestion uniquement court-termiste de leurs portefeuilles actions autrement dit qu'elles ont un *turn over* élevé. Si effectivement, le taux de rotation de leurs portefeuilles est très élevé, l'utilisation de la *fair value* semble plus appropriée que le coût. Cependant si la gestion des portefeuilles s'apparente à une gestion active résultant du *rebalancing* respectant les principes de la gestion de long terme, alors les établissements doivent pouvoir avoir une comptabilité adaptée sur la base du coût.

Ainsi, les praticiens interrogés affirment qu'une société d'assurance doit suivre régulièrement la situation de son portefeuille d'actifs et peut être amenée à arbitrer sur certains placements de long terme, qui pourraient être affaiblis par des variations du marché. Ces fluctuations même si elles ne sont pas liées à la performance des actifs, vont impacter leur maintien ou non dans le portefeuille. Or ce type de réactions *momentum* ne devrait pas affecter les investissements à long terme, dans la mesure où les assureurs devraient pouvoir maintenir leur allocation stratégique à long terme même en cas de crise. C'est pourquoi, ils ont besoin de règles comptables qui permettent la représentation des spécificités de l'investissement à long terme, qui sont un horizon de gestion à long terme avec une gestion active nécessaire. La définition d'un comportement de long terme défini dans la chapitre I reconnaît la possibilité d'une gestion active pour les intermédiaires financiers postulés à long terme mais dans une certaine mesure *rebalancing*). Ils doivent se démarquer d'acteurs tels des arbitragistes guidés uniquement par des rendements de court terme en adoptant une stratégie *momentum*

- *« On a un calendrier de réalisation des actifs qui prend en compte le temps et cette vision de la juste valeur à très court terme nous rétrécit notre horizon et nous contraint »* (Banque-Assurance, Responsable normes comptables et prudentielles, RDV 09/2013)

Et verbatims 15 à 17 en annexe

Ces considérations conduisent plusieurs répondants à souligner le biais court-termiste introduit par la comptabilité en juste valeur dans l'investissement de long terme. Ainsi l'application de méthodes d'évaluation à court terme pour valoriser les investissements de long terme conduit à les considérer comme une succession de valeur à un moment donné sans

tenir compte de leur temps de détention revient à nier les effets discriminant de la détention longue.

- « *La philosophie d'IFRS, c'est « si je casse l'entreprise aujourd'hui, combien elle vaut ? »*, donc c'est l'instantanéité. Ce n'est pas la prise en compte d'évènements futurs, de ce qui peut se passer dans le futur, c'est vraiment la valeur à la casse aujourd'hui, et elles ne prennent pas en compte le temps. » (Assurance, Directeur général, RDV 04/2013)

ET verbatims 18 et 19 en annexe

Ce raccourcissement de l'horizon de détention des investissements de long terme du fait du court terme introduit par la comptabilité en juste valeur, identifié par les assureurs français semble largement débattu dans le cadre de la consultation européenne sur l'investissement de long terme. Comme nous l'avons vu précédemment, une majorité d'acteurs européens estiment que la juste valeur introduit un biais court terme dans la gestion des investissements et dans les réactions des investisseurs. Ce biais d'évaluation se fait au détriment de la vision longue des placements, les acteurs qui réagissent déjà naturellement au grès des évaluations instantanées ne sont incités à le faire, voire encouragés par certains modes d'évaluation comptable, tel que la *fair value*.

Ces résultats viennent corroborer les travaux académiques de la revue de littérature démontrant que l'évaluation en juste valeur affecte et raccourcit la stratégie de l'horizon d'investissement.

c) L'effet pro-cyclique des normes comptables

La plupart des acteurs interrogés considèrent que l'utilisation de la juste valeur pour l'évaluation d'actifs détenus sur un horizon à moyen et long terme peut induire un effet pro-cyclique important sur l'allocation d'actifs. En d'autres termes, la juste valeur peut être une incitation à investir dans des actifs en phase de marché haussier, et à les vendre lorsque le marché est à la baisse. Ce comportement que l'on peut appeler *momentum* est connu pour accentuer les cycles de marché¹⁰⁵. Cet effet est préjudiciable dans la mesure où les assureurs, en tant qu'investisseurs à long terme, comme nous l'avons vu précédemment, devraient avoir une stratégie contrariante, c'est-à-dire d'allocation des actifs dans les marchés baissiers et de leur vente en marché à la hausse, afin de ne pas renforcer les cycles financiers et d'avoir un rendement moyen.

- « *Le plus gros problème des normes comptables en juste valeur est clairement le risque de pro-cyclicité. Avoir des normes comptables sans tampon conduit à beaucoup de pro-cyclicité, c'est-à-dire que dès qu'il y a un déséquilibre entre l'actif et le passif, cela conduit les acteurs à agir immédiatement* » (Assurance, directeur des investissements, RDV 04/2013)

Et verbatim 20 en annexe

Le mécanisme est le suivant : la variation des actifs évalués à la juste valeur impacte directement les états financiers des sociétés d'assurance. En effet, il n'y a aucune distinction entre les actifs que les assureurs veulent conserver à court terme ou à long terme. Or les

¹⁰⁵ Note sur la réserve de capitalisation des investissements obligataires en normes françaises.

résultats montrent que les investissements de long terme ne devraient pas être impactés par la valorisation.

- « *Un bon système de régulation financière devrait être contra-cyclique, il faudrait enregistrer les opérations avec d'autant plus de soin que les mesures seraient euphoriques* » (Consultant, RDV 04/2013)

Comme les acteurs français interviewés, les répondants au livre vert sur l'investissement de long terme soulignent la pro-cyclicité des normes IFRS. En effet la juste valeur appliquée aux investissements de long terme peut conduire à une accentuation des pics à la hausse ou à la baisse des cycles de marché sur ces actifs. Dès lors, les acteurs déjà enclins à réagir de façon moutonnaire pour profiter des évolutions de marché favorables ou au contraire pour éviter des évolutions négatives (Orléan 1999) peuvent être incités à abandonner le principe de stratégie contrariante propre au secteur de l'assurance au profit d'un comportement *momentum*.

Ces résultats viennent recouper les travaux académiques démontrant que l'évaluation en juste valeur utilisée pour des actifs de moyen et long terme conduisait à l'apparition de comportement pro-cyclique.

3. La comptabilisation des immeubles de placement ne pose pas de problème pour les acteurs français

Les entretiens menés auprès des acteurs français des secteurs bancaire et assurantiel, mettent en évidence que la norme IAS 40 régissant l'immobilier de placement ne semble pas poser de problème au regard des activités à long terme. Ainsi seulement 8 répondants ont abordé cette norme dans leur discours, et la plupart du temps pour affirmer qu'elle ne posait pas de problème pour l'évaluation des investissements immobiliers, du fait de l'option existant entre juste valeur et coût amorti.

« *De notre point de vue, les placement immobiliers nous pose zéro problème en IFRS. (...) la société s'est penchée au moment de sa conversion en norme IFRS sur cette option qui lui était donnée et après réflexion, on a décidé qu'on allait maintenir le coût historique. En tout cas, ça nous paraissait plus approprié de conserver le coût historique. Résultats des courses, on se retrouve sur un traitement IFRS qui est identique au traitement en French sur l'investissement immobilier de long terme et donc qui nous semble adapté parce qu'on est en coût historique, on amortit l'immeuble, tranquillement.* » (Responsables des normes comptables, Banque, RDV 06/2013)

Et verbatim 21 en annexe

Un répondant souligne que le choix de l'option de la juste valeur pour l'immobilier de placement pourrait introduire une forte dose de volatilité dans les états financiers d'investisseurs de long terme. « *Mais par contre, un autre exemple où il peut y avoir de la volatilité, c'est quand dans les normes IFRS il est possible de valoriser ses immeubles de placement à la juste valeur par résultat. Vous avez des immeubles de placement, vous pouvez les valoriser donc à la juste valeur par résultat avec la volatilité que cela implique* » (Chargé de mission, Commission Européenne, RDV 10/2013).

Ces résultats sont cohérents avec l'étude de l'application de la norme IAS 40 lors de l'entrée en vigueur des normes IFRS par Demaria (2008). En effet l'analyse d'un échantillon de 107

firmes appartenant au SBF 120 montre qu'au 31/12/2005 seulement 9 sociétés avaient opté pour une évaluation en juste valeur des immeubles de placements, pour 24 retenant le coût amorti (les 74 autres firmes n'abordant pas cette norme dans leur rapport annuel).

Section 3 : Impacts potentiels de la norme IFRS 9 à partir de 2018 sur l'investissement et le financement de long terme des banques et assurances

La Norme IFRS 9 ayant été publiée en 2014 après nos entretiens, cette troisième section vise à identifier les effets potentiels de cette norme sur les activités d'investissements et de financements de long terme des établissements bancaires et des sociétés d'assurance. Dans un premier temps, nous détaillons les impacts qui toucheront les deux types d'institutions (1), et dans un second temps, nous spécifions les effets relatifs aux activités de crédits des banques (2).

1. Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur l'investissement et le financement de long terme des banques et des assurances

Nous abordons d'abord les effets potentiels de l'introduction du critère du *cash-flow* (a), puis nous développons les impacts potentiels de la suppression de la *tainting rule* (b) et enfin nous identifions les effets du traitement comptable des actions par la norme IFRS 9 (c).

- a) Les impacts potentiels du critère du *cash-flow* et de la suppression de la bifurcation sur la comptabilisation des actifs financiers

La mise en place du critère de la nature du *cash-flow* permettant de déterminer si l'instrument est *plain vanilla* et donc susceptible d'être évalué au coût ou en FV OCI, pourrait avoir des effets sur l'évaluation d'un certain nombre d'instruments de dettes qui devraient changer de mode d'évaluation. Ainsi il semblerait que nombres d'instruments (actuellement au coût amorti ou en *Available For Sale-AFS*) ne passe pas le *SPPI test*. Par exemple les obligations convertibles devraient passer systématiquement en variation par P&L, de même que les instruments dont les taux variables sont capés ou indexés sur des indices autre que Libor (annexe B4.1.1.3), ainsi que certaines tranches de prêts titrisés (en fonction du niveau de risque). Les tranches les plus seniors devraient être éligibles au coût amorti. Tout dépend du niveau de risque des tranches au regard du niveau de risque moyen du portefeuille.

Cette évolution normative pourrait avoir un impact non négligeable sur les portefeuilles à moyen et long terme des sociétés d'assurances et des banques. Ainsi de nombreux instruments jusqu'alors classés en AFS se verraient transférés en FV par compte de résultat et leurs variations viendraient affecter la performance annuelle des firmes alors même que ces actifs ne sont pas destinés à être vendus. Cet élément d'IFRS 9 pourrait potentiellement avoir un impact fort sur les performances des investisseurs de long terme et en particulier des compagnies d'assurance. Cependant la norme permettra de comptabiliser plus facilement certains instruments de dettes cotés ou cotables au coût amorti

De plus, IFRS 9 supprime la méthode de la bifurcation pour les instruments financiers avec dérivé incorporé, qui consistait à comptabiliser séparément le dérivé incorporé de l'instrument hôte. Cette méthode reste autorisée dans le cas où l'instrument couvert est non financier (§4.3.). Dans le cas des instruments financiers avec dérivés incorporés, l'intégralité de l'instrument doit être classée en FVP&L car les instruments dérivés ne respectent pas le *SPPI*

test. Ce changement de règle comptable aura certainement des effets sur les états financiers des banques et des sociétés assurances dont le métier est fondé sur la couverture des risques. Ainsi à l'heure actuelle, ces institutions peuvent séparer l'instrument couvert et donc l'évaluer selon sa nature (coût amorti, juste valeur par OCI ou par résultat), du dérivé qui lui est soumis à la juste valeur par résultat. Avec l'application d'IFRS 9 l'intégralité des instruments avec dérivés incorporés devront être comptabilisés en FV P&L même ceux qui sont à long terme. Il faudra mesurer de près l'impact chiffré de cette mesure et l'effet sur les instruments de long terme.

- « Si vous mettez la totalité de l'instrument en juste valeur en plus du dérivé, vous intégrez d'autres composantes et d'autres éléments de volatilité dans vos comptes, qui est la volatilité de votre coût du risque. Et là on rentre dans des sujets qui ne sont quand même pas simples, qui sont des sujets aussi de composantes de la liquidité. » (Chargé de mission, normalisateur comptable, RDV 12/2014)

Ainsi, l'analyse des différences entre les normes IAS 39 et IFRS 9 révèle que l'IASB a choisi de placer la FV P&L comme méthode d'évaluation par défaut. Sa mise en application devrait conduire les banques et assurances à comptabiliser une part plus importante de leur portefeuille d'instruments financiers structurés en juste valeur par résultat. Cependant la suppression de la *tainting rule*, devrait permettre de comptabiliser plus d'instruments de long terme dans la catégorie au coût (sous réserve de passer le *SPPI test*). Il faudra suivre de manière précise son application et les impacts que cela aura sur les activités à long terme.

- b) IFRS 9 supprime la *tainting rule* : quels impacts sur les portefeuilles obligataires des banques et assurance ?

La phase 1 de la norme IFRS 9 publiée en juillet 2014 est favorable aux investissements de long terme en obligations, ainsi elle permettra de comptabiliser plus facilement certains instruments de dettes cotés ou cotables au coût amorti. Néanmoins, la norme introduit des règles qui pourraient poser problème pour la comptabilisation de certains types d'obligations.

En effet, la norme IFRS 9 ne reprend pas le principe de la *tainting rule* qui avait été édicté par IAS 39. Selon cette règle, l'entreprise pour comptabiliser ses obligations au coût amorti doit s'engager à les détenir jusqu'à leur échéance. En cas de vente avant échéance d'un titre classé en HTM, ou de déclassement vers la catégorie AFS par une entité, l'ensemble du portefeuille HTM du groupe devra être reclassé en AFS et le groupe aura l'interdiction de reconstituer un portefeuille de titres HTM pendant les deux périodes annuelles qui suivent le déclassement. Avant cette nouvelle version, nous avons identifié les effets négatifs de la norme IAS 39 liée à l'existence de la *tainting rule*.

La suppression de cette règle par la norme IFRS 9 a été saluée par les praticiens qui la considéraient comme un frein très important à l'usage du coût amorti dans IAS 39. Cet assouplissement pourrait permettre aux compagnies d'assurance et aux banques d'évaluer plus aisément des instruments détenus à long terme au coût amorti (sous réserve du *SPPI test*).

Plus précisément, concernant les banques, elles pourront comptabiliser au coût amorti la grande majorité (environ 80% selon certains interviewés) de leur portefeuille d'obligations non structurées (principalement obligations souveraines) destiné à leur réserve de liquidité. Ce portefeuille était comptabilisé en AFS sous IAS 39.

- « 80% de notre portefeuille obligataire va passer au coût sous IFRS 9, alors qu'on l'évaluait en AFS sous IAS 39 de crainte de la règle de contamination » (Directeur comptable Banque, RDV 09/2015)
- « Les banques vont pouvoir utiliser le coût pour évaluer leur portefeuille obligataire » (Chargé de mission, normalisateur comptable, RDV 12/2014)

Concernant le secteur de l'assurance, si les praticiens interrogés ont unanimement approuvé la suppression de la *tainting rule* et donc un usage potentiel plus important de l'évaluation au coût, ils ont émis des réserves quant à l'utilisation massive de cette catégorie comptable par les assureurs. En effet, les acteurs de l'assurance ont souligné leur position particulière concernant l'application d'IFRS 9 qui devra se faire au regard de la norme IFRS 4 phase 2 régissant les contrats d'assurance. Or à l'heure actuelle l'IASB n'a pas encore rendu sa copie définitive, et les praticiens ne sont donc pas en mesure d'estimer quelle part des portefeuilles pourront passer au coût.

« C'est là où effectivement typiquement les obligations des assureurs en fonction là aussi de la fréquence des ventes pourront être soit mises au coût amorti si le portefeuille reste stable. S'il y a un peu plus de sessions on pourra le mettre en OCI et s'ils sont vraiment très actifs, là par P&L... Donc quelque part, ils rajoutent effectivement un peu plus de nuances dans la prise en compte des modes de gestion. » (Chargé de mission, Normalisateur national, RDV 12/2014)

Et verbatims 22 et 23 en annexe

En somme, il apparaît que l'effet négatif de la *tainting rule* a totalement été neutralisé par la norme IFRS 9.

- c) La norme IFRS 9 met à mal l'investissement à long terme en actions et sur les placements de taux non *plain vanilla* des banques et des assurances

La question du mode d'évaluation des actions traitée dans IFRS9 phase 1 pose un problème comptable car IFRS 9 prévoit une différence de traitement entre les instruments de capitaux propres (actions)¹⁰⁶ et de dettes (obligations) relevant de la comptabilisation en FV OCI. Ainsi le §5.7.1 de la norme précise que pour les actions seuls les dividendes perçus tout au long de la vie du titre pourront être comptabilisés au compte de résultat (§5.7.5). Les pertes et gains latents qui auront été comptabilisés en OCI tout au long de la détention du titre, ne pourront être reconnus au compte de résultat au moment de sa cession.

Ce traitement est considéré comme dommageable par les praticiens des secteurs bancaire et assurantiel car il défavorise structurellement les placements en actions qui ne s'inscrivent pas dans une activité de *trading*. Ne plus permettre la constatation des gains (ou des pertes) lors de la cession dans l'état de performance conduit à supposer que les investissements en actions à long terme ne sont pas pertinents. Cette partie de la norme risquerait d'inciter encore un peu plus les investisseurs à se détourner des actions.

- « C'est quand même un peu ennuyeux dans un business model d'investisseurs à long terme, ne jamais avoir rien qui passe en résultat » (Responsable normes comptables groupe, Banque, RDV 06/2013)

¹⁰⁶ Seules les actions détenues à des fins stratégiques peuvent être classées sur option en FV OCI.

Pour les assureurs interrogés, la norme IFRS 9 est défavorable à l'investissement à moyen et long terme en actions car il ne permettrait pas de reconnaître les performances réalisées. Dans ces conditions, plusieurs répondants estiment que la norme comptable pourrait conduire à un désinvestissement des assureurs des marchés actions.

Cette classification systématique des actions en FV P&L ou OCI sans recyclage revient à considérer que les institutions financières ont une gestion uniquement court-termiste de leurs portefeuilles actions autrement dit qu'elles ont un *turn over* élevé. Si effectivement, le taux de rotation de leurs portefeuilles est très élevé, l'utilisation de la juste valeur semble plus appropriée que le coût.

Les placements de taux non *plain vanilla* doivent suivant IFRS 9 être comptabilisés en FV P&L Le résultat sera en conséquence impacté par les variations à court terme de marché (taux d'intérêt) et ne reflétera pas la performance des assureurs qui doit être vue sur sur le LT

Ce problème est aussi soulevé par plusieurs répondants au *Green paper* (Axa, *Danish Insurance Association*, FFSA, *German Insurance Association*). Ainsi ils critiquent le fait que les actions soient systématiquement évaluées en juste valeur par compte de résultat même si elles sont destinées à être détenues à moyen long terme compte tenu du modèle économique auquel elles appartiennent, ainsi que l'option permettant d'utiliser la juste valeur par OCI.

Selon la réponse de « *Task Force Investissement à long terme de la place de Paris* » le traitement de référence apparaît difficilement conciliable avec la notion d'investissement à long terme et l'option interdit à l'investisseur de long terme de mesurer sa performance réelle. “*Besides, it is still critical that strategic investments in equity are disadvantaged as the gains/losses being realized at sale cannot be recognised in net income; thus the so called recycling is prohibited. The adjustment of this inappropriate accounting treatment in IFRS 9 would encourage insurers to enlarge their investments in equity instruments. Thus, we suggest towards the IASB allowing recycling at derecognition*” (extrait réponse *Standard life*)

Par ailleurs, les placements en actions non cotées (comme le *private equity*, part d'infrastructures) sont également pénalisés par la norme IFRS 9.

Les normes IFRS ont pour principe de permettre au lecteur des comptes d'identifier les risques pris par l'entreprise, c'est pourquoi l'investissement dans des actifs risqués doit être présenté avec le plus de transparence possible. Pour cela, l'IASB favorise l'évaluation en juste valeur.

Or il n'existe pas systématiquement de marché actif pour les investissements de diversification comme le *private equity*, les parts d'infrastructures ou les crédits titrisés. Dès lors les évaluer en juste valeur à chaque clôture d'exercice ne semble pas pertinent. Les tolérances que proposait la norme IAS 39 pour ce type d'actifs ont été supprimées par IFRS 9.

La norme IAS 39 permettait que les actions non cotées soient évaluées au coût en l'absence de marché actif (IAS 39 §46-c), cette disposition disparaît de la norme IFRS 9 (§B5.4.14). Ce changement risque de poser problème pour l'évaluation des instruments représentant des placements en infrastructures auxquels cette disposition était appliquée. En effet, les assureurs et dans une moindre mesure les banquiers, peuvent se porter acquéreurs de parts d'entités *ad hoc* portant le projet d'infrastructure. Or il n'y a pas de marché liquide pour ce type d'actions. Dès lors l'évaluation serait fondée sur une juste valeur de type 3 recourant à des modèles internes qui n'aurait pas de fondements observables. Cette nouvelle règle pourrait pénaliser

l'investissement en infrastructures en soumettant les investisseurs à la volatilité de juste valeur appréciée sur la base de modèles internes.

- d) Les impacts potentiels de la phase 3 d'IFRS 9 sur l'investissement et le financement de LT : une simplification de la comptabilité de couverture favorable au long terme

L'objectif recherché est de faire en sorte qu'IFRS 9 se base sur des principes visant à rapprocher la gestion des risques et la comptabilité (Guillard, 2014). Sur cet aspect spécifique de la couverture, la norme IFRS 9 apporte deux changements principaux.

1) On constate une simplification des critères d'éligibilité à la comptabilité de couverture par rapport à IAS 39 en étendant les éléments couverts éligibles. D'après Dandé et Benamara (2014) des expositions complémentaires pourront être désignées comme éléments couverts conduisant ainsi à ouvrir la comptabilité de couverture aux positions dites « agrégées », c'est-à-dire comportant des éléments dérivés et non dérivés.

2) La nouvelle norme assouplit les critères d'efficacité en supprimant la règle IAS39 du 80-125% pour qualifier la couverture d'efficace. Afin de juger de l'efficacité d'une couverture la norme IFRS 9 exige l'exercice du jugement afin de s'assurer, à l'origine et sur une base continue, de l'existence d'une relation de nature économique entre l'élément couvert et l'instrument de couverture (§6.4). L'efficacité sera évaluée de manière prospective sur une base qualitative ou quantitative selon la complexité de la relation de couverture (Dandé et Benamara, 2014).

Cette tendance à la simplification de la comptabilité de couverture ne peut être qu'une bonne chose pour les pratiques de couvertures des banques et assurances. Ainsi au vue du poids de la comptabilité de couverture dans l'activité bancaire et assurantielle, toute simplification des règles comptables actuelles qui sont jugées trop complexes sera une opportunité pour ces secteurs. En particulier pour la couverture des instruments de long terme.

Le secteur de l'assurance utilise en grande quantité les outils de couvertures des risques afin de sécuriser les placements financiers investis en représentation des cotisations reçus par les assurés. Or en l'état actuel de la réglementation, les assureurs interrogés estiment faire face à des incohérences comptables au regard de leur *business model*. En effet, ils achètent des produits financiers pour couvrir un risque sur des instruments à moyen ou long terme qui sont comptabilisés soit au coût soit en juste valeur avec variation en OCI. Or la norme IAS 39 exige que tout instrument de couverture soit comptabilisé en juste valeur. Les états financiers des sociétés d'assurance présentent donc des contradictions du fait de la règle comptable.

« L'un des sujets les plus embêtants : c'est notre difficulté à avoir les produits dérivés qui retracent de façon symétrique, dans la comptabilité, la partie couverte de la partie qui couvre. Et donc, cette dissymétrie entraîne des variations au compte de résultat, et vis-à-vis du bilan, c'est très embêtant. La dissymétrie, la désynchronisation sur les dérivés, c'est un cauchemar » (Assurance, Directeur adjoint des investissements, RDV 05/2013)

Et verbatim 24 en annexe

La norme IFRS 9 semble faire état d'avancées sur ce point. En effet l'IASB estime que la juste valeur est la seule méthode possible d'évaluation des instruments de couverture.

« On peut partir d'un concept très simple, c'est qu'un dérivé n'a pas de coût historique, puisqu'il n'y a pas de valeur d'entrée en général, sauf la prime payée, et souvent il n'y a pas de prime. Donc la seule chose qu'on sait faire avec un dérivé, c'est de le valoriser à sa valeur de marché. Après, on se pose la question « mais pourquoi j'ai fait cette opération sur dérivé ? Pour de la spéculation ou de la couverture ? » (Normalisateur international, membre du board, RDV 10/2013)

Il apparaît que la norme IFRS 9 prévoit une comptabilisation symétrique des instruments et des actifs et des passifs couverts dont les variations passent en OCI ce qui pourrait répondre aux attentes des assureurs.

Les modifications apportées à la comptabilité de couverture par IFRS 9 n'affecteront pas l'investissement à long terme des sociétés d'assurance.

La norme IFRS 9 actuelle ne traite pas de la macro-couverture, celle-ci fera l'objet d'une norme ultérieure.

La norme IFRS 9 devrait conduire à une simplification des critères d'éligibilité à la comptabilité de couverture par rapport à IAS 39 en étendant les éléments couverts éligibles (cf section 2.1 du chapitre 1). D'après Dandé et Benamara (2014) des expositions complémentaires pourront être désignées comme éléments couverts conduisant ainsi à ouvrir la comptabilité de couverture aux positions dites « agrégées », c'est-à-dire comportant des éléments dérivés et non dérivés.

La nouvelle norme assouplit les critères d'efficacité en supprimant la règle IAS39 du 80-125% pour qualifier la couverture d'efficace. Pour mémoire, celle-ci stipule que l'élément de couverture doit compenser entre 80 et 125% des variations de juste valeur de l'élément couvert.

Afin de juger de l'efficacité d'une couverture la norme IFRS 9 exige de s'assurer, à l'origine et sur une base continue, de l'existence d'une relation de nature économique entre l'élément couvert et l'instrument de couverture (§6.4). L'efficacité sera évaluée de manière prospective sur une base qualitative ou quantitative selon la complexité de la relation de couverture (Dandé et Benamara, 2014).

Cette tendance à la réduction des contraintes régissant de la comptabilité de couverture ne peut être qu'une bonne chose pour les pratiques de couvertures des banques et assurances. Ainsi au vu du poids de la comptabilité de couverture dans l'activité bancaire et assurantielle, toute simplification des règles comptables actuelles qui sont jugées trop complexes sera une opportunité pour ces secteurs. En particulier pour la couverture des instruments de long terme.

Les praticiens du secteur bancaire interviewés semblent plutôt satisfaits du dispositif actuel d'IAS 39 avec l'exemption du « *carve out* » et craignent qu'IFRS 9 ne leur soit préjudiciable.

- *« L'amendement à IAS 39 qui est passé en 2004 était attendu, était demandé par les banques, soutenu par le régulateur bancaire et le but était de permettre aux banques d'appliquer les normes IFRS sans remettre en cause le mode d'exercice du métier. » (Auditeur, RDV 06/2013)*

Et verbatims 25 et 26 en annexe

Dans ces conditions les praticiens du secteur bancaire se sont fortement investis dans le cadre du processus de consultation afin d'arriver à une réglementation adaptée à leur métier. Ainsi ils ont particulièrement travaillé sur la comptabilisation des couvertures de risques de crédit et sur les dérivés incorporés :

- « *En couverture, l'impact au résultat des swaps est rattaché, de manière homogène aux prêts, c'est-à-dire qu'on étale les variations de valeur, donc on comptabilise en couru, finalement, ce qu'on comptabilise, ce sont les échanges de taux à chaque arrêté... Donc tout ça est étalé, tout ça est géré dans le temps. Si on ne peut plus faire cela, et il faut voir que les normes impactent considérablement notre gestion, et il y a une boucle de rétroaction, c'est-à-dire que la comptabilité, initialement, son objectif, c'est d'être neutre, mais dans les faits, elle n'est pas neutre, et en tout cas, quand les normes sont mauvaises, elles impactent la gestion.* » (Banque, Responsable des normes comptables, RDV 06/2013)

Et verbatim 27 en annexe

Il faut noter que la norme IFRS 9 ne traite que de la comptabilité de couverture dite micro, la macro couverture¹⁰⁷ sera traitée dans une norme séparée. A l'heure actuelle le projet de norme n'a pas encore été publié par l'IASB¹⁰⁸. La position des praticiens interrogés n'est pas totalement arrêtée puisque l'IASB n'a pas encore émis ses premières propositions.

La comptabilité de couverture est essentielle pour l'activité bancaire car elle vise à « prévenir, dans les états financiers, les effets des activités de gestion des risques qui utilisent des instruments financiers pour gérer les expositions aux risques pouvant affecter le résultat de l'exercice ». On distingue principalement deux type de comptabilité de couverture celle qui vise à couvrir les risque de taux et celle sur les risques de crédits.

D'après nos analyses, la comptabilité de couverture concernant le risque de taux ne posent pas de problèmes au regard de l'investissement à long terme.

Par contre il apparaît que les normes IAS 39 et IFRS 9 posent problème pour l'évaluation des couvertures de risques de crédits pour deux raisons. D'une part les CDS (*credit default swaps*) varient de manières erratiques et d'autre part la norme interdit la couverture par portefeuille de crédits. Le comportement et la valorisation des CDS ne donnent pas la valorisation des crédits que l'on cherche à couvrir ce qui conduit à constater une différence entre la variation de l'instrument de couverture et celle de l'instrument couvert

Les changements proposés par la norme IFRS 9 sont nombreux et permettront certainement d'améliorer la comptabilisation des instruments financiers.

Néanmoins, ils risquent d'avoir des effets collatéraux sur les activités à long terme des banques et assurances (cf. tableau suivant). Nous avons identifié des effets potentiels, il faudra se pencher au moment de l'application de la norme sur les exercices ultérieurs pour identifier les impacts effectifs.

¹⁰⁷ La micro couverture consiste à couvrir instruments par instruments, alors que la macro couverture consiste à couvrir un portefeuille d'instruments.

¹⁰⁸ La macro couverture fera l'objet d'une norme séparée

Tableau 19 : Synthèse des impacts potentiels d'IFRS 9 sur l'investissement à LT du point de vue des acteurs français

Phases d'IFRS 9		Potentiellement favorable à l'investissement long terme	Potentiellement défavorable à l'investissement long terme
Phase 1	Mise en place du SPPI Test		Evaluation en Juste valeur plus aisée pour les obligations et actifs de diversification =>risque de baisse en volume des placements de ces catégories Evaluation des prêts long terme plus aisée en juste valeur => risque de raccourcissement des horizons de prêts et conditions plus stricts d'octroi
	Suppression de la <i>tainting rule</i>	Evaluation au coût amorti plus aisée pour les placements obligataires => hausse des placements en obligations (effet direct)	
	Suppression de la bifurcation pour les instruments avec dérivés incorporés		Investissement long terme (obligations) en juste valeur cas de dérivé incorporé => risque de baisse des placements en obligations avec dérivé incorporé (effet indirect)
	Actions en FV OCI sans recyclage		Pas de comptabilisation de la performance par P&L lors de la cession des actions => risque de baisse des placements actions (effet direct)
	Obligation de calculer des JV sur les instruments représentant des parts d'infrastructures		Investissement long terme plus souvent en juste valeur pour les parts d'infrastructure => risque de baisse des placements en infrastructures (effet direct)
Phase 2	Passage à un provisionnement <i>expected loss</i>		Selon les modalités de passage entre les <i>buckets</i> les prêts à long terme seront plus provisionnés => risque de raccourcissement des horizons de prêts et conditions plus stricts d'octroi (effet direct)
Phase 3	Simplification des pratiques comptables de couverture	Simplification de la gestion de la couverture des investissements long terme (?)	

Source : les auteurs

En somme il ressort de ce travail que les activités bancaires sont impactées par les normes comptables internationales :

- L'investissement en actions est fortement pénalisé par la norme IFRS 9
- L'investissement dans des actifs de diversification (*private equity*, parts d'infrastructures) est pénalisé par la norme IFRS 9
- L'investissement en obligations est globalement favorisé par la norme IFRS 9
- L'investissement à court terme n'est pas affecté par la norme IFRS 9

2. Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur les portefeuilles de crédits bancaires

Les entretiens réalisés auprès des acteurs français ont mis en évidence deux axes de préoccupations majeures des banquiers au regard de l'évolution de la réglementation des instruments financiers. D'abord la phase 1 du projet de norme IFRS 9 transforme de manière approfondie les méthodes de classification et d'évaluation des instruments financiers. Or le mode de valorisation du portefeuille de prêts bancaires est crucial pour les banques (a). La seconde phase du projet d'IFRS 9 aborde le changement de méthodes de provisionnement des crédits. Nous verrons comment les acteurs du secteur apprécient les nouvelles propositions (b).

a) La classification des instruments financiers : l'enjeu du portefeuille de prêts

Notre étude met en exergue deux phases : la première lors de la première phase d'entretiens en 2013 et la seconde lors d'entretiens ultérieurs au second semestre 2014. Ces deux périodes font état de points de vues différents au regard de l'état d'avancement de la norme IFRS 9. Nous présenterons d'abord les craintes exprimées par les acteurs du secteur bancaire avant la publication de la norme finale, puis les avancées de la norme définitive.

i) Pendant les négociations sur la norme IFRS 9

Cette sous-section fait état de nombreuses craintes des acteurs du secteur bancaire quant aux effets potentiels de la norme IFRS 9 sur le portefeuille de prêts, et cela d'autant plus qu'au moment de la recherche la norme finale n'avait pas encore été publiée. Nous avons fait le choix de relater ces propos car nous pensons qu'ils reflètent des préoccupations qui peuvent dépasser la seule norme IFRS 9.

Les banquiers interrogés, en 2013, ont exprimé leurs attentes au niveau de la classification des instruments financiers principalement autour de la valorisation du portefeuille de prêts¹⁰⁹. En effet, ce poste qui représente une part importante du bilan bancaire est actuellement évalué au coût selon IAS 39. Or, les banquiers redoutaient que le nouveau critère d'IFRS 9 sur la nature des cash-flows restreigne les possibilités de comptabiliser une partie de leur portefeuille de crédit au coût amorti.

- « On a, plus généralement, la norme IFRS 9, qui définit la ligne de partage entre juste valeur et coût amorti. Là on se bat pour qu'on ait une bonne ligne de partage, c'est-à-dire que ce qui se fait au coût amorti, revient à notre activité bancaire, de banking book, donc d'intermédiation, et qu'on ait une coïncidence entre le découpage

¹⁰⁹ Si on prend l'exemple de la plus grande banque française, BNP Paribas, le portefeuille de « prêts et créances à la clientèle » représente environ 33% de l'actif.

comptable et le découpage de notre activité, telle qu'elle est... » (Banque, Responsable normes comptables et prudentielles, RDV 09/2013)

Et Verbatim 28 en annexe

Les banquiers de notre panel craignaient qu'une partie de leur portefeuille de prêts ne respectent pas le critère du *cash-flow* (*SPPI test*). Celui-ci suppose que l'instrument ne doit générer qu'un remboursement de capital et un taux d'intérêt représentant la valeur temps de l'argent, pour être éligible à une évaluation au coût. Or le critère de l'intérêt pris au sens strict pourrait être très restrictif quant aux catégories de prêts pouvant prétendre à une telle comptabilisation.

Verbatims 29 et 30 en annexe

Les banquiers interviewés considéraient que ces nouveaux critères pourraient avoir des impacts sur leur politique d'octroi de crédit (durée des crédits accordés) et surtout sur la nature du taux proposé aux clients (taux variable plutôt que fixe). Ainsi la durée des crédits accordés pourrait être raccourcie et les banques pourraient favoriser l'octroi de crédits à taux variable plutôt qu'à taux fixe faisant ainsi supporter le risque de taux aux clients. Les banquiers interrogés souhaitent que leur portefeuille de prêts ne soit pas pénalisé par une éventuelle valorisation à la valeur de marché.

- *« IFRS 9 a potentiellement un impact considérable sur notre capacité à distribuer du crédit, sur certains secteurs, ou à fournir la maturité désirée. On ne pourra pas maintenir ces portefeuilles, donc ça incitera en tout cas, les banques, à développer les crédits à taux variable, donc à transférer le risque de taux final au client, et à un risque que le client peut difficilement assurer en général, parce que ses revenus ne sont pas forcément élastiques, en fonction des taux, et c'est quelque chose qui est mauvais, je pense, pour la stabilité économique » (Banque, responsable normes comptables et prudentielles, RDV 09/2013)*

Et verbatim 31 en annexe

Lors de notre première phase entretiens, le projet d'IFRS 9 pouvait laisser supposer qu'une part importante de prêts pourrait passer en juste valeur. Or, si les prêts avaient dû être évalués en juste valeur, leurs variations de valeur auraient pu impacter directement le compte de résultat. Et au vue du poids de ce portefeuille sur les bilans bancaires, cela pourrait avoir des conséquences importantes sur le niveau de résultat. Dès lors, les banquiers auraient été incités à modifier leur mode de gestion des crédits pour éviter de diminuer leur performance et leur rentabilité. Les effets potentiels d'une valorisation en juste valeur des crédits sont évoqués par un acteur : Verbatim 4 en annexe

Ces propos montrent clairement qu'un changement de mode de valorisation des prêts (ce qui ne sera pas le cas dans IFRS 9) bancaires aurait un impact sur la façon de gérer ce portefeuille. Lorsqu'elles accorderaient un prêt, les banques seraient alors incitées à « le sortir du bilan » autrement dit à le titriser et à le revendre sur un marché financier. On peut légitimement se demander si c'est vers cela que tendrait l'évolution du marché des prêts servant à financer l'économie réelle.

ii) Après la publication de la norme IFRS 9

La version finale d'IFRS 9 conduit à la disparition de la catégorie « prêts et créances ». Désormais, les prêts octroyés par les banques ou présents dans les portefeuilles d'assurance devront passer le *SPPI test* afin de déterminer s'ils peuvent être évalués au coût amorti.

Lors de notre enquête (en 2013-2014), de nombreux acteurs du secteur bancaire se sont inquiétés des modalités d'application de ce test qui pourraient conduire à ce qu'une part importante des prêts passe à une évaluation en juste valeur s'ils ne respectent pas les caractéristiques de la simplicité de l'intérêt. Face aux craintes exprimées par la profession bancaire, un membre du *Board* de l'IASB nous avait indiqué que la norme définitive préciserait ces éléments.

« On est en train de faire beaucoup d'améliorations, d'ouvertures, pour répondre au souci qui était légitime, de ne pas avoir une notion trop absolue, parce que si on est trop puriste, beaucoup de choses sont des systèmes qui existent et qui ne reflètent pas exactement des conditions de marché. » (Normalisateur international, membre du *Board*, RDV 10/2013)

En effet le guide d'application de la norme IFRS 9 (sections B4.1.1–B4.1.26) de juillet 2014 précise explicitement les conditions d'application des nouveaux critères aux portefeuilles de crédits.

Il faudra suivre avec attention la mise en place de la norme au regard de certaines caractéristiques des prêts comme les clauses de rachat anticipé (§B4.1.10), les modalités de révisions de taux (B4.1.13) par exemple. En fonction de l'application du *SPPI test*, certains prêts pourraient passer en juste valeur par P&L, entraînant potentiellement une volonté des institutions de réduire leur part au bilan afin d'éviter une volatilité de la performance sur leur *banking book*. Il sera intéressant, au moment de l'application d'IFRS 9, de quantifier exactement la part des prêts qui devra être évaluée en juste valeur.

La phase 1 de la norme IFRS 9 pourrait avoir des conséquences financières sur les institutions mais aussi sur le financement de l'économie réelle si elle ne prend pas en compte les spécificités de l'activité de prêts des banques.

Cette situation est particulièrement importante en France, où les banques sont le principal vecteur de financement de l'économie, et dans lequel la politique d'octroi de prêts favorise le moyen-long terme et les taux sans risques pour les emprunteurs. Il faut donc que la norme comptable puisse s'adapter aux pratiques.

b) Le provisionnement des prêts

La seconde phase d'IFRS 9 consacrée au provisionnement des crédits est essentielle pour l'activité bancaire. En effet, le passage d'une comptabilisation de pertes avérées à pertes attendues peut avoir des impacts non négligeables sur la performance courante des banques, mais également sur leurs capitaux propres lors de la première application. Les praticiens interrogés estiment que la méthode actuelle (sous IAS 39) des pertes avérées n'est pas satisfaisante car elle ne permet pas d'anticiper de façon adéquate les risques de crédits.

- « *Le provisionnement pose des problèmes parce que la théorie de l'IASB, c'est une théorie de incurred loss. Donc, on ne comptabilise une provision que quand on a vu que l'usine s'est écroulée, alors que les habitudes françaises ou même que l'approche prudentielle est une approche qui essaie de s'interroger un peu plus long terme, sur l'horizon.* » (Auditeur, RDV 04/2013)

Et verbatims 32 et 33 en annexe

La majorité des entretiens ont été effectués avant la publication de la norme finale, voire pour certains à la fin de la période du *due process* sur le provisionnement, ce qui a conduit plusieurs acteurs à exprimé leur opposition à un adossement des pratiques de provisionnement sur la position américaine comme cela avait pu être évoqué par certaines parties prenantes.

La vision du FASB consiste à provisionner dès l'octroi du prêt la totalité du risque de crédit sur la durée effective du prêt. Cette position se justifie outre-Atlantique par la structure bancaire locale, où les banques ont davantage adopté un modèle *originate to distribute* qui permet aux banques de vendre sur les marchés financiers les prêts contractés. Or en Europe continentale, et en France en particulier, le modèle bancaire est majoritairement *originate to hold*, c'est-à-dire que les banques conservent dans leur bilan les prêts octroyés. Dans ce second cas, une provision intégrale dès l'octroi des prêts ne serait pas pertinente car elle reviendrait à nier les méthodes d'évaluation des risques mises en place par les établissements et conduirait à une évolution de notre modèle de financement. Au contraire, la position de l'IASB qui propose un provisionnement à 12 mois sur le portefeuille de prêts sains, est favorablement accueillie par les répondants qui attendaient une norme prenant en compte leurs pratiques.

- « *Lorsqu'une banque tarifie son crédit, elle connaît exactement la probabilité de défaut, donc plutôt que d'attendre que celui-ci se réalise, le nouveau mode de provisionnement permet d'en tenir compte immédiatement dans les comptes. C'est une méthode plus adaptée à la vie financière.* » (Normalisateur national, Chargé de mission, RDV 09/2013)

Et verbatims 34 et 35 en annexe

Selon les banquiers interrogés, un mode de provisionnement des prêts mal calibrés pourrait avoir un effet sur la quantité des prêts distribués, leur durée et leur coût. En effet si le montant à provisionner dès l'octroi du crédit n'est pas cohérent avec le niveau de risque, les banquiers vont être tentés de réduire leur portefeuille de crédits afin de ne pas augmenter de manière trop importante le montant des provisions. Ils favoriseront aussi les crédits à court terme, privant ainsi une part de la clientèle (ménages et entreprises) d'un accès au financement de long terme. Par ailleurs, la hausse des niveaux de risques ainsi que l'augmentation des coûts d'immobilisation de capital pourraient aussi être refacturés aux clients, entraînant ainsi un renchérissement des taux. Il apparaît donc que la règle comptable pourrait affecter la distribution de crédits.

- « *Mais clairement IFRS 9 sur le provisionnement, peut être un frein à la distribution du crédit, et c'est quelque chose qu'il faut suivre de manière active pour qu'elle traduise bien le niveau de risque de l'activité, mais elle ne surpondère pas l'exigence de risque, parce que ça va vraiment affecter l'intermédiation. Et aujourd'hui, je ne pense pas qu'on soit équipé, en Europe continentale, pour tout sortir des bilans, et tout financer, de manière désintermédiée. Donc ça, c'est la première norme.* » (Banque, Responsable des normes comptables, RDV 09/2013)

Et verbatim 36 en annexe

Par ailleurs ces résultats issus des entretiens sont étayés par certaines réponses reçues lors de la consultation européenne sur l'investissement de long terme. Même si la question posée ne portait pas sur la norme IFRS 9, plusieurs acteurs ont saisi l'occasion pour faire état de leurs préoccupations concernant le provisionnement des crédits et l'effet potentiel d'une réglementation mal calibrée sur le financement de long terme.

“IFRS 9 loan loss provision model shall impact long term financing market too. In this regard, we believe that the achievement of a “more forward looking” provisioning model, through timely identification and recognition of credit losses, shall disadvantage loan portfolios with longer maturities. If a long term investment would become more expensive, the business lending structure may be forced to shorten the maturities of the loans.” (extrait de la réponse de Unicredit)

“The EBF is supportive of the objective to achieve a sound expected loss provisioning approach promoting more forward looking provisioning through timely identification et recognition of credit losses. It must, however, be ensured that any new expected credit loss model does not disadvantage loan portfolios with longer maturities et does not discourage long-term lending, particularly at the bottom of economic cycles, and, in emerging economies. As long-term lending would become more expensive, the business lending structure may be forced to change, reducing the availability of credit in some circumstances or resulting in a shortening of maturities of the loans et loan commitments” (extrait de la réponse de European banking Federation)

Cette évolution normative devrait conduire les banques à augmenter de façon significative le montant de leurs provisions, et ce dès la mise en place d'IFRS 9. On doit s'attendre au moment du changement de méthode à un effet de transition important conduisant à combler la différence entre pertes avérées (*incurred loss*) et pertes attendues (*expected loss*).

L'application de ce modèle de provisionnement ne sera pas sans effet sur le modèle bancaire. Ainsi, le provisionnement des prêts sains à 12 mois et sur la durée de vie du prêt en cas de migration de la notation du fait de l'évolution du risque depuis l'origination, risque de conduire à une hausse du coût des crédits.

Par ailleurs, le seuil de passage d'un *bucket* à l'autre sera déterminant pour le niveau de provisionnement des crédits bancaires.

« De toute façon, je pense qu'on l'avait vu depuis le début, que l'un des points clés, c'est le passage de bucket 1 - bucket 2, c'est celui-là qui est naturellement structurant » (Chargé de mission, Normalisateur national, RDV 12/2014)

Un seuil de passage trop sensible pourrait conduire à une hausse des montants à provisionner sur la durée de vie restante des prêts, dans ce cas les prêts aux échéances les plus longues seraient « plus couteux » en provisions. Certaines institutions pourraient alors diminuer la quantité des prêts distribués et/ou favoriser l'octroi de crédits à court terme, privant ainsi une part de la clientèle (ménages et entreprises) d'un accès au financement de long terme. Il est important de noter qu'en soit le niveau de risque des prêts accordés n'évolue pas intrinsèquement, c'est sa traduction comptable qui va être modifiée. Par ailleurs, cette augmentation des risques évalués en comptabilité pourrait aussi être refacturés aux clients, entraînant ainsi un renchérissement des taux et le développement des prêts à taux variables.

Par ailleurs plusieurs praticiens estiment que les modalités de calculs de la provision en bucket 1 ne sont pas satisfaisantes. Ils regrettent que le modèle de *l'expected loss* de l'IASB ne prenne pas en compte la succession des *cash flows*, ainsi dans les bucket 1 et 2. Ainsi plusieurs acteurs ont exprimé un désaccord sur le fait que la provision effectuée sur portefeuille sain ne prenne pas en considération les flux attendus concernant les intérêts à recevoir, ces derniers étant la traduction du risque estimé par les praticiens lors de l'attribution du crédit.

Au final, la question du provisionnement des crédits a été résolue sur le plan conceptuel par les différentes parties en présence, même s'il reste quelques points d'achoppements techniques pour sa mise en place.

Le provisionnement des crédits relève d'un double enjeu stratégique : permettre d'anticiper au mieux les risques à venir tout en ne pénalisant pas la politique d'octroi de crédit à long terme. En effet les craintes relatives à un mauvais calibrage du provisionnement et ses conséquences sur l'économie réelle étaient importantes.

Cependant, nos résultats montrent que les propositions de l'IASB sur les méthodes de provisionnements des crédits semblent avoir pris en considération ces éléments, ce qui conduit à une relative satisfaction des acteurs interrogés.

c) Impacts potentiels de la norme IFRS 9 sur la titrisation

La norme IFRS 9 ne modifie pas le traitement comptable de la titrisation proposée antérieurement par l'IASB. Les critères de déconsolidation des actifs financiers proposés par IFRS 9 n'auront pas d'effet sur la capacité des banques à titriser un crédit ou non. La norme respecte toujours la volonté du normalisateur de permettre une déconsolidation si et seulement si l'établissement ne contrôle plus l'instrument titrisé.

d) Impacts des normes comptables (IAS 39 - IFRS9) sur l'activité bancaire de court terme de *trading*

Les normes IFRS sont adaptées pour l'évaluation et la comptabilisation des activités de *trading* des établissements bancaires. Ainsi les normes internationales permettent de représenter de manière juste les activités à court terme grâce à l'usage de la juste valeur.

Récapitulatif

Il ressort de nos travaux que les normes comptables IFRS ne sont pas adaptées à la pratique de l'investissement de long terme comme une gestion contrariante ou contra-cyclique qui découle d'une allocation dynamique flexible dans le temps (voir définition chapitre 2). Ces normes ont tendance à défavoriser les placements stables et contra-cycliques dans les actions et les actifs de diversification en particulier. La volonté de transparence et de neutralité qui prime dans ces normes participe à véhiculer une vision instantanée des portefeuilles qui va à l'encontre de ce que pourrait être un financement long nécessaire aux projets d'investissement de long terme. Les normes IAS 39 et IFRS 9 promeuvent une vision stricte de l'intention de gestion qui consiste, en termes d'allocation d'actifs, à appliquer un principe de gestion « *buy et hold* » de façon restrictive. Autrement dit, une gestion de long terme implique de détenir un actif jusqu'à échéance et de générer des flux de trésorerie fixes et échéances.

Si cela est possible pour les obligations, il n'en va pas de même des actions qui, par définition, n'ont pas de terme ni de revenu fixé ; ils ne peuvent donc pas être classés et évalués au coût mais seulement à la juste valeur. Du point de vue des normes IFRS, l'investissement en actions est par définition un placement à court terme qui doit être évalué à la juste valeur. L'IASB ne prend pas en compte l'intention de détention longue en ce qui concerne la classe des actions¹¹⁰. Donc, ces dernières ne peuvent pas être évaluées au coût (sauf cas où il n'y a pas de marché actif : disposition d'IAS 39). De ce point de vue, il ne peut y avoir placements à long terme en actions, pour lesquels les assureurs auraient systématiquement une gestion active. Cette évaluation systématique des actions en juste valeur avec variations au compte de résultat ou en OCI revient à considérer que les institutions financières ne peuvent avoir qu'une gestion court-termiste de leurs portefeuilles actions avec un taux de rotation élevé. Si ce taux est effectivement très élevé, l'utilisation de la *fair value* semble plus appropriée que le coût. Cependant si la gestion des portefeuilles respecte les principes liés à un comportement de long terme d'investisseurs postulés à long terme (voir chapitre I) pour lesquels seul le *rebalancing* peut justifier la gestion active du portefeuille, alors les établissements financiers devraient pouvoir avoir une comptabilité adaptée sur la base du coût.

Par ailleurs, nos travaux mettent en évidence que le mode d'évaluation proposé par les normes actuelles et à venir (après quelques amendements) n'affectera pas la capacité des établissements bancaires à distribuer des crédits. En effet à la fois IAS 39 et IFRS 9 permettent d'évaluer la grande majorité des portefeuilles de crédits au coût.

Le tableau suivant synthétise les impacts des normes IFRS actuels (IAS 39) et futures (IFRS 9) sur les activités bancaires et assurantielles à long terme.

¹¹⁰ La norme IAS 39 distingue les actions détenues à courte terme (*trading*) dont les variations de valeur sont comptabilisées au compte de résultat et les autres actions (quelque soit l'échéance) qui sont affectées en AFS avec une variation de valeur comptabilisée en OCI.

Tableau 20 : Synthèse des impacts des normes comptables sur l'activité de LT des banques et des assurances

Impacts : favorable, défavorable ou neutre sur l'Investissement LT	Portefeuille de crédits (banque)	Placement obligataire	Placement actions	Placement diversification (private equity et part d'infrastructure)	Trading	Portefeuille de crédits titrisés (banque initiatrice)	Portefeuille de crédits (parts acquises)	Passif d'assurance
IAS 39 : classe HTM avec <i>tainting rule</i>		Défavorable car la <i>tainting rule</i> empêche la comptabilisation au coût amorti des obligations =>Effet direct : baisse des obligations à LT	Défavorable car les actions ne sont pas éligibles à l'HTM et sont donc évaluées en JV =>Effet direct : baisse des actions à LT					
IAS 39 : classe prêts et créances	Neutre : les prêts sont évalués au coût amorti						Favorable : les parts de prêts sont évalués au coût amorti => hausse des invest. en part de prêts	
IAS 39 : classe AFS		Défavorable car les obligations LT sont évaluées en JV =>Effet direct : baisse des obligations à LT	Défavorable car les actions LT sont évaluées en JV =>Effet direct : baisse des actions à LT				Neutre	
IAS 39 : classe HFT					Neutre		Neutre	
IAS 39 : option pour coût amorti en l'absence de marché liquide		Favorable car lors de crise les variations peuvent être neutralisées => effet indirect maintien de l'investissement en obligations	Favorable car lors de crise les variations peuvent être neutralisées => effet indirect maintien de l'investissement en actions					
IFRS 10 : consolidation IAS 39 : critères de décomptabilisation						Neutre ou Défavorable ssi la banque garde le contrôle de l'entité ad hoc dans ce cas pas de déconsolidation =>risque de baisse de la titrisation		

Impacts : favorable, défavorable	Portefeuille de crédits (banque)	Placement obligataire	Placement actions	Placement diversification (private equity	Trading	Portefeuille de crédits	Portefeuille de crédits	Passif d'assurance
----------------------------------	----------------------------------	-----------------------	-------------------	---	---------	-------------------------	-------------------------	--------------------

ou neutre sur l'Investissement LT				et part d'infrastructure)		titrisés (banque initiatrice)	(parts acquises)	
IFRS 9 classification selon la nature des <i>cash flow</i> (<i>SPPI test</i>)	Neutre et Défavorable pour prêts ne respectant pas le SPPI test qui seront évalué en JV => risque de baisse des prêts « complexes »			Défavorable pour les actifs ne respectant pas le <i>Sppl test</i> (infra, PE) qui seront évalué en JV =>risque de baisse des investissements	Neutre	Neutre	Neutre	
IFRS 9 Nouvelle classification : Coût amorti (sans <i>tainting rule</i>)	Neutre ou Défavorable Si non respect du <i>SPPI test</i> car évaluation en FV =>risque de diminution de la distribution de prêts ne respectant pas le <i>SPPI test</i>	Favorable car les obligations pourront être évaluées au coût => hausse des investissements					Favorable	
IFRS 9 Nouvelle classification : FV OCI		Défavorable pour les obligations complexes qui ne respectent du SPPI test qui seront évaluées en JV => baisse de l'investissement	Défavorable car en FV P&L par défaut Option pour FV OCI mais sans recyclage (si validation en tant qu' <i>equity instruments</i> , ce qui n'est pas le cas pour tout titre remboursable) => pénalisation des investissements actions	Défavorable à l'investissement en actions dans le <i>private equity</i> => baisse de l'investissement		Neutre	Neutre	
IFRS 9 Nouvelle classification : FV P&L (catégorie par défaut)	Défavorable à l'ILT car évaluation en JV par résultat				Neutre	Neutre	Neutre	
IFRS 9 suppression du reclassement en cas de marchés devenus illiquides			Défavorable à l'ILT en actions car maintien de la JV en cas de crise => risque de baisse des investissements					

Impacts : favorable, défavorable ou neutre sur l'Investissement LT	Portefeuille de crédits (banque)	Placement obligataire	Placement actions	Placement diversification (<i>private equity</i> et part d'infrastructure)	Trading	Portefeuille de crédits titrisés (banque initiatrice)	Portefeuille de crédits (parts acquises)	Passif d'assurance
IFRS 9 suppression de la bifurcation		Défavorable pour Obligations avec dérivé incorporé qui seront intégralement en FV P&L => baisse de l'investissement						
IFRS 9 dépréciation selon l' <i>expected loss</i>	Défavorable Hausse des montants à provisionner dès l'origination => risque de raccourcissement des horizons de prêts => risque de hausse des prix facturés aux clients							
IFRS 9 simplification de la comptabilité de couverture		Favorable						
IFRS 4 phase 1								Pas d'impact car maintien des normes Fr Apparition des <i>mismatch</i> actif-passif

Recommandations sur les modifications à proposer afin que les normes comptables soient compatibles avec l'investissement de long terme

Nos recommandations s'appuient sur le principe de prudence asymétrique. Celui-ci consiste à comptabiliser uniquement les pertes latentes et non les gains latents ; elle s'oppose à la prudence préconisée par l'IASB qui repose sur le principe de neutralité conduisant la comptabilisation à la fois des gains et pertes latentes. Ce positionnement s'appuie sur les résultats, issus des entretiens et de l'analyse du livre vert, montrant que le principe de prudence asymétrique est à la base d'une comptabilité stable permettant le raisonnement sur le long terme.

Propositions communes aux secteurs banque et assurance :

Retenir le principe de prudence asymétrique induit l'utilisation de plusieurs méthodes d'évaluation des actifs financiers (de la *fair value* au coût) en fonction de la durée de détention des placements. Cette position est justifiée par les résultats issus des différentes études qualitatives qui ont permis de mettre en avant des biais court-termistes mais également par un certain nombre d'articles académiques. Le choix de recourir à une évaluation au coût pour certains types de placements détenus à long terme, se justifie par la volonté de pallier aux effets négatifs de l'évaluation en juste valeur : volatilité, pro-cyclicité et raccourcissement des horizons de placements (Perry et Nolke 2007b; Laux et Leuz 2009; Plantin, Sapra et Song Shin 2008.; Chen, Tan et Wang 2013).

L'analyse des résultats des entretiens et du livre vert sur l'investissement de long terme a montré que les normes IFRS ne posaient pas de problème pour la comptabilisation des instruments de dette à long terme. Suite à la suppression de la *tainting rule* en juillet 2014 par la norme IFRS 9, les obligations *plain vanilla* pourront (à partir de 2018 quand la norme entrera en vigueur) être évaluées au coût dès lors qu'elles respectent le *business model* « *hold and collect* ». C'est pourquoi, nous ne faisons pas de proposition pour cette classe d'actif. Il en va de même pour la titrisation : le traitement comptable de la titrisation par les normes IFRS n'affecte pas la gestion de cette activité.

Toutefois, les études ont mis en lumière un problème concernant la comptabilisation et l'évaluation des portefeuilles actions (cotées et non cotées) détenus à moyen et long terme. En effet, la norme IFRS 9 interdit le recyclage du gain ou de la perte lors de la cession du titre, ce qui conduira à ne jamais comptabiliser au compte de résultat la performance des placements. Cette situation est commune aux secteurs banque, assurance et sociétés non financières. Contrairement à IAS39, la norme IFRS 9 pénalise fortement ce type de placements, ce qui nous conduit à faire les propositions suivantes :

- ⇒ **Pour les actions (cotées) détenues à court terme (inférieur à 1 an) :** utilisation d'une évaluation à la FV P&L. L'intention de gestion de ces actions est d'avoir un taux de rotation élevé pour viser des rendements les plus élevés possibles sur une durée très court terme. Cela correspond à la vision du court terme pour l'IASB
- ⇒ **Pour les actions (cotées et non cotées) détenues à moyen terme (entre 1 et 5 ans) :** utilisation de la classe FV OCI mais en permettant le recyclage des gains et pertes réalisés lors de la cession au compte de résultat. Dans la mesure où on a affaire à un

engagement à plus long terme de la part de l'actionnaire, l'intention de gestion et la méthode d'évaluation doit se distinguer d'un actionnaire détenant des actions à court terme. On s'écarte progressivement de la vision court-termiste de l'IASB assez réductrice.

- **Pour les actions (cotées et non cotées) détenues à long terme (supérieur à 5 ans) :** utilisation d'une évaluation au coût, par le biais de la **création d'une catégorie comptable** spécifique aux placements actions détenus à long terme.

L'investissement de long terme n'est pas propre aux secteurs banque et assurance, cette catégorie comptable est donc nécessaire pour l'ensemble des acteurs pratiquant de la détention longue. Cette dernière devrait être assortie d'un certain nombre de conditions liées au comportement effectif de l'investisseur (détention effective de l'actif qui vise à financer un investissement productif conformément aux dimensions 1 et 2 de l'investissement à long terme).

Cette catégorie comptable de long terme pourrait répondre aux critères suivants :

1. **Mesuré au coût assorti** d'un modèle de provisionnement permettant de constater les pertes latentes en cas de baisse de la valeur
2. **Utilisation du *rebalancing*** qui autorise des réallocations du portefeuille et donc une gestion active mais dans le but de coller au mieux à l'allocation stratégique définie sur le long terme, impliquant ainsi un taux de rotation maîtrisé. Le benchmark reste l'allocation de long terme visant des rendements de long terme. Le *rebalancing* permet de s'assurer que l'allocation courante est bien conforme à celle de long terme issue de l'allocation stratégique de long terme. Il se différencie de l'allocation tactique qui vise à profiter des évolutions favorables de marché sans benchmark de long terme.
3. **Détermination d'une durée de détention minimum** qui pourrait être 5 ans selon le consensus des répondants sur la notion d'investissement à long terme (voir chapitre 2). Cette durée de 5 ans est également celle retenue par la CE pour son fonds européen de long terme qui entre en vigueur par règlement le 15 décembre 2015.
4. **Diffusion obligatoire en annexe des informations suivantes :** composition du portefeuille, évolutions du portefeuille avec justification du *rebalancing* et juste valeur des actifs.

Pour les actions détenues à moyen et long terme (évaluées soit par FV OCI, soit au coût), il sera nécessaire de mettre en place un système de provisionnement en cas de pertes latentes. Cette provision viserait à impacter le compte de résultat au fur et à mesure des pertes estimées.

Concernant **les actifs de diversification (*private equity* et part d'infrastructures)** qui peuvent être représentés soit par titres obligataires ou des actions, nous recommandons que ceux représentant des investissements de long terme (supérieur à 5 ans) comme le *private equity* (le capital investissement apportant un capital à une entreprise innovante devrait être prioritaire) et les parts d'infrastructures puissent être évaluées au coût amorti conformément à la classe comptable à long terme définie ci-dessus. Par ailleurs, nous estimons que si ces actifs sont évalués en juste valeur il est important de permettre le changement de catégorie comptable en cas de crise de liquidité (reclassement au coût conformément à l'amendement introduit dans IAS 39 suite à la crise financière).

Le choix que nous faisons de proposer une évaluation au coût pour les portefeuilles actions cotées et non cotées, ainsi que l'infrastructure, s'appuie au niveau académique sur les différents travaux démontrant que la comptabilité en juste valeur entraîne une gestion court-termiste des portefeuilles (La Martinière (de) et Trainar 2003b; Perry et Nolke 2007b; Laux et Leuz 2009; Zhang et Andrew 2014).

Proposition spécifique aux banques :

A présent, nous abordons **une problématique spécifique aux banques, à savoir le provisionnement du portefeuille de prêts**. Si notre étude montre que le changement de principe de provisionnement était nécessaire au regard des écueils du mode provisionnement en pertes avérées (sous provisionnement, provisionnent trop tardif et pro-cyclique), elle met aussi l'accent sur l'importance de calibrer correctement le montant des provisions sur les pertes attendues sur crédits sains et le seuil de passage à des crédits détériorés afin de ne pas pénaliser les prêts longs qui sont, par essence, plus risqués. C'est pourquoi nous estimons qu'il serait pertinent de revoir certaines modalités techniques de *l'expected loss* proposé par l'IASB en particulier **de prendre en compte la succession des cash flows ; ainsi dans le bucket 1 qui estime la perte à 12 mois sur crédits sains**, il faudrait tenir compte des *cash flows* futurs pour la détermination du montant à provisionner. Il serait pertinent d'intégrer dans le modèle de calcul les intérêts qui seront perçus sur la période de provisionnement ; ces derniers étant la traduction du risque estimé par les praticiens lors de l'attribution du crédit. Cette position a été soutenue par le *board* de l'EFRAG lors de sa réunion du 9 avril 2015.

Proposition spécifique au secteur assurance :

L'analyse du livre vert et des entretiens français du secteur assurance ont mis en évidence l'inadéquation de la réglementation comptable actuelle avec le *business model* du secteur assurance. La question qui se pose est savoir comment adapter les normes IFRS pour permettre une meilleure représentation de l'investissement à long terme.

La réglementation comptable concernant **le secteur assurance** est en pleine évolution, ce qui nous amène à identifier 3 étapes entre le moment où l'étude a été menée et la fin de la recherche.

1^{ère} étape : avant 2014 (publication de la norme IFRS 9) à partir des entretiens réalisés en 2013 avec les acteurs du secteur assurance, nous proposons :

- Suppression de la *tainting rule* pour les portefeuilles obligataires si et seulement si l'horizon de détention des placements est à long terme (engagement sur une durée avec possibilité de *rebalancing*)
- Possibilité pour les actions détenues à long terme d'être évaluées au coût si et seulement si l'horizon de détention des placements est à long terme (engagement sur une durée avec possibilité de *rebalancing*)

2^{ème} étape : après 2014, la norme IFRS 9 a supprimé la *tainting rule* pour la comptabilisation au coût pour le portefeuille obligataire si le *business model* est « *Hold and collect* » mais n'impose pas de durée de détention et a durci les règles de comptabilisation en FV OCI pour les placements actions (qui sont toujours inéligibles au coût). En tenant compte des évolutions proposées par IFRS 9, par le projet d'IFRS 4 phase 2 et par nos études (entretiens et livre vert), nous proposons :

- soit une évaluation au coût amorti des actifs et des passifs d'assurance : La norme IFRS 9 supprime la *tainting rule* et permet d'évaluer au coût amorti les instruments (obligataires) dont le *business model* est à long terme (collecte de flux), il faudrait alors que la future norme assurance permette d'évaluer les passifs correspondants aux actifs de long terme en valeur historique
- soit en juste valeur (actifs) ou en valeur courante (passifs d'assurance) avec variations de valeurs liées aux variations de marché par OCI ; ce que devrait permettre la future norme IFRS 4 phase 2 pour les passifs et que permet IFRS 9 pour les actifs de taux *plain vanilla* détenus « *for collect or sale* » mais pas pour les actions et les instruments de taux structurés.

Au vu des évolutions, c'est cette dernière approche qui est jugée par les assureurs français la plus réaliste

3^{ème} étape : depuis septembre 2015, l'IASB a acté le report d'IFRS 9 tant que la norme IFRS 4 phase 2 ne sera pas applicable. Compte tenu de l'imbrication entre l'évaluation de l'actif et du passif d'assurance, il nous est impossible de faire des recommandations précises tant que le projet de norme ne sera pas plus avancé (en particulier concernant les contrats avec participations aux bénéfices discrétionnaires qui représentent les passifs de long terme).

Au regard de nos travaux et de nos dernières réunions de travail avec les professionnels du secteur assurance, la seule recommandation que nous pouvons faire est que les normes IFRS 9 et IFRS 4 phase 2 concernant les contrats d'assurance à long terme prennent en compte la gestion actif-passif et puissent permettre une évaluation symétrique entre passifs et actifs d'assurance.

Chapitre 5 : Les règles prudentielles bancaires en Europe, fondements théoriques et impacts sur l'investissement à long terme

Ce chapitre présente les principales contraintes prudentielles bancaires et leur évolution depuis quarante ans (section 1). Il se focalise en particulier sur les normes post crise 2007 afin d'étudier leurs impacts potentiels sur les activités bancaires, à partir d'une analyse qualitative à l'échelle européenne et française (section 2) et confronte les arguments des parties prenantes pour dégager des recommandations au regard de l'investissement à long terme tel que défini dans le chapitre 2 (section 3), nous terminerons par aborder la question des filtres prudentiels (section 4).

Section 1 : Présentation des exigences prudentielles bancaires

Si la banque et le crédit sont des domaines traditionnels de l'intervention de l'Etat, celle-ci peut avoir pris des formes très différentes dans l'espace et le temps en fonction des objectifs fixés par les autorités, et des modes d'actions qu'elles ont jugé légitimes d'employer (A). Ce n'est en fait qu'avec l'adoption des premiers Accords de Bâle sur la Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres en Juillet 1988, que débute l'harmonisation globale des réglementations bancaires, et avec elle, la généralisation de l'utilisation effective de ratios de fonds propres dans le contrôle prudentiel (B).

A. Rappel historique et processus de normalisation

La publicisation du système de financement (1936-1958)

En France, suite à la crise des années 1930 et à la seconde guerre mondiale, l'Etat intervient directement et massivement dans l'organisation du système bancaire et financier. La Banque de France est nationalisée en 1936, puis, au sortir de la guerre, toutes les principales banques sont nationalisées. L'Etat crée un circuit financier alternatif à celui de la Bourse en obligeant les banques à financer le Trésor, et il instaure un principe de séparation entre les banques dites de dépôt, les banques d'affaires et les banques de crédit moyen long terme, dont les opérations sont strictement délimitées. Le développement du crédit se fait alors sous la tutelle rapprochée de l'Etat puisque, dans de nombreux cas, les banques doivent se conformer à une politique de distribution de crédit très directive. En effet, l'Etat oriente et limite le volume du crédit, le choix des bénéficiaires et il peut même fixer impérativement les taux et les commissions par l'intermédiaire du Conseil National du Crédit et du Ministère des Finances.

Le choix européen et la construction d'une économie d'endettement par l'Etat (1958-1973)

Le changement de régime politique et institutionnel en 1958 marque le développement d'une nouvelle politique économique et financière, plus libérale et orthodoxe, et intimement liée aux choix d'intégration européenne et internationale de la France. Tout d'abord, à partir de 1964, le Trésor accélère son retrait du système de financement, notamment au profit de la Caisse des Dépôts et Consignations. Les banques sont autorisées à distribuer librement et à leurs propres risques des crédits à moyen terme, auparavant soumis à autorisation préalable. Parallèlement, le réescompte des crédits moyen-long terme auprès de la Banque de France est limité. Par ailleurs, les décrets Debré-Haberer de 1966-67 autorisent aussi une certaine déspecialisation

des banques. Les banques de dépôts furent désormais autorisées à recevoir des dépôts à plus de deux ans (Décret du 25 janvier 1966).

Entre volonté de relance et lutte contre l'inflation : l'encadrement du crédit (1973-1984)

Cependant, la politique menée par l'Etat n'est pas sans ambiguïté. Il agit encore fortement pour favoriser le développement des banques coopératives et, plus généralement, la croissance de l'économie. Or, cela l'amène parfois à relâcher ses efforts de maîtrise de l'inflation. Les suites de la crise de 1973 vont donc exacerber les contradictions existantes entre la volonté d'intégration internationale, qui suppose un taux de change stable et une maîtrise de l'inflation, et la volonté de soutenir l'économie et les banques en crise. Ce partage est assuré par l'Etat qui impose des limites quantitatives à la croissance du crédit, déclinées par banque et par activité. Cet encadrement quantitatif du crédit devient permanent à partir de 1973 et ne se relâche véritablement qu'avec la loi bancaire de 1984 qui instaure la banque dite universelle et qui marque la fin de la volonté de l'Etat d'administrer directement les banques.

L'Union Européenne et la naissance des politiques prudentielles en France (1984-1988)

A partir de 1984, l'intervention directe de l'Etat fait donc place à un nouveau mode de réglementation. Les autorités instaurent des règles prudentielles globales et elles en vérifient le respect. Le présupposé était qu'en rendant plus robuste chaque banque individuellement, on renforçait la robustesse du système financier dans son ensemble. Outre ce contrôle de conformité aux règles, les banques disposent d'une véritable liberté stratégique (liberté d'implantation à l'échelle européenne, liberté des prix, etc.). Les outils d'encadrement du crédit font alors place à des ratios de portée générale, également applicables à toutes les banques, et qui sont établis conformément aux directives européennes.

Les Accords de Bâle et la convergence globale des cadres et des outils de la réglementation du crédit

Ce n'est qu'à partir de 1974 que la question de la coordination de la supervision au niveau international est institutionnellement posée, suite à la faillite de la *Bankhaus Herstat*, qui déstabilise durablement le marché international du crédit. Les gouverneurs des banques centrales des pays du G10 (Allemagne, Belgique, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni et Suède), rejoints par ceux de la Suisse et du Luxembourg, créent alors un Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, rebaptisé en 1992 Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire (CBCB). Le Comité de Bâle tire son nom du fait qu'il est hébergé par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), située à Bâle, en Suisse. Il réunit quatre fois par an les gouverneurs des banques centrales de ses pays membres¹¹¹.

Dès l'année suivante, le Comité parvient à un accord, baptisé le concordat, qui précise les responsabilités respectives des autorités des pays d'accueil et des pays d'origine dans le contrôle des établissements bancaires à l'étranger. L'objectif est d'assurer que tous les établissements bancaires à l'étranger soient soumis à une supervision et que cette supervision

¹¹¹ Outre l'adjonction de l'Espagne en 2001, la liste des pays membres est restée inchangée depuis la fondation du Comité et jusqu'en 2009. 14 nouveaux pays ont alors été associés au travail du Comité : l'Australie, le Brésil, la Chine, le Corée, l'Inde, le Mexique, la Russie, l'Afrique du Sud, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Indonésie, la Turquie, Hong Kong et Singapour. La composition du Comité de Bâle est donc désormais proche de celle du « G-20 ».

soit adéquate. La mise en œuvre du concordat devait permettre d'assurer que les établissements nationaux et étrangers présents sur un même territoire national opèrent sous les mêmes contraintes réglementaires, et donc dans les mêmes conditions de concurrence. En pratique, certains pays ont refusé de mettre en place ces règles de coopération or une partie du contrôle revient, dans le concordat, aux autorités de supervision du pays d'origine. Il devient donc inefficace si ces dernières refusent de coopérer. De plus, le concordat ne permettait pas d'harmoniser les conditions d'opération des banques sur le plan international. Les banques issues de pays où la réglementation est moins exigeante ont donc continué de profiter d'un relatif avantage concurrentiel.

B. Les Trois accords de Bâle

1. Les accords de Bâle I

C'est à la fois pour mettre fin à l'avantage concurrentiel dont étaient censées bénéficier les banques issues de certains pays¹¹² et pour éviter que ne se développent des stratégies de «moins-disance » réglementaire qui auraient pu mettre en péril la stabilité du système financier international, que le Comité conclut, en juillet 1988, l'Accord sur la « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres».

L'Accord de Bâle I est le produit d'une initiative du Royaume-Uni et des Etats-Unis qui ont, dès 1987, conclut un accord bilatéral (*Bank of England*, 1987) permettant de faire converger leurs réglementations prudentielles respectives vers le même ratio de fonds propres rapporté aux risques. Pour ce faire, l'accord anglo-américain fournit une définition commune des éléments considérés comme des « fonds propres », et une méthode pour fixer le montant de fonds propres requis pour faire face aux risques, tirée d'une approche développée par les Britanniques et que les agences américaines de supervision bancaire avaient adoptée dès janvier 1986 (Lacoue-Labarthe, 2004). Comme le rapporte Tarullo (2008), une fois l'accord anglo-américain signé, les deux pays ont menacé le Japon de soumettre les activités de ses banques sur leur territoire au respect de ces nouvelles exigences, ce qui a poussé le Japon, puis les autres pays du G10 - soucieux de défendre eux aussi les intérêts de leurs banques - à entrer dans le processus de négociations.

Le point principal d'achoppement des négociations a été la définition des éléments comptabilisés comme des fonds propres, chaque pays tentant d'y intégrer les instruments utilisés par ses banques afin de les avantager face à leurs concurrents internationaux, ou du moins de ne pas les désavantager en leur demandant des efforts de capitalisation supplémentaires. Une fois l'Accord signé, en juillet 1988, les pays membres du Comité de Bâle se sont efforcés, avec succès, d'assurer la diffusion de leur norme au niveau global. En effet, le ratio de fonds propres décrit par l'Accord est ensuite progressivement adopté par plus de 100 pays (CBCB, 2001, Art. 45) et, alors que son application n'est recommandée à l'origine que pour les banques ayant une activité internationale significative, nombre de pays l'appliquent à la totalité de leur système bancaire.

C'est notamment le cas des pays de l'Union Européenne, qui, dans le cadre de la construction du marché commun, a transposé les exigences de Bâle I à l'ensemble de ses banques. L'ampleur de la diffusion des normes de l'Accord fait dès lors du ratio de fonds propres, un

¹¹² Pays dont la réglementation était considérée comme moins exigeante et dont les banques se développaient agressivement sur le plan international

instrument réglementaire majeur à l'échelle du système financier international. Mais ce n'est pas le cas aux Etats-Unis, qui ont seulement appliqué l'Accord de Bâle I aux plus grosses banques américaines. À travers les Directives 89/299/CEE du 17 avril 1989 et 89/647/CEE du 18 décembre 1989, ces dispositions sont applicables dans l'ensemble de la Communauté à partir du 1^{er} janvier 1993.

C'est donc suite aux Accords de Bâle I que le principe d'une norme de fonds propres pour faire face aux risques s'impose globalement comme l'un des outils centraux de la réglementation bancaire. Par ailleurs, étant donné sa diffusion, la forme spécifique donnée par l'Accord de 1988 au ratio de fonds propres joue un rôle potentiellement déterminant, tant dans le maintien relatif de la stabilité financière que dans le volume et les modalités d'accès au crédit offertes aux acteurs économiques.

Le ratio de 1988 impose aux banques de respecter des seuils minimaux de fonds propres établis en fonction du montant et de l'identité des emprunteurs à qui elles ont octroyé des crédits (voir figure ci-dessous). Plus précisément, il établit un système permettant de pondérer la valeur des actifs détenus par la banque en fonction de l'identité de l'emprunteur, puis impose aux banques de détenir des fonds propres représentant au minimum 8 % de la valeur pondérée de ces actifs. Les fonds propres ainsi exigés doivent permettre aux banques de disposer d'une réserve pour faire face au risque de défaut de la contrepartie au crédit, c'est-à-dire au risque que celui qui s'est engagé à assurer le remboursement du crédit ne soit pas suffisamment solvable pour le faire dans les délais et conditions prévus et entre ainsi en « défaut ».

Figure 12: La quantification des risques de crédits sous Bâle I

La quantification des risques de crédit

1 – Exigences relatives au risque de crédit sous Bâle I (1988)

Risk Weighted Assets (RWA) = $\sum r_i C_i$, où r_i – la pondération – est fixée selon :

Contrepartie & Type de créances		Critère institutionnel	Pays membre de l'OCDE	Pays non-membre de l'OCDE
Souverain Etats ou banques centrales	Cas général		0%	100%
	Emprunts libellés et financés en devise nationale			0%
Banque	Cas général		20%	100%
	Emprunts garantis par une banque d'un pays membre de l'OCDE*			20%
Secteur Privé Entreprise, particulier	Cas général		100%	
	Crédits hypothécaires intégralement couverts par un bien immobilier		50%	

* et banques multilatérales de développement

- Des normes ouvertement conventionnelles
- Qui reflètent les relations de pouvoir entre Etats

Une régulation par et pour les Etats du Comité de Bâle

Des objectifs et des conventions ouvertement politiques

Source : Baud C.

Si ce n'est pas le seul moyen envisageable, exiger des banques un niveau minimum de fonds propres pour faire face à ce risque, permet d'améliorer la stabilité du système financier puisque cela contribue à limiter les risques de faillites des banques. En effet, en cas de besoin,

les fonds propres requis par la réglementation peuvent être mobilisés pour absorber les pertes liées au non remboursement des crédits en défaut. Or, le risque de défaut de la contrepartie au crédit, que l'on désigne aussi plus simplement comme le risque de crédit, est à la fois le plus traditionnel et toujours l'un des principaux risques encourus par les banques.

Néanmoins, il n'est pas le seul risque susceptible de déstabiliser ou de provoquer la faillite d'une banque. Le développement des activités des banques sur les marchés financiers, notamment, les expose aussi à un risque de marché qui correspond au risque de subir des pertes sur le portefeuille de négociation (*trading book*), alors que le risque de crédit correspond au risque de subir des pertes sur le portefeuille bancaire (*banking book*). En 1996, le Comité de Bâle a donc décidé d'amender l'Accord de Bâle (CBCB, 1996) afin d'adjoindre aux exigences initiales une seconde composante, destinée à renforcer la capacité des banques à faire face au risque de marché. En 1998, il se lance dans une réforme « en profondeur » de l'ensemble de l'Accord, qui débouchera sur la signature, en juin 2004, des Accords dits de Bâle II.

2. Les accords de Bâle II

Cette réforme des Accords de Bâle I, qui donnera naissance aux Accords de Bâle II (2004), vise à améliorer la prise en compte des risques dans le dispositif réglementaire et, à perfectionner les dispositifs de surveillance et de supervision des banques. Les accords de Bâle II comprennent trois piliers relatifs aux ratios de solvabilité, à la supervision et à la discipline de marché.

Pilier 1 : Exigences en capital

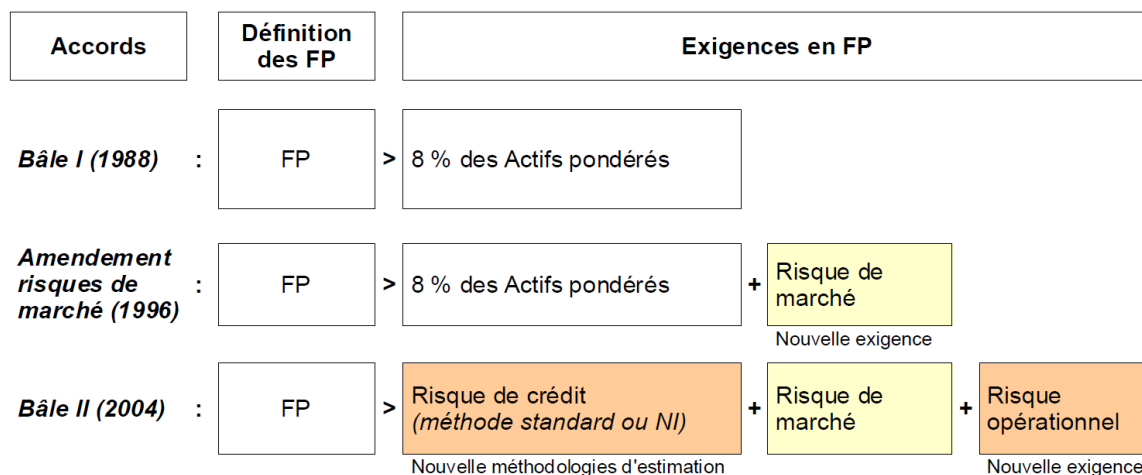
L'objectif de ce pilier est d'aboutir à une prise en compte plus fine, plus rigoureuse et plus exhaustive des risques encourus par les banques. L'Accord introduit pour cela des exigences en fonds propres au titre d'une troisième catégorie de risques, les risques dits opérationnels, définis par le Comité (CBCB, 2006, §644, p.157) comme « le risque de pertes résultant de carences ou de défauts attribuables à des procédures, personnels et systèmes internes ou à des événements extérieurs ». La définition précise que le risque opérationnel inclut le risque juridique (amendes, pénalités et dommages pour faute résultant de l'exercice de surveillance prudentielle ainsi que de transactions privées, notamment), mais exclut les risques stratégiques et de réputation.

Les Accords de Bâle II réforment aussi le dispositif utilisé pour quantifier le risque de crédit en définissant deux possibilités : la première consiste à utiliser la méthode « standard ». La seconde est d'opter pour une méthode qualifiée de « plus avancée », dite la méthode « des Notation Internes » (ou Méthode NI). Le Comité explique que l'emploi de ces nouvelles méthodes permet de définir des normes réglementaires :

- « beaucoup plus sensibles au risque », (CBCB, 2006, §5, p.2) c'est à dire qui permettent d'analyser « plus finement le niveau effectif de risque » (CBCB, 2006, §10, p.3).
- qui sont « fondées sur des concepts éprouvés » (CBCB, 2006, §5, p.2)
- et qui ont permis d'effectuer « une mise à jour de la réglementation relative aux fonds propres qui prenne en considération l'évolution des pratiques bancaires, notamment dans le domaine de la gestion des risques » (CBCB, 2006, § 4, p.2). Néanmoins, précise-t-il, l'approche standard, est « plus approximative » (CBCB, 2006, §10, p.3) que la méthode NI.

Enfin, dans le cadre des Accords de Bâle II, le Comité a aussi conservé deux des éléments fondamentaux du dispositif de 1988 : l'amendement de 1996 visant à étendre l'accord sur les fonds propres aux risques de marché et la définition des instruments admis à figurer dans les fonds propres. L'évolution des différents éléments définissant le ratio réglementaire de Bâle I à Bâle II est synthétisé dans le schéma ci-dessous :

Figure 13 : Evolution des éléments du ratio réglementaire de Bâle I à Bâle II (pilier 1)



Source : Baud C.

Pilier 2 : supervision

La réforme des Accords de Bâle visait aussi à améliorer les dispositifs de supervision (par les Autorités concernées) et de surveillance (par les acteurs des marchés) de la capitalisation et de la politique de gestion des risques des banques. Jusqu'alors, en effet, les Accords de Bâle se limitaient à prescrire le respect des exigences minimales en fonds propres. L'Accord ne précisait pas quelles devaient être les modalités de contrôle du respect de ces règles par les autorités nationales de supervision, ni quelles informations devaient être communiquées aux marchés afin de leur permettre d'évaluer le niveau de capitalisation des banques. Cependant, à partir de la fin des années 1990, le Comité a commencé à publier des recommandations à ce sujet (CBCB, 1997 et 1998). La réforme de l'Accord de Bâle est donc aussi l'occasion d'intégrer les principes de bonne supervision et de bonne surveillance. Dans la mesure où les banques doivent mettre en place des méthodes formalisées d'estimation et de contrôle du risque mais aussi pour leur besoin en capital, les superviseurs doivent être en mesure d'apprécier l'adéquation des méthodes et des stratégies des banques avec leur profil de risque. Si les méthodes et stratégies sont jugées inadéquates, les superviseurs peuvent relever le niveau des exigences minimum. Le deuxième pilier est donc censé couvrir les dispositions prises, d'une part, par les banques pour évaluer l'adéquation de leurs fonds propres et d'autre part, par les superviseurs pour vérifier ces évaluations.

Ainsi, avec ce nouvel accord, la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres n'est plus assurée par la seule convergence des normes et des dispositifs de mesure des fonds propres, qui n'en constitue plus que le premier pilier. Elle repose désormais sur le deuxième pilier qui indique respectivement les objectifs des autorités et les moyens qu'elles doivent employer dans le contrôle du respect des exigences minimales ; mais aussi sur

un troisième pilier relatif à la discipline de marché. Ces deux derniers piliers étant complémentaires.

Pilier 3 : discipline de marché

Le dernier pilier, « discipline de marché », impose une plus grande transparence sur l'actif, les risques et la gestion des banques ainsi qu'une meilleure communication d'informations. Les informations communiquées aux marchés financiers doivent permettre de surveiller et de sanctionner les pratiques des banques en matière de gestion des risques. Les exigences de publication d'informations qualitatives et quantitatives portent sur 3 éléments essentiellement : le périmètre et les modalités d'application de l'Accord (méthodes utilisées); les fonds propres (niveaux, structure); les risques (exigences pour chaque catégorie de risques, montant et répartition des expositions au sein de chaque catégorie, paramètres d'estimation utilisées). La communication d'informations est censée être facilitée par l'adoption en 2005 de normes comptables internationales IFRS.

Les principes et obligations résultant de l'application de ces deux nouveaux piliers sont synthétisés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 21 : Composition des exigences de l'Accord de Bâle II – les « piliers »

Accords de Bâle II				
Pilier 1 : exigences en capital	FP (1988)	>	Risque de crédit (méthode standard ou NI)	+ Risque de marché (1996) + Risque opérationnel
Pilier 2 : supervision	<p>Les banques doivent mettre en place des méthodes formalisées d'estimation et de contrôle des risque, des méthodes formalisées d'estimation de leur besoin en capital.</p> <p>Les superviseurs doivent apprécier l'adéquation des méthodes et des stratégies des banques avec leur profil de risque. Si les méthodes et stratégies sont jugées inadéquates, le niveau des exigences minimum peut être relevé.</p> <p>Les banques sont supposés détenir un niveau de capital supérieur aux exigences réglementaires</p>			
Pilier 3 : discipline de marché	<p>Exigences de publication d'informations qualitatives et quantitatives portant sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> - le périmètre et les modalités d'application de l'Accord (méthodes utilisées) - les Fonds Propres (niveaux, structure) - les risques (exigences pour chaque catégorie de risques, montant et répartition des expositions au sein de chaque catégorie, paramètres d'estimation utilisées). 			

Source : Baud C.

Si les Accords de Bâle II ne reconduisent au final que les dispositions adoptées en 1996 sur le risque de marché et la définition adoptée en 1988 des éléments pouvant être comptabilisés comme des fonds propres, lors de la publication des Accords de Bâle II, le Comité insiste sur la continuité entre les deux versions de l'Accord. Il souligne en particulier qu'il désire conserver, avec le nouvel Accord, le niveau général des exigences, même si leur répartition entre les banques sera affectée par la réforme. Il précise ainsi qu'il a conservé l'obligation générale faite aux banques de détenir des fonds propres d'un niveau équivalent à 8 % au moins du total de leurs actifs pondérés en fonction des risques (CBCB, 2006, §5, p. 2) mais qu'il a voulu un nouveau dispositif évolutif, capable de s'adapter aux nouvelles tendances du

marché et aux innovations en matière de gestion des risques (CBCB, 2006, § 15. p4). Le Comité envisage de mener d'autres travaux, de plus long terme sur la définition des fonds propres éligibles (CBCB, 2006, §17, p.4). La définition des fonds propres telle qu'actuellement posée (CBCB, 2006, §17, p.4) sera faite dans le cadre des Accords de Bâle III, où la redéfinition de la composition et des éléments autorisés à figurer dans les fonds propres constitue le premier axe de la réforme.

Le passage de Bâle I à Bâle II, avec l'introduction dans le pilier 2 du contrôle interne, marque une évolution progressive dans la réglementation bancaire. En effet, pour la première fois, les banques sont autorisées à utiliser leurs propres modèles¹¹³ pour pondérer les risques et déterminer les exigences de fonds propres. En leur permettant d'utiliser les modèles internes, les banques sont autorisées à utiliser leurs notations internes (*internal rating-based approaches* - IRB). Les banques doivent également se doter d'une unité indépendante de contrôle des risques et des programmes de tests rétroactifs et de *stress-tests*. Les modèles de risques des banques font néanmoins l'objet de contrôle par le régulateur selon les termes du second pilier de l'accord de Bâle II.

Cette évolution vers un modèle d'autorégulation est justifiée par plusieurs travaux en théorie de l'agence¹¹⁴. Si le rôle du régulateur consiste à mettre en place les incitations adéquates afin que les agents se comportent de manière socialement efficace (Baron, Myerson 1982), l'asymétrie d'information est importante entre les banques et leurs régulateurs, et ces derniers ne disposent pas des informations nécessaires pour contrôler efficacement les banques – ou alors à un coût trop élevé. Il serait donc plus efficace de permettre aux acteurs d'adopter eux-mêmes, en interne, des normes de gestion du risque adéquates (Ogus, 1995). Les modèles de risques internes doivent contribuer à adapter les ratios de fonds propres au profil de risque de chaque banque et ainsi aligner la définition du capital réglementaire avec celle du « capital économique » de référence pour les actionnaires (Gordy and Howells, 2004). Ce dernier étant le niveau de capital qui permet de maximiser la valeur de la banque tout en restant solvable sur une période donnée selon une certaine probabilité. Pour les régulateurs, il s'agit d'accroître la sensibilité (perception des risques) des banques par rapport aux risques qu'elles assumaient et d'améliorer l'efficacité des marchés grâce à une meilleure allocation des capitaux. C'est pourquoi l'utilisation des modèles de risques internes doit s'accompagner, avec Bâle II, de mesures pour accroître la discipline et le contrôle par le marché en réduisant les asymétries d'information entre les banques d'une part et leurs actionnaires, déposants ou investisseurs potentiels d'autre part. Bâle II impose ainsi aux banques, dans le cadre du troisième pilier, des règles de transparence sur l'actif, les risques et leur gestion, une harmonisation de l'information et de sa mise à disposition aux acteurs du marché.

L'autre fondement de l'autorégulation repose sur le présupposé selon lequel l'efficacité microéconomique des marchés entraîne la stabilité macroéconomique du système financier : les marchés seraient ainsi intrinsèquement stables en assurant une liquidité parfaite en permanence, condition indispensable à l'efficacité. En conséquence, les marchés seraient les meilleurs régulateurs de la finance. Selon cette théorie des marchés efficaces, la bonne gouvernance est une vertu de la discipline de marché qui établit la transparence, condition

¹¹³ Dans les années 1990, les modèles de risque internes ont été popularisés par JP Morgan comme mesure du risque de portefeuille (J.P.Morgan/Reuters, 1996), sur la base de la Valeur à Risque (VaR), initialement développée par Harry Markowitz en 1952.

¹¹⁴ La théorie de l'agence étudie les interactions stratégiques entre une entité régulatrice (le principal) et une entité régulée (l'agent), généralement dans un cadre d'asymétrie d'information.

d'une symétrie des informations, et les incitations conformes à la conciliation des intérêts entre les intermédiaires de la finance et les agents non financiers.

La crise financière qui a éclaté en 2007 a révélé les lacunes de la régulation financière en général, la faiblesse du contrôle de certains acteurs et marchés ainsi qu'un *design* institutionnel de supervision inadapté. Elle a également mis à jour les multiples dysfonctionnements de la gouvernance : les rémunérations démesurées et déconnectées du risque dans la finance de marché, l'absence de contre-pouvoirs des structures internes de contrôle des risques, les conflits d'intérêts dans le double jeu de conseil et d'évaluation des agences de notation...

Sur le plan bancaire, c'est la logique micro-prudentielle qui est remise en cause. Ce modèle de régulation s'est montré incapable de prévenir le risque systémique, considéré jusqu'alors comme la simple agrégation des expositions individuelles aux risques. Or, le risque systémique est un risque endogène. Si l'objectif est la stabilité financière globale, c'est donc une erreur de fonder la régulation bancaire sur les meilleures pratiques de gestion du risque au niveau individuel comme le fait la réglementation du capital bancaire sous Bâle II. Cette faille de conception est amplifiée par les modèles de contrôle interne des risques que l'on a mis au cœur de la réglementation bancaire depuis 1996 et par un modèle d'ingénieur dans lequel le risque est conçu comme exogène. La prise en charge de la stabilité financière implique une approche globale des risques qui intègre les volets micro et macro-prudentiels, afin de contrebalancer le caractère pro-cyclique de l'activité bancaire et financière, source fondamentale d'instabilité. Outre l'absence de la dimension macro-prudentielle, Bâle II connaît une autre limite fondamentale : la non-prise en compte du risque de liquidité qui peut en effet accélérer la contagion au sein du système bancaire et sur l'ensemble des marchés financiers (Borio, 2009).

Prenant acte de ces lacunes, le G20 a jeté les bases, dès 2008, d'un agenda ambitieux pour réformer la régulation financière, avec des engagements qui devaient être à la hauteur de la gravité de la situation. Le G20 a énoncé des principes ambitieux¹¹⁵ de régulation financière *post* crise qui se sont traduits par une série de réformes relatives aux marchés de capitaux, aux produits, au cadre institutionnel ou encore aux intermédiaires financiers parmi lesquels les nouveaux accords de Bâle III.

3. Les Accords de Bâle III

Les Accords de Bâle III ont été précédés en Juillet 2009 d'une réforme des exigences et des modalités de calcul du risque de marché, appelée Accord Bâle 2.5 et entrée en vigueur dès 2012. Ces dispositions ont été reprises et complétées dans l'Accord de Décembre 2012, dit Accords de Bâle III, dont les dispositions devaient entrer progressivement en vigueur de 2013 à 2018. Les accords de Bâle III durcissent incontestablement la régulation bancaire. Ils comportent trois axes principaux de réformes : la modification de la définition et de la composition des fonds propres exigés ; l'ajout de nouveaux critères et de nouveaux paramètres dans l'évaluation du risque ; l'annonce de la mise en place de nouvelles normes de contrôle prudentiel, en sus du ratio de solvabilité.

¹¹⁵ Comme la promotion d'une réglementation saine, l'intégrité des marchés, le renforcement de la coopération internationale, ou encore la réforme des institutions financières mondiales

a) La modification de la définition et de la composition des fonds propres exigés

Le renforcement des conditions d'éligibilité¹¹⁶ des fonds propres constitue le premier axe de la réforme. Ces accords impliquent en effet des exigences accrues en capital et de meilleure qualité. Le renforcement des fonds propres s'est avéré nécessaire car la crise de 2008 a montré que la définition du capital avait été largement galvaudée par l'intégration de titres hybrides et diverses possibilités dites d'ajustements réglementaires. La majorité des banques avaient un ratio de « capital dur » sur actif pondéré de l'ordre de 2% ; cela pouvait même être inférieur en mobilisant les ajustements réglementaires. Le Comité de Bâle a donc décidé de renforcer les exigences de capitalisation sur toutes les expositions liées aux activités de négoce/de marché (qui ont généré des pertes importantes pendant la crise), aux opérations de titrisations complexes et aux expositions sur les véhicules hors bilan. Il en va de même des risques de contreparties liés notamment aux activités sur dérivés. L'objectif est de mieux couvrir en capital ces expositions et d'accroître les incitations à passer des contrats dérivés de gré à gré à des marchés régulés avec des contreparties centrales.

A partir de 2013, la nouvelle définition des éléments de fonds propres accroît graduellement la part des actions et des instruments de capital classiques sur les marchés et exclut ou minimise la part des autres instruments dans les fonds propres réglementaires. A compter de l'année 2016, le niveau global d'exigences pourra être graduellement augmenté (*capital conservation buffer*), mais cette mesure reste à la discrétion des régulateurs nationaux. Plus précisément, le niveau minimal des capitaux constitués d'actions ordinaires (*Common Equity Tier 1 – CET1*) est porté à 4,5%, en dessous duquel les banques peuvent passer sous le contrôle des régulateurs. S'y ajoute un coussin de sécurité, dit « de conservation » (« capital conservation buffer ») de 2,5%. Une banque en dessous des 7% constitués de la somme du capital CET1 et du *buffer* est soumise à d'importantes limitations, notamment en termes de distribution de dividendes. Ce coussin est destiné à absorber les pertes dans une situation d'intense stress économique.

Un second coussin de fonds propres, dit « contra-cyclique », (*countercyclical buffer*) peut aussi être ajouté et être fixé dans une fourchette allant de 0 à 2,5% (voir détails plus loin). Déterminé au niveau national, il vise à lutter contre une croissance excessive du crédit. Des coussins complémentaires peuvent s'ajouter pour couvrir le risque systémique (jusqu'à 5% supplémentaire voire au-delà) aux institutions dites d'importance systémique (de 1 à 2,5% supplémentaire, voire 3,5%).

Cette augmentation du ratio est due à une baisse du numérateur et une hausse du dénominateur. En effet, au numérateur, les fonds propres¹¹⁷ sont sensiblement réduits par une plus grande sélectivité des instruments éligibles au statut de fonds propres réglementaires ainsi que par des déductions. Quant au dénominateur, les « *Risk Weighted Assets* » (RWA ou

¹¹⁶ Les critères d'éligibilité aux fonds propres sont durcis, et le concept de fonds propres « durs » (CET 1) est défini, excluant les titres hybrides progressivement mais laissant néanmoins la possibilité de reconnaître les parts sociales des groupes mutualistes. Les critères d'admissibilité des émissions hybrides en « *Additional Tier 1* » (AT1) sont également redéfinis et désormais conditionnés à l'existence d'une clause (dite de « *Bail-in* ») qui prévoit la conversion en action ou l'amortissement du capital, qui est fixé a minima à un niveau de ratio CET1 de 5,125%.

¹¹⁷ Le comité de Bâle se concentre donc sur les fonds propres durs : actions ordinaires + résultats mis en réserve. La qualité du capital *Tier 1* est renforcée avec une élimination progressive des titres hybrides. Les instruments de capital *Tier 2* vont être durcis et harmonisés internationalement et le capital *Tier 3* qui était uniquement dédié aux risques de marché est éliminé

Actifs Moyens Pondérés) sont sensiblement accrus sous l'effet d'une prise en compte nouvelle ou renforcée du risque de contrepartie dans le *trading book*, désormais traité comme le *banking book*, des opérations de gré à gré (introduction d'une couche en capital pour les ajustements de crédit ou *Credit Value Adjustment*) mais aussi des opérations complexes de titrisation. Les exigences de fonds propres sont toujours calculées en actifs pondérés des risques (*risk-weighted assets* - RWA); mais la pondération des risques augmente substantiellement en comparaison avec Bâle II, en particulier sur les actifs détenus pour compte propre (*trading account assets*). Ces modifications faisaient déjà partie de Bâle 2.5, qui avait introduit une valeur en risque stressée (*stressed Value-at-Risk* - SVaR) sur les actifs détenus par les banques, ainsi qu'une surcharge de capital pour prendre en compte le risque de défaut ou de migration de crédit. Selon les résultats de l'étude d'impacts de l'Autorité bancaire européenne (EBA) la multiplication, estimée entre 3 et 4 de l'exigence minimale en fonds propres, résulte d'une baisse de 23% du numérateur, d'une hausse de 42% du dénominateur (et d'une hausse de 75% du ratio).

Par ailleurs, comme l'accord de Bâle II s'est avéré inadapté à la prise en compte des risques hors bilan liés aux dérivés et à la titrisation, Bâle III augmente la pondération des risques concernant les opérations sur dérivés dans le portefeuille de négociation. Le traitement du risque de contrepartie est renforcé, avec une mesure plus rigoureuse des expositions et une incitation à recourir aux contreparties centrales. Les opérations hors contreparties centrales devront s'accompagner de marges de sécurité supérieures. En ce qui concerne la titrisation, outre l'augmentation des pondérations des risques, Bâle III prévoit une analyse plus rigoureuse de la qualité de crédit des expositions de titrisation des banques. Les fournisseurs de crédits titrisés devront conserver une partie des crédits titrisés (5%) afin d'aligner leurs intérêts à ceux des acheteurs. Cela aura pour conséquence de peser sur leurs exigences de capital et de liquidité.

- b) L'ajout de nouveaux critères et de nouveaux paramètres dans l'évaluation du risque.

Les principales mesures concernent les modalités d'évaluation du risque liées aux opérations sur instruments dérivés et sur les actifs titrisés en y incluant de nouveaux critères et de nouveaux paramètres. L'utilisation de données stressées, la prise en compte des pertes potentielles liées aux variations de la valeur de marché des actifs considérés (*Incremental Risk Charge*, ou IRC), et la prise en compte du risque de défaut de la contrepartie à l'actif sous-jacent aux titres (*Credit Valuation Adjustment*, ou CVA) seront par exemple obligatoires. En ce qui concerne les modalités réglementaires d'appréciation du risque sur les crédits classiques détenus par les banques, le cadre reste globalement inchangé. Néanmoins, pour les plus grands établissements (actifs totaux supérieurs à 100 milliards de \$), le coefficient de corrélation des pertes utilisé pour modéliser le risque de crédit en méthode NI a été sensiblement accru. De plus, les Accords de Bâle III ont aussi été l'occasion pour le régulateur d'entreprendre des négociations avec les autorités en charge de la normalisation comptable afin que celle-ci alignent les normes de comptabilisation des provisions sur le calcul des pertes "moyennes" estimées utilisées dans l'Accord. Ces différentes mesures confirment et renforcent donc le recours aux "meilleures pratiques" de modélisation (*stress tests*) et d'évaluation (usage du *mark-to-market*) issues de la comptabilité.

- c) L'annonce de la mise en place de nouvelles normes de contrôle prudentiel, en sus du ratio de solvabilité.

Au-delà de ces exigences accrues en capital et des nouveaux critères dans l'évaluation des risques, Bâle III annonce la mise en place, de trois nouveaux ratios : les ratios de liquidité à court terme¹¹⁸ et à long terme et le ratio de levier ainsi que l'ajout d'une composante contra-cyclique et des surcharges de fonds propres pour les banques « à enjeux systémiques ».

Les ratios de liquidité

L'introduction de ratios de liquidité est apparue comme nécessaire car la crise a montré que les problèmes de solvabilité des banques pouvaient provenir non pas seulement de la qualité des actifs mais aussi de problèmes de liquidité liés à leur refinancement, et en particulier des interactions entre illiquidité de marché (actif du bilan) et illiquidité de financement (passif du bilan). Le risque de liquidité a des caractéristiques intrinsèquement systémiques car il suscite des réactions en chaîne des banques aux stress sur la liquidité c'est-à-dire que la réaction d'une banque à une pénurie de liquidité peut créer une pénurie de liquidité pour les autres banques. On parle alors de spirales d'illiquidité : la contraction de la liquidité de marché implique un rationnement de la liquidité de financement. Dès lors, les banques ne peuvent plus faire de transformation de maturité. Le risque de liquidité peut en effet accélérer la contagion au sein du système bancaire et sur l'ensemble des marchés financiers (Borio, 2009). Pour Adrian et Shin (2010), les banques ont intérêt à se procurer des actifs liquides en période de faible croissance de l'économie, afin de réduire la probabilité de crise de liquidité. L'objectif d'une réglementation sur la liquidité bancaire est d'accroître la résilience des banques au stress sur la liquidité. C'est pourquoi le Comité de Bâle a introduit deux types de ratios : le LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) et le NSFR (*Net Stable Funding Ratio*) qui visent à renforcer la résilience des banques en s'assurant que les établissements soient capables de résister à des crises sur un mois et sur un an respectivement.

Le LCR consiste en un ratio « stress test » de la capacité d'une institution financière à soutenir une crise de liquidité sur 30 jours. Avec le LCR, on incite les banques à avoir des actifs de bonne qualité c'est-à-dire restant liquides sur les marchés même en cas de stress et idéalement éligibles à la banque centrale. Ces « actifs liquides de haute qualité¹¹⁹ » doivent permettre de couvrir ses engagements nets sur cette période. Les sorties de fonds nettes sont calculées dans le scénario d'une crise de liquidité (calcul « stressé »). Plus précisément, le ratio exige une couverture minimale de 100%, pour chacune des grandes devises considérée isolément, euro, dollar, livre sterling et yen. D'après l'EBA, il était de 71% observé pour les banques européennes en juin 2011. Ce ratio sera introduit progressivement en commençant à 60% en 2015 pour atteindre 100% en 2018. Un examen est prévu pour la fin d'année 2016 qui permettra de retarder le ratio à 100% si la situation internationale le justifie.

Le NSFR vise quant à lui à couvrir le risque lié à une trop forte inadéquation de maturité entre le passif et l'actif. Les ressources financières à long-terme (au-delà d'un an) doivent être

¹¹⁸ Ce ratio existe déjà en France depuis une quinzaine d'années.

¹¹⁹ Au numérateur du ratio, les actifs hautement liquides « *High Quality Liquid Assets* » (HQLA) sont composés : en premier niveau, notamment du *cash*, des réserves déposées à la Banque Centrale et des titres d'Etats au rating supérieur ou égal à AA- ; en second niveau, notamment des titres d'Etat au rating supérieur ou égal à A- et des titres de *corporate* ou *covered bonds* au rating supérieur ou égal à AA. Le deuxième niveau ne doit pas excéder 40% du premier.

supérieures aux engagements à long-terme. Avec le NSFR, l'idée est d'inciter les banques à financer des activités à partir de sources de financement plus stables. Ce ratio qui correspond au montant du financement stable disponible rapporté au montant du financement¹²⁰ stable exigé devrait, en permanence, être au moins égal à 100%. La Commission européenne devrait présenter une proposition législative à ce sujet pour le 31 décembre 2016 au plus tard.

Le ratio de levier simple

Pour répondre à certains excès mis à jour par la crise financière, les instances de régulation ont décidé de rendre obligatoire un ratio de levier simple permettant de faire apparaître l'effet de levier des établissements bancaires. L'introduction d'un tel ratio non pondéré, vise à limiter l'accumulation de levier excessif qui a pu être observée avant la crise. En effet, dans ce ratio défini comme le rapport des fonds propres de base sur le total des risques pondérés incluant les opérations de hors-bilan, les actifs moyens pondérés (RWA) ne sont plus pris en compte. C'est un ratio insensible au risque, considéré comme un « filet de sécurité » (*backstop*) au cadre solvabilité.

Une telle réglementation est en accord avec la logique macro-prudentielle plébiscitée par le G20 puisque qu'elle contraint, en période d'euphorie financière les banques soit à lever du capital, soit à limiter la croissance de leur bilan. Un ratio de levier simple présente également l'avantage d'être facile à mesurer, publiquement vérifiable, comparable au niveau international pour des lecteurs des comptes non professionnel ou professionnel et difficile à manipuler. Il agit indépendamment de toute hypothèse complexe de modélisation et de procédure de calibration pour le calcul des actifs et réduit donc le risque de capture¹²¹ du régulateur et d'arbitrage de régulation. Ce ratio est censé prémunir contre « l'illusion de la mesurabilité du risque » (Hellwig 2008). Il s'agit, selon le Comité de Bâle, « de mettre en place des garde-fous supplémentaires contre le risque de modèle et l'erreur de mesure, en complétant la mesure fondée sur le risque par une mesure simple, transparente et indépendante du risque. » (BCBS 2010). Le total des engagements et actifs ne doit pas dépasser 33 fois le capital réglementaire, quelle que soit leur pondération (soit un ratio de levier de 3%). Selon certains travaux, la complexité des modèles de risque auraient permis aux banques de diminuer artificiellement la charge de capital réglementaire (Haldane, Madouros, 2012 ; Mariathasan, Merrouche, 2013). Par comparaison le régulateur canadien impose un ratio de 5 à ses banques soit une limite des actifs et certains postes du hors bilan fixé à 20 fois le capital. Les banques canadiennes ont été parmi les moins touchées par la crise financière.... Il ne devrait être effectif qu'en 2018.

$$3\% \leq \frac{\text{Tier 1}}{\text{Total d'expositions (Bilan + Hors Bilan)}}$$

De nouveaux instruments macro-prudentiels

¹²⁰ Au dénominateur du ratio, sont estimées les fuites sur dépôts et le non renouvellement d'autres ressources à court terme, dont les pondérations, exprimés en pourcentage des *cash-flows*, sont définies par le régulateur. Ces pondérations sont modulées par catégorie : dépôts, financements de gros non garantis, financements garantis et d'autres catégories, comme la part non décaissée des engagements confirmés de crédit et de liquidité. Ils tiennent compte de la qualité des garanties puis de la qualité des contreparties, du caractère stable ou moins stable de la clientèle et du risque de dégradation des *ratings* (pour les appels de marge notamment).

¹²¹ Chavagneux, Philipponnat (2013), La capture. Où l'on verra comment les intérêts financiers ont pris le pas sur l'intérêt général et comment mettre fin à cette situation, La Découverte.

À ces trois nouveaux ratios, s'ajoute une composante contra-cyclique. Autrement dit les banques devront constituer des coussins en capital en période normale pour pouvoir être utilisés quand la situation se détériore. L'idée est de ne pas pénaliser le financement de l'économie quand les banques font des pertes. Ce choix est justifié car la crise financière de 2008 a montré l'insuffisance de l'approche micro-prudentielle fondée exclusivement sur les exigences de fonds propres et la gestion des risques individuels des banques. La prévention du risque systémique implique une approche globale, macro-prudentielle des risques (Borio, 2010) visant à contrebalancer le caractère pro-cyclique des exigences de capital : en période de croissance, le crédit et les prix d'actifs augmentent et alimentent à leur tour la croissance. Le taux de défaut des entreprises est bas et les prix des titres sont hauts et font progresser mécaniquement la valeur de leurs fonds propres des banques : les ratios de fonds propres sont alors peu contraignants pour les banques. A l'inverse, quand le cycle se retourne, la restriction du crédit et la chute des prix d'actif provoquent la récession. Les taux de défaut augmentent et les prix des titres et des collatéraux diminuent et font chuter la valeur de leurs fonds propres. Pour Danielsson (2001), les modèles de risque, basés sur la *Value at Risk* (VaR), ne sont pas de simples outils de mesures : leur utilisation impacte le comportement des acteurs du marché. Ils peuvent favoriser des comportements pro-cycliques en temps de crise, comme ce fut le cas lors de la crise asiatique de 1997.

Même s'il est loin d'épuiser les mesures envisageables (Betbèze et al., 2011), Bâle III propose ainsi la mise en place d'instruments macro-prudentiels, et notamment un *buffer* contra-cyclique compris dans une fourchette de 0 à 2,5 % et constitué d'actions ordinaires. Ce volant est imposé par les autorités lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit entraîne une augmentation du risque systémique (par exemple grâce à un indicateur tel que l'endettement total sur le PIB). Un tel instrument a été proposé par Kashyap et Stein (2004) et Brunnermeier et al. (2009), et discuté par Arjani (2009) et Borio et al. (2010). Comme les modèles de risque se focalisent sur le risque micro-prudentiel concernant une banque prise individuellement, ils ne prennent pas en compte le risque macro-prudentiel ; au contraire, ils contribuent à l'accroître en homogénéisant les portefeuilles des banques (Brunnermeier et al, 2009). Pour Morris et Shin (2008), « si l'objectif de la régulation financière est d'assurer la stabilité du système financier dans son intégralité, alors l'approche traditionnelle basée sur les exigences de capital pondérée des risques n'est pas adéquate. Dans un contexte systémique, les actions prises par les institutions financières ont des retombées indirectes qui affectent les intérêts des autres institutions financières [...] des actions rationnelles prises à l'échelle individuelle peuvent conduire à un résultat d'ensemble inefficace ». En l'occurrence, le régulateur ne doit pas seulement veiller à la solvabilité des banques prises individuellement, mais aussi répondre aux problèmes d'externalités liées à l'interconnexion du système bancaire. Ce qui soulève la question de la supervision macro-prudentielle.

Des surcharges en capital pour les banques systémiques

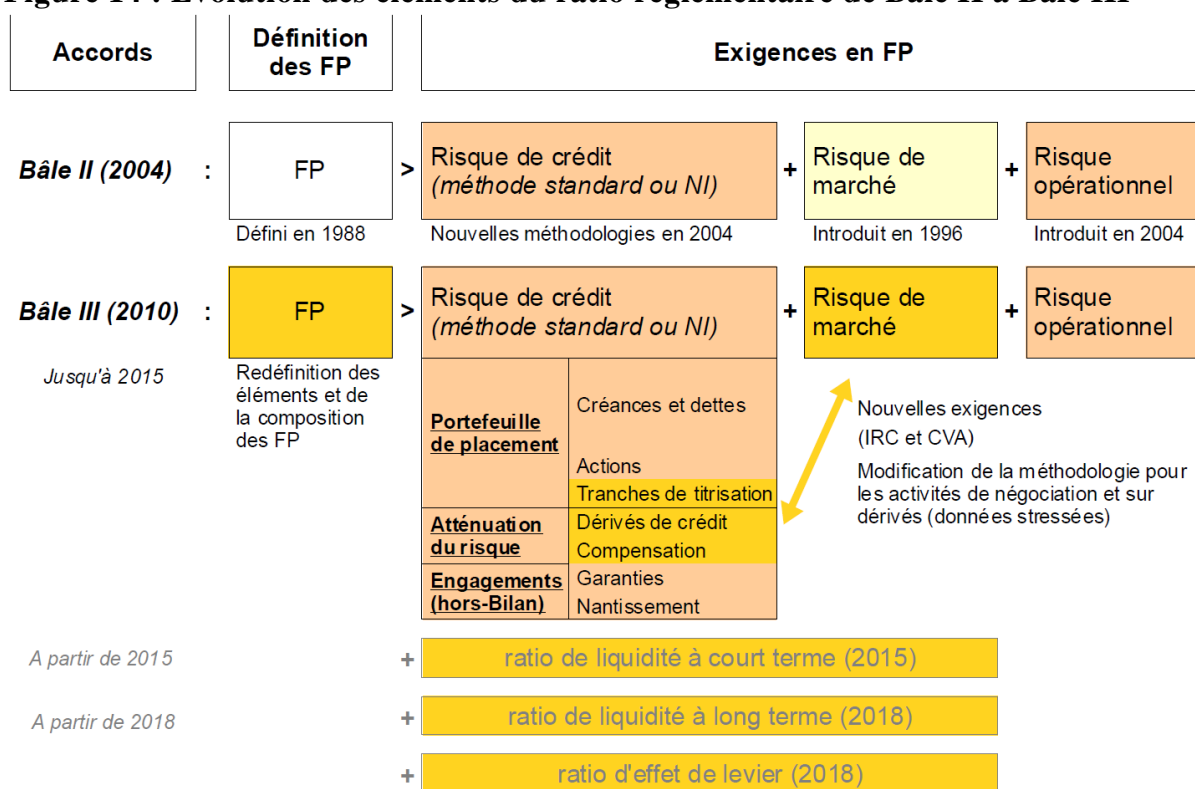
Parallèlement à ces mesures s'ajoutent des surcharges de fonds propres pour les banques « systémiques » permettant de prévenir le risque systémique dans sa dimension transversale. C'est le Conseil de Stabilité Financière (créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009) qui établit la liste des banques « systémiques » à partir de plusieurs critères : la taille de la banque, son degré d'interconnexion avec les autres banques signalant l'ampleur des externalités négatives en cas de crise. Bâle III propose que les instruments de fonds propres comprennent une clause permettant, à la discrétion de l'autorité compétente, de les annuler ou de les convertir en actions ordinaires si la banque est jugée non viable (« *bail-in rules* »). Ce

principe est censé accroître la participation du secteur privé à la résolution des futures crises bancaires, et réduit, ce faisant, le risque subjectif ou aléa moral (D’Souza et al.2010)¹²².

Les modifications induites par rapport aux exigences en vigueur sous Bâle II

Par rapport au cadre en vigueur sous Bâle II (voir figure ci-dessous), les Accords de Bâle III modifient principalement la définition et la composition des fonds propres admis dans le calcul réglementaire, et les modalités d'estimation du risque de marché. Les modalités d'estimation du risque de crédit restent globalement inchangées, sauf en ce qui concerne les cessions temporaires de titres et les activités sur dérivés enregistrées au *banking book*. Dans ce cas, les mesures prises dans le cadre de l'évaluation du risque de marché s'appliquent aussi au risque de crédit. Mais, l'évaluation du risque pour les crédits classiques détenus par la banque reste inchangée par rapport à Bâle II. Les modalités d'estimation du risque opérationnel ne sont pas modifiées, ainsi que les dispositions prises au titre des Piliers II et III qui restent globalement identiques. En ce qui concerne les crédits détenus par les banques, dans les pays où les Accords de Bâle II ont été mis en œuvre, ce sont donc les méthodes mises en place en 2004 qui régissent encore aujourd’hui l'estimation des risques retenue dans le calcul des exigences réglementaires.

Figure 14 : Evolution des éléments du ratio réglementaire de Bâle II à Bâle III



Source : Baud C.

4. L’ampleur des évolutions réglementaires touchant les banques

Cette réglementation bancaire dont nous venons de retracer l’évolution, s’inscrit dans un mouvement plus large de refonte de la régulation financière, impulsée par le G20 dès 2008.

¹²² Lire aussi Benoît Coeuré, *The implications of bail-in rules for bank activity and stability*, Opening speech at Conference on “Financing the recovery after the crisis- the roles of bank profitability, stability and regulation”, Bocconi University, Milan, 30 September <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130930.en.html>

D'autres réformes financières ont été mises en œuvre et impactent également les banques plus indirectement. Nous dresserons un panorama général en ne présentant que les principales réformes sans entrer dans les détails car ce rapport est circonscrit à la réglementation bâloise.

a) Une révision de la supervision financière

Outre la réglementation prudentielle bancaire, la refonte de la régulation financière est passée par une révision de la supervision financière, qui a vocation à être intégrée par la coordination des niveaux micro et macroprudentiels, a été adoptée en 2010, suite aux préconisations du rapport de Larosière¹²³. Elle comprend la création de trois autorités sectorielles prenant la suite des trois comités de contrôleurs micro-prudentiels avec des règlements sur la création des autorités européennes de surveillance pour les banques (ABE), les marchés de capitaux (AEMF) et l'assurance (AEAPP), puis l'adoption d'un mécanisme de surveillance unique (MSU) en 2012.

À l'instar de plusieurs pays (États-Unis, Royaume-Uni), l'Union européenne s'est dotée en 2009 d'une instance de surveillance macro-prudentielle, le Conseil européen du risque systémique (CERS), qui dépend étroitement de la BCE. Pour mieux intégrer l'objectif de stabilité financière, cette dernière est désormais responsable de la surveillance de toutes les grandes banques de la zone euro, notamment des banques systémiques. Cette réforme représente une avancée indéniable car on passe d'une coordination européenne de superviseurs bancaires nationaux à une supervision européenne directe des banques. Toutefois, on peut regretter que le CERS soit dépourvu de pouvoirs contraignants et ne dispose pas de la personnalité juridique. Compte tenu de sa dépendance vis-à-vis de la BCE et du SEBC¹²⁴, il s'agit surtout d'un lieu de consultation et d'échange.

Afin d'améliorer la gestion des crises, la Commission Européenne a proposé en juillet 2013 un mécanisme de résolution de crise unique complétant le MSU dans le cadre de l'Union bancaire. L'objectif est que les pertes soient prises en charge surtout par les actionnaires et non plus par les contribuables. En effet, l'implication des créanciers dans l'absorption des pertes est une condition indispensable à la maîtrise de l'aléa moral et donc à la restauration de la discipline de marché. L'Union bancaire est un ensemble de dispositions comprenant trois volets : un cadre de réglementation et de supervision unique au niveau européen et non plus national, un mécanisme de résolution européen et une assurance des dépôts européenne.

Enfin, une réforme de la structure des banques a été adoptée dans certains pays européens comme la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ce type de réforme répond aux inefficiences inhérentes aux banques universelles qui associent des activités de banques de détail et de banque de marché, faisant bénéficier les activités de *trading* des garanties implicites de l'État en cas de problèmes. L'idée est de faciliter la résolution des faillites car de telles banques ne sont pas seulement trop grosses pour faire faillite (« *too big to fail* ») mais aussi trop complexes et trop interconnectées.

b) Le renforcement de la régulation des marchés financiers

¹²³ *The High-Level Group on Financial Supervision in the UE* (2009), rapport présidé par J. De Larosière, Bruxelles, 25 février.

¹²⁴ Système européen des banques centrales

L'autre grand chantier concerne la réglementation des marchés, avec en premier lieu celui des produits dérivés échangés sur des marchés de gré à gré et plus particulièrement les CDS (*credit default swaps* - couverture de défaillance en français). En raison de l'opacité dans les positions et des expositions massives, qui sont autant de facteurs de crises systémiques, le règlement EMIR « *European Market Infrastructure Regulation* » a été adopté en 2012. Il vise à rendre ces marchés de gré à gré plus transparents et à réduire le risque de contrepartie. L'Europe a notamment décidé d'interdire la détention de CDS nu, c'est-à-dire sans détention de titres de la dette correspondante ou d'un titre corrélé à cette dernière. Cette réglementation est à relativiser car devant les réticences du Royaume-Uni notamment, le champ d'interdiction a été au final très restreint avec la possibilité de suspendre temporairement cette interdiction (Dezeure, 2010).

Plus récemment, en 2014, la Commission et le Parlement ont trouvé un accord sur la révision de la directive et du règlement « marchés d'instruments financiers » (MIF) après deux années de négociations. La MIF II donne notamment des pouvoirs accrus à l'Autorité européenne de supervision des marchés (ESMA) pour limiter les prises de positions spéculatives, et vise à encadrer le développement du *trading* haute fréquence. Le texte pose aussi des obligations de transparence forte, quels que soient les lieux de négociation, et crée un nouveau type de plateforme de négociation, les *Organized Trading Facilities* (OTF). La révision de la MIF I était devenue nécessaire car si, à l'origine, elle avait vocation à ouvrir à la concurrence le secteur des bourses, au final, cela s'est traduit par une grande fragmentation : les acteurs historiques (Euronext, London Stock Exchange) ne recueillent désormais qu'une part minoritaire des flux d'ordres, au profit des plates-formes alternatives (MTF), voire opaques (*dark pool*, internalisateurs).

c) L'élargissement du périmètre de la supervision

Le troisième grand chantier concerne l'élargissement du périmètre de la régulation prudentielle à toutes les entités exerçant une activité financière de nature potentiellement systémique, même si ces dernières n'ont pas de lien direct avec le grand public. C'est le cas des *hedge funds* et des agences de notations, dont la régulation était jusqu'alors quasi inexistante.

Élargissement aux hedge funds

Parce que la Commission a reconnu que les *hedge funds* avaient joué un rôle dans la propagation du risque systémique, la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) relative aux gérants de fonds dits « alternatifs¹²⁵ » a été promulguée en 2010. Elle a pour objectif de créer un cadre de supervision européen pour ces gérants de fonds qui ne sont pas harmonisés par la directive UCITS¹²⁶ III sur les OPCVM¹²⁷. Le champ d'application de cette proposition n'est pas circonscrit aux *hedge funds* et aux fonds de *private equity* mais concerne tous les fonds. Elle contient un certain nombre d'exigences comme l'enregistrement des *hedge funds* auprès d'une autorité de régulation de marché, des obligations de divulgation

¹²⁵ Ces fonds comprennent les fonds de capital investissement (*private equity*), les fonds de matières premières (*commodity funds*), les fonds immobiliers (*real estate funds*) et les *infrastructure funds*.

¹²⁶ En Europe, les fonds d'investissement peuvent être catégorisés en fonds UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) et fonds non-UCITS (*or non-harmonised*). Les premiers sont contraints par des règles contenues dans la directive UCITS (85/611/EEC) et sont autorisés à la vente aux ménages investisseurs. Les derniers sont ceux qui ne sont pas harmonisés sous la directive UCITS.

¹²⁷ Organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

d'informations aux régulateurs, la mise en place de limites de levier, des standards de gouvernance et de gestion de risques plus fermes... Elle constitue une première tentative de définition des fonds alternatifs dont font partie les *hedge funds*. Or, l'absence de définition légale était une première difficulté pour la mise en place d'une véritable réglementation des *hedge funds*. De ce point de vue, c'est une avancée. Toutefois, on peut regretter que la version finale ait été bien allégée en termes de contraintes sous la pression des *lobbies* londoniens. Aux États-Unis, la régulation des *hedge funds* s'est inscrite dans le cadre du *Dodd Franck Act* imposant aux *hedge funds* à enjeux systémiques d'être sous la supervision de la Fed.

Élargissement aux agences de notation

De leur côté, les agences de notation ont aussi été accusées d'avoir contribué à déclencher la crise financière en accordant notamment la meilleure note financière (AAA) à des placements douteux (titrisation des crédits immobiliers). En cause : les erreurs d'évaluation, l'opacité des méthodes et la confusion des échelles de note entre crédits structurés et obligations standard, les conflits d'intérêts... Pour corriger cela, un règlement sur les agences de notations a été adopté en 2009. Les trois principales agences (Standard & Poor's, Moody's et Fitch), qui représentent 90% du marché, se verront désormais imposer une plus grande transparence (sur le système de notation) et pourront être tenues responsables de leurs erreurs.

Le tableau suivant donne un aperçu assez exhaustif des réformes financières post crise.

Tableau 22 : Les principales réglementations du système financier post crise

Principales réglementations applicables au système financier français et dates de mise en œuvre

Catégorie	Réglementation	Autorité	Statut	Date d'effet	
Banques	CRR/CRD IV				
	• Ratio de CET1	BCBS/UE	Mise en œuvre	2014	
	• Coussins	BCBS/UE	Finalisé	2016	
	• Ratio de levier	BCBS/UE	Finalisé	2015-2018	
	• LCR	BCBS/UE	Finalisé	2015	
	• NSFR	BCBS/UE	Finalisé	2018	
	Union bancaire				
	• MSU	UE	Mise en œuvre	2014	
	• Résolution – BRRD	UE	Finalisé	2015	
	• Résolution – MRU/SRM – <i>Bail-in</i>	FSB/UE	Finalisé	2015	
• Garantie des dépôts	UE	Négociations	nd		
Réforme des structures bancaires	• Loi bancaire de juillet 2013	France	Mise en œuvre	2014	
	• Projet européen (Likanen/Barnier)	UE	Négociations	nd	
	Autres entités	MMF : Proposition de règlement – septembre 2013	UE	Négociations	nd
		Compagnies d'assurance – Solvency II	UE	Finalisé	2016
Shadow banking – interconnexions banques/non-banques, MMF, titrisation et <i>repo</i> /prêts-emprunts de titres		FSB	Recommandations	À partir de 2017	
	Marchés financiers	Dérivés OTC			
• EMIR : dérivés OTC, CCP et TR		UE	Mise en œuvre	2013	
• Recommandations du WGMR	UE	Finalisé	2015		
MIF 2 (MiFID 2/MiFIR)	UE	Mise en œuvre	2014		
TTF française	France	Mise en œuvre	2013		
Projet de TTF européenne	UE	Négociations	nd		

Sigles : BCBS = Comité de Bâle ; BRRD = directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires ; CCP = contreparties centrales ; CET1 = fonds propres de base ; CRD = directive sur les exigences de fonds propres ; CRR = règlement sur les exigences de fonds propres ; EMIR = règlement européen sur les marchés et les infrastructures ; FSB = Conseil de stabilité financière ; LCR = ratio de couverture de la liquidité ; MIF = marchés d'instruments financiers ; MiFID 2 = deuxième directive sur les marchés d'instruments financiers ; MiFIR = règlement marchés d'instruments financiers ; MMF = fonds d'investissement monétaires ; MRU/SRM = mécanisme de résolution unique ; MSU/SSM = mécanisme de surveillance unique ; NSFR = ratio de financement stable net ; OTC = de gré à gré ; TR = registres centraux de données ; TTF = taxe sur les transactions financières ; UE = Union européenne ; WGMR = groupe de travail sur les exigences relatives aux marges.
Source : Banque de France.

Source : Barut et alii, 2015 (Revue de stabilité financière)

5. Application en Europe via CRD 4 ...

Le paquet CRR/ CRD IV

La réglementation internationale reste la source principale de la réglementation bancaire européenne. C'est pourquoi les différentes mesures prévues dans l'accord de Bâle III, ainsi que leurs mises en œuvre dans l'Union européenne, ont été intégrées dans le droit européen dans le cadre du paquet CRR/CRD IV de juillet 2013. Ce paquet s'applique aux établissements de crédit (EC) (i.e. qui exercent à la fois des activités de réception de fonds du public et des activités de crédit) et aux entreprises d'investissement (i.e. qui proposent des services d'investissement à des tiers et/ou qui exercent une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel). Plus précisément, la directive CRD4 et le règlement CRR ont été publiés au JO de l'Union européenne le 26 juin 2013. Ces textes révisent pour la 3ème fois la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres (CRD) entrée en application à partir de 2007. Le règlement est d'application directe dans les Etats membres de l'UE au 1^{er} janvier 2014, alors que la directive doit être transposée en droit national. C'est l'EBA (Autorité bancaire européenne) est par ailleurs mandatée pour rédiger des standards techniques ou d'exécution ainsi que des lignes directives, nécessaires à la mise en œuvre de CRD4/CRR et ce sont les autorités nationales compétentes (en France l'ACPR) qui ont la charge de préciser un certain nombre d'options.

La directive (CRD4) reprend le cadre existant régissant l'accès à l'activité bancaire et son exercice, la définition des autorités compétentes, le cadre de surveillance prudentielle... Elle comporte aussi des éléments nouveaux en particulier sur les différents coussins de fonds propres, sur les rémunérations, et la transparence. Le règlement (CRR) couvre les aspects fonds propres, liquidité, ratio de levier, grands risques et risques de crédit de la contrepartie : ce corpus réglementaire unique (*single rule book*) s'applique directement à l'ensemble des établissements des Etats membres. Ces textes comprennent également des dispositions relatives aux rémunérations dans le secteur bancaire. Les rémunérations variables des « preneurs de risques » seront plafonnées et ne pourront pas excéder un ratio bonus/salaire fixe de 1 pour 1 ; un vote en assemblée générale pourra toutefois porter ce plafond à 2 fois la rémunération fixe. Outre l'amélioration du cadre de gouvernance au sein des établissements, les textes imposent de nouvelles obligations de transparence. A partir du 1er janvier 2014, les établissements doivent publier les profits réalisés, les impôts payés et les subventions reçues pays par pays, ainsi que le chiffre d'affaires et le nombre d'employés par établissement du groupe. Les nouvelles règles régissant les *reportings* des établissements seront fixées dans une norme réglementaire.

Une application progressive en théorie...

De la même façon que l'accord de Bâle III adopté en décembre 2010 prévoyait une application progressive de la plupart des mesures et modifications proposées, les nouvelles règles du paquet CRR CRD IV entre en vigueur janvier 2013 et 2020 (voir tableau ci-dessous). Le Comité de Bâle se laisse en effet la possibilité, pour certaines d'entre elles, d'en modifier le calibrage selon les retours d'études d'impact et les consultations de parties prenantes. En effet, tous les ratios n'en sont pas au même stade de maturation, de définition, de calibration, de calendrier d'application et d'appropriation par les utilisateurs.

... mais difficile en pratique : la pression des marchés financiers

Toutefois, cette application progressive est à relativiser car la pression des marchés incite fortement les banques à respecter les nouvelles mesures bien avant la date d'entrée en vigueur des textes. Toute banque d'une taille importante qui ne s'y conformerait pas enverrait un

mauvais signal au marché et donc aux investisseurs. Mais pour beaucoup de régulateurs, c'est une preuve que les banques peuvent s'adapter plus facilement qu'elles ne le disent.

Tableau 23 : Synthèse du calendrier de mise en œuvre des mesures de Bâle III

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Ratio de levier			Monitoring		Public ation	Évaluation en 2016 et décision en 2017		Migration en Pilier 1 ?			
Nouveau minimum CET			3,5 %	4 %	4,5 %	5,125 %	5,75 %	6,375 %	7 %	7 %	
<i>dont ratio CET</i>			3,5%	4,0%	4,5%						
<i>dont conservation buffer</i>						0,625 %	1,25 %	1,875 %	2,5 %	2,5 %	
Phase-in déductions			-	20%	40%	60%	80%	100%			
Tier 1 minimum			4,5%	4,5%	6,0%						
Total capital			8,0%								
LCR	Monitoring				Mise en œuvre probable courant 2015 en Pilier 1						
NSFR	Monitoring					Évaluation en 2017		Mise en œuvre selon un format non encore défini			

Source : ACPR, 2015

Dans la littérature académique, la réglementation prudentielle bancaire est traditionnellement analysée sous l'angle de la stabilité financière. Elle a vocation à protéger l'épargne publique (dépôts) et éviter les faillites bancaires, lesquelles peuvent avoir des effets néfastes sur l'économie en perturbant les moyens de paiement, en réduisant les financements de projets rentables. En même temps, l'existence des banques comme intermédiaires financiers est justifiée en théorie par leur rôle important dans le financement de l'économie, en facilitant le partage des risques et en réduisant les coûts de transaction et les asymétries d'information.

En conséquence, si la réglementation bancaire est légitime, il ne faudrait pas que les mesures qui permettent de prévenir les faillites bancaires empêchent les banques de faire leur métier d'intermédiaires financiers. D'où l'objet de la partie suivante qui est de voir dans quelle mesure ces nouvelles normes ne dés-incident pas les banques à faire de l'intermédiation financière. L'idée est de remettre en cause une certaine vision de la réglementation prudentielle afin de promouvoir une double approche de la réglementation prudentielle (solvabilité des acteurs et attractivité de la gestion à long terme de l'épargne). Si la sécurité financière dans l'édiction de ces normes prudentielles est l'impératif premier, il ne faudrait pas qu'elles réduisent la capacité des établissements bancaires à financer l'économie.

Section 2 : Impacts des contraintes prudentielles bancaires sur l'investissement à long terme

Cette section vise à faire le point sur les impacts des nouvelles mesures prudentielles. Elle présente les principales études d'impact quantitatives réalisées par des instances internationales (A) puis à partir d'une analyse qualitative, elle décrit le point de vue des acteurs européens sur la nouvelle réglementation (2013) (B), identifie les impacts négatifs des

nouveaux ratios prudentiels au regard de l'investissement à long terme (C) et dévoile les propositions des parties prenantes (D).

A. Impact global des nouvelles exigences prudentielles bancaires

Une régulation financière conçue pour relever les défis de la crise qui a éclaté en 2007 en termes de stabilité financière est forcément coûteuse pour l'industrie bancaire. Cette dernière a très vite dénoncé le coût très important du nouvel agenda prudentiel, arguant qu'il finirait par peser sur l'activité économique. Toutefois, l'analyse coût-avantage nous oblige à mettre cette pression réglementaire en regard des effets attendus en termes de moindre occurrence des crises bancaires et d'impact sur la croissance. Il est en effet moins difficile d'estimer les coûts de la réglementation que de quantifier les bénéfices en termes de stabilité financière.

Certaines études ont cherché à évaluer l'impact de ces réformes sur les plans qualitatifs et quantitatifs. Cette tâche n'est pas aisée étant donné le nombre de réformes, de mesures pouvant avoir un impact direct et/ou indirect sur le financement des banques, leur profil de risques, leur expositions au risque de crédit et leurs marges ou le financement de l'économie en général. Barut et alii (2015) de la Banque de France énumèrent les conséquences potentielles de l'ensemble des réformes financières sur le bilan bancaire d'un point de vue qualitatif. Le tableau ci-dessous met en évidence un certain nombre de pression à l'actif du bilan sur les crédits octroyés à la clientèle, sur le collatéral de qualité et sur les activités de *trading*, des impacts sur les *repos*¹²⁸. Au passif, les auteurs estiment qu'il y aura une pression sur les dépôts et les émissions obligataires, sur le renforcement des fonds propres et à la baisse du résultat.

Tableau 24: Pressions réglementaires exercées sur un bilan bancaire simplifié

Actif	Passif
INTERBANCAIRE	
Pressions sur le fonctionnement du marché monétaire (ratio de levier, LCR, NSFR)	
<p style="text-align: center;">CRÉDITS CLIENTÈLE</p> <p>Pression sur les crédits octroyés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • Ratio de levier • LCR, NSFR (selon la maturité des crédits) 	<p style="text-align: center;">DÉPÔTS CLIENTÈLE</p> <p>Concurrence accrue/pression sur les dépôts</p> <ul style="list-style-type: none"> • LCR (hypothèses d'écoulement des dépôts à vue) • NSFR (prise en compte des dépôts stables) • MMF (limite des dépôts auprès des banques) • <i>Bail-in</i> (dépôts non couverts par les fonds de garantie)
<p style="text-align: center;">TITRES</p> <p>Pression sur le collatéral de qualité</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • EMIR/WGMR (exigences de marges) • LCR (définition du HQLA) • Solvency II (concurrence sur les mêmes types de collatéral) <p>Impacts sur les <i>repos</i> (réduction des titres disponibles et des marges)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de levier (charges en capital) • TTF (taxation) • WGMR/EMIR (réhypothécaction limitée) • MMF (interdiction des mises en pension) <p>Pressions à la baisse des activités de <i>trading</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 (méthode IRC) • Loi bancaire (ségrégation) • MiFID II (coûts de mise en œuvre, encadrement du <i>trading</i> à haute fréquence – HTF) 	<p style="text-align: center;">ÉMISSIONS (CERTIFICATS DE DÉPÔTS, OBLIGATIONS)</p> <p>Émissions court terme</p> <ul style="list-style-type: none"> • MMF (nouvelles limites de la valeur variable de l'actif net/ investissement en certificats de dépôts) <p>Pressions sur les émissions obligataires</p> <ul style="list-style-type: none"> • MMF (interdiction d'investir) • NSFR (allongement des maturités) • <i>Bail-in</i> (renchérissement des émissions non sécurisées/base d'investisseurs réduite)
<p style="text-align: center;">IMMOBILISATIONS</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 (traitement des participations) 	<p style="text-align: center;">FONDS PROPRES</p> <p>Pressions sur le renforcement des fonds propres</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • Ratio de levier • Union bancaire (évaluation complète des actifs) • Résolution – <i>bail-in</i> <p>Pressions à la baisse des résultats</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ensemble des réglementations (coûts de mise en œuvre, renchérissement du refinancement)

Sigles : HQLA = actifs liquides de haute qualité ; IRC = charge en fonds propres liée au risque de migration des notations.

Source : Banque de France (Barut, 2015)

L'estimation chiffrée du coût économique des réformes financières a fait l'objet de plusieurs études d'impact par plusieurs instances officielles. C'est notamment le cas de l'Institut de la

¹²⁸ *Repurchase Agreement* (pensions livrées)

finance internationale¹²⁹ (*Institute of International Finance*, IIF, 2012), de l'OCDE (Slovik et Cournède 2010), de la BRI (BCBS (2010)), du Comité de Bâle (MAG, 2010), FMI (Elliott, Salloy et Santos, 2012) ou encore la Commission Européenne¹³⁰ (2014). Celles-ci ont *grosso modo* évalué l'impact des nouvelles exigences prudentielles rassemblées sous CRD IV/CRR sur le coût du crédit et sur le produit intérieur brut (PIB). Leurs travaux aboutissent à des résultats sans surprise différenciés. Si les études de l'IIF annoncent des effets négatifs plus forts, celles de la BRI, OCDE ou le FMI prévoient un impact plus faible. Ces différences s'expliquent au moins en partie par des approches méthodologiques différentes. Nous présenterons les résultats principaux de ces études sans toutefois entrer dans le détail de ces méthodologies.

L'étude de l'IIF met en avant un renchérissement du coût du crédit bancaire de plus de 3% sur la période 2011-2015. De même, l'impact cumulé des régulations serait en zone euro de -3,9 points de PIB sur la décennie 2011-2020. Selon le rapport de Villeroy de Galhau (2015), cette étude semble peu crédible car elle est fondée sur des hypothèses exagérées et comporterait des erreurs de méthodes. L'étude de l'IIF se focalise sur les effets de transition de court et moyen termes ; elle prend comme référence les niveaux de marges de sécurité pré-crise en termes de liquidité et de capital. Enfin, elle surestime, par rapport aux autres études, le coût de la recapitalisation des banques.

Les travaux du Comité de Bâle, de l'OCDE et du FMI concluent à un impact relativement modéré. L'étude de Slovik et Cournède de l'OCDE (2011) utilise un modèle simple selon lequel l'augmentation du coût de financement est égale à la différence entre le coût initial du capital et le coût initial de la dette multiplié par la quantité de nouveau capital nécessaire. La possibilité d'une diminution du coût du capital, lié à une plus grande confiance des investisseurs dans la santé financière de la banque, n'est pas prise en compte. L'augmentation du coût de financement est entièrement reportée sur l'augmentation du coût du crédit. Cette dernière est traduite en termes d'impact sur la croissance. Sur la base de ces hypothèses, Slovik et Cournède aboutissent à un impact de -0,75% sur le PIB sur 5 ans, de 3 points inférieur au résultat de l'IIF.

L'étude du Comité de Bâle¹³¹ (BCBS 2010) aboutit à un impact total de -0,6% sur le PIB (sur 8 ans), soit -0,08% par an. L'étude se focalise sur l'impact des exigences de capital et de liquidité, et ne considère que l'impact du ratio de liquidité à long terme (NSFR). Là encore, l'intégralité de l'augmentation du coût de financement se traduit par le renchérissement du coût du crédit. Le Comité de Bâle et son *Macroeconomic Assessment Group* (MAG¹³²) avaient en 2010 chiffré un renchérissement moyen de 0,15 % de coût du crédit, pour chaque relèvement de 1 % du capital. Selon les travaux du MAGD (le groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés du comité de Bâle), les nouvelles réglementations relatives aux marchés de gré à gré (OTC) diminueraient significativement la probabilité d'occurrence d'une crise financière, permettant d'éviter des pertes macroéconomiques s'élevant à 0,16 % de PIB par an (0,12 % net en tenant compte des coûts induits par la nécessité de détenir plus de capital et de collatéral).

Selon Villeroy de Galhau (2015), « ce renchérissement ne s'est pas produit, au contraire: les effets favorables de la politique monétaire et de la baisse des taux ont plus que compensé les

¹²⁹ IIF représente plus de 400 institutions financières

¹³⁰ *Economic Review of the Financial Regulation* Agenda 9, parue le 15 mai 2014.

¹³¹ Long-term Economic Impact, BIS Working papers, février 2011.

¹³² MAG, *Final report*, BRI, Décembre 2010

effets potentiellement négatifs du prudentiel, quel qu'en soit le chiffrage, et les banques européennes sont surliquides. La question ne se pose donc pas dans la situation actuelle. Elle demeure pour l'avenir, qui sera marqué par le retour à une politique monétaire conventionnelle, et une demande de crédits espérée plus forte ».

L'étude du FMI d'Elliott, Salloy et Santos (2012) se focalise sur l'impact à long terme d'un ensemble assez large de mesures prudentielles. Sa spécificité est de prendre en compte d'autres réponses possibles des banques à une hausse du coût de financement. Celles-ci peuvent aussi diminuer les dividendes des actionnaires, réduire ses coûts de financement, ses dépenses, ses pertes attendues de crédit, ou encore réduire l'impact réglementaire par des mesures techniques, rationner le crédit, augmenter le prix du crédit et se restructurer. Cette étude conduit à une augmentation très modeste du coût du crédit à long terme (0,17% en Europe contre 0,26% aux Etats-Unis). Par ailleurs, pour Elliott, Salloy et Santos (2012) ce coût est difficile à établir compte tenu de l'incertitude réglementaire. Il est néanmoins probable qu'il soit très inférieur à l'impact des changements en matière d'exigences de capital et de liquidité.

Enfin, les travaux de chercheurs académiques tels que ceux d'Admati et de Hellwig¹³³ se distinguent en plébiscitant des niveaux de capital beaucoup plus élevés que les ratios de Bâle 3, de l'ordre de 20 à 30 %.

Au regard de ces études, il est difficile de tirer des conclusions sur l'impact global des nouvelles mesures sur le financement car leurs résultats ne sont pas unanimes. De plus, elles présentent certaines limites liées aux modèles qui peuvent certes être proches mais en utilisant différentes hypothèses¹³⁴. Il est en effet complexe de mesurer les effets à long terme de l'assainissement des bilans bancaires. Elles ne prennent pas en compte certaines mesures (taxes ou capital réglementaire pour les banques systémiques), ni les réactions¹³⁵ des banques. Enfin et surtout, les mesures ne sont pas stabilisées.

Il ressort toutefois que les réglementations ont toutes un impact en termes de coûts qui se traduisent par une pression sur les résultats, les fonds propres et sur les activités de marché des banques. Cette divergence conduit à deux appréciations différentes de l'impact de l'agenda de régulation financière : la première, institutionnelle, tend à valider les réformes financières, dont les bénéfices à long-terme devraient dépasser les coûts. La seconde, portée par l'industrie financière, tend à critiquer les réformes quant à leur coût trop important pour l'économie.

Les deux prochaines sections vont étudier l'impact des nouvelles exigences prudentielles en mobilisant des données qualitatives. Elles visent en particulier à analyser le point de vue des

¹³³ A. Admati *et al.* "Fallacies, irrelevant facts and myths in the discussion of capital regulation :why bank equity is not socially expensive" ; A. Admati, M. Hellwig, "The bankers' new clothes : what's wrong with banking and what to do about it", Princeton university press, 2014.

¹³⁴ La plupart des approches supposent trois étapes : (i) d'abord, la "calibration" de l'effet mécanique des règles sur les bilans des banques. C'est à Bâle l'exercice dit de QIS (*Quantitative Impact Study*) (ii) ensuite, les coûts de ces règles en termes de prix et/ou volume du crédit, et par là de croissance économique (iii) en face de ces coûts, et significativement plus élevés qu'eux, les bénéfices en termes de crise financière évitée. Chacun de ces étages comporte des aléas, même le premier. Les coûts économiques sont plus élevés si on suppose que les banques s'adaptent aux nouveaux ratios en réduisant leurs volumes de crédit, et pas seulement en augmentant leurs taux.

¹³⁵ Si des modèles plus complets "d'équilibre général", dits DSGE, intègrent mieux les comportements des banques, ils connaissent également des limites.

répondants européens sur l'impact de la réglementation prudentielle à partir de l'étude du livre vert (2013) puis celui des répondants français, à partir d'entretiens français (2013). L'idée est 1) d'identifier les mesures qui posent problème aux parties prenantes, et aux banques en particulier et les principales raisons avancées puis 2) de confronter ces arguments à ceux que l'on retrouve dans la littérature économique afin d'en déterminer la pertinence. Le choix de s'appuyer sur une démarche qualitative vise à mieux comprendre le point de vue des parties prenantes en abordant de manière précise les différentes questions de recherche. L'enquête par entretiens permet d'avoir accès à des informations et des avis qui ne sont généralement pas divulgués publiquement.

B. Le point de vue des acteurs européens en 2013: la réglementation prudentielle affecte négativement les capacités de financement de long terme des banques

Sur les 257 réponses traitées¹³⁶ à la consultation sur le livre vert de la CE (juin 2013), 113 ont évoqué les enjeux prudentiels : 52 réponses sont issues d'intermédiaires financiers (dont 23 banques) ; 17 d'intermédiaires de marché ; 9 de régulateurs et superviseurs ; 22 d'entreprises non financières et 13 d'organisations de la société civile ou d'individus. On observe une tendance très majoritaire : 98 répondants (86,7%) considèrent que la réglementation prudentielle affecte négativement les capacités de financement à long terme des banques contre 4 répondants (3,6%) ; 11 répondants (9,7%) ne se prononcent pas sur cette question.

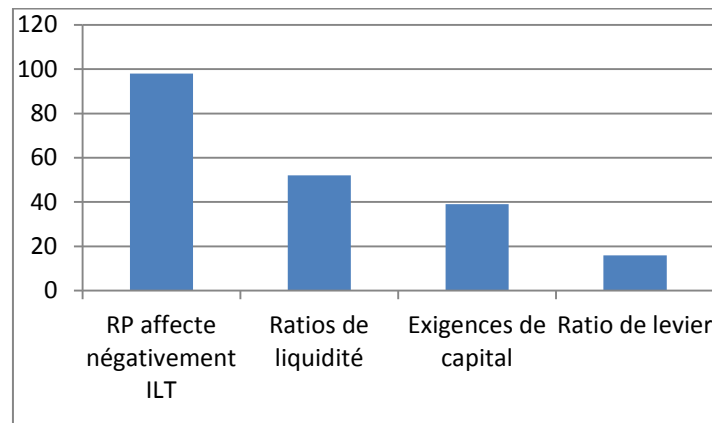
La ventilation des réponses selon le type de répondants laisse entrevoir des différences selon les secteurs. Si cette tendance se confirme pour le secteur financier et les sociétés non financières (respectivement 94,2% et 95,5% des répondants), les avis sont plus partagés auprès de la société civile, des régulateurs, des opérateurs de marché. Le secteur bancaire est logiquement le plus mobilisé. Les entreprises non financières, quant à elles, reprennent en particulier les arguments du secteur bancaire car elles craignent des répercussions sur leur financement. Cela apparaît notamment dans les réponses des associations sectorielles et trans-sectorielles¹³⁷. Même si une majorité de réponses issues de la société civile pointent l'effet négatif de la réglementation prudentielle sur la capacité de financement à long-terme des banques, certaines¹³⁸ d'entre elles indiquent clairement que les règles prudentielles participent au renforcement du secteur bancaire. Un secteur bancaire plus sain et mieux capitalisé sera en effet mieux à même de financer les investissements à long terme. Sur les 98 répondants évoquant l'impact négatif des réglementations prudentielles sur la capacité d'offre de financement à long terme des banques, 47,3% pointent les ratios de liquidité, 35,5% les exigences de capital et 14,5% en particulier le ratio de levier. Ces observations vont dans le sens des études d'impact menées par le FMI montrant que le coût des nouvelles exigences de liquidité serait équivalent à celui de l'augmentation des exigences de capital.

¹³⁶ 35 réponses n'ont pas pu être traitées car 8 réponses n'ont pas été publiées et 27 étaient en hollandais, italien ou en allemand.

¹³⁷ MEDEF, *European Round Table of Industrialists*, *Confederation of Finnish industries*, Cercle de l'Industrie, association française des entreprises privées, Association Nationale des Sociétés par Actions, *Association of European chambers of commerce and industry*.

¹³⁸ La Confédération européenne des syndicats, les Autorités suédoises, Finance Watch et la Confédération des syndicats finlandais.

Figure 15 : Répartition des réponses dénonçant le rôle négatif des réglementations prudentielles selon le type de mesures (en nombre de réponses)



Source : calcul des auteurs

ILT : Investissement à long terme ; RP : réglementations prudentielles

L'analyse de la répartition des réponses selon la nationalité montre un effet pays important. Les pays les plus représentés sont la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne, en plus des organisations actives à Bruxelles (catégorie « Europe »). On observe que les répondants français sont particulièrement réactifs sur la question des ratios de liquidité, tandis que les répondants britanniques sont plus sensibles à la question des exigences de capital.

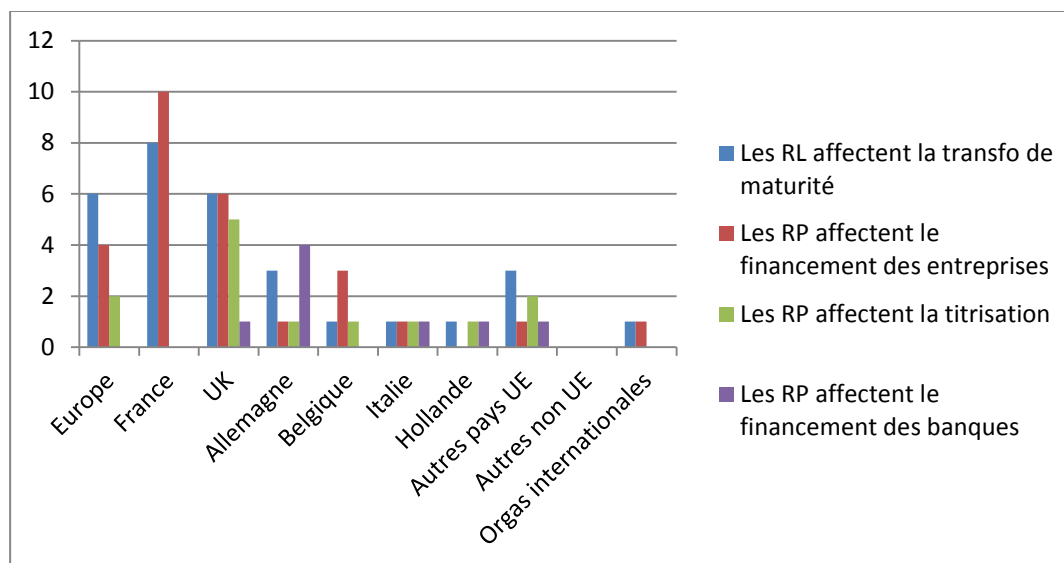
On retiendra plusieurs résultats de cette analyse des arguments et propositions des répondants :

Tout d'abord, les ratios de liquidité sont, selon les répondants, la principale menace sur l'investissement à long terme. Pour eux, ces ratios vont contraindre les banques à détenir davantage d'actifs liquides dans un périmètre restreint et réduire leur capacité de transformation de maturité, ce qui va contribuer à réduire le financement à long terme de l'économie par les banques. Les banques françaises (BNP Paribas et la Fédération bancaire française) sont les plus mobilisées contre les ratios de liquidité, même si d'autres grandes banques européennes ne sont pas en reste (ING, *Royal Bank of Scotland*, Santander, Unicredit).

Les répondants bancaires britanniques sont par ailleurs davantage mobilisés sur l'impact des exigences prudentielles, et argumentent en particulier sur l'impact des exigences prudentielles en matière de titrisation (Barclays, *Royal Bank of Scotland*, HSBC, BBA). Ils dénoncent les propositions faites dans le cadre de la révision du cadre de la titrisation par le Comité de Bâle qui reviendraient pour eux à pénaliser la titrisation d'actifs de long terme, y compris des *Asset backed securities* (ABS) et appellent la Commission à faire de même. Il s'agit aussi de développer la titrisation pour permettre aux banques de poursuivre leur financement de l'économie réelle. La *British bankers association* (BBA) appelle à « débloquer les marchés de capitaux pour les assureurs et fonds de pension pour travailler avec les banques pour assurer le financement à long terme de l'économie réelle ». Il s'agit de développer les nouveaux modèles de financement, par exemple en séparant les phases de construction et opérationnelles des projets d'infrastructure. Le rôle des banques serait d'originer, de structurer et de contrôler les risques associés à la phase de construction pour faciliter l'implication des investisseurs institutionnels.

Enfin, les répondants bancaires allemands (*Association of German Banks, Deutsche Bank, German Banking Industry Committee*) s'intéressent davantage à la question du financement des banques. Ils dénoncent le fait que les banques doivent chercher davantage de financement de long terme pour assurer l'appariement des maturités alors que la dette bancaire n'est pas reconnue comme actifs liquides, notamment dans le cadre de Solvabilité II. Ceci pourrait décourager les compagnies d'assurance et fonds de pension à investir dans le financement à long terme des banques et par voie de conséquence réduire la capacité de financement à long terme des banques.

Figure 16 : Types d'arguments par pays (en nombre de réponses)



Source : calcul des auteurs

Parmi les réponses qui font état d'un impact négatif des exigences prudentielles, on trouve deux catégories d'arguments : la première est associée aux ratios de liquidité et à leur impact sur la capacité de transformation de maturité des banques ; la seconde est liée aux exigences de capital et au renchérissement du coût du financement (crédits titrisés ou non).

Tableau 25 : Nombre de répondants par type d'arguments concernant les ratios de capital et de liquidité

Ratios	Liquidité	Capital		Levier
Arguments	2 Ratios de liquidité contraignent l'Investissement LT limitation capacité de transformation de maturité (crédit)	Prêts trop coûteux	Titrisation pénalisée	Couverture des risques de contreparties contraint l'ILT Ratio de levier contraint l'ILT
Répondants	52	22	13	8

Source : calcul des auteurs

Nous allons expliciter les arguments avancés dans les parties qui suivent au regard des activités bancaires (portefeuille de prêts, de placements, titrisation...).

C. Impact des 3 ratios prudentiels sur l'activité bancaire selon les répondants

1. Sur les portefeuilles de prêts

a) Les ratios de liquidité

Selon les répondants, les ratios de liquidité peuvent impacter l'activité de prêts bancaires. Pour près de 52 répondants¹³⁹ soit 46% des répondants traitant des enjeux prudentiels, les ratios de liquidité ont un effet négatif sur la capacité des banques à financer l'investissement à long terme. Parmi ceux qui argumentent leur position, 30 répondants¹⁴⁰ considèrent que les deux ratios de liquidité vont limiter les capacités de transformation de maturité des banques. Or la capacité des banques de transformer les dépôts à court terme liquides vers un mode de financement moins liquide et axé vers un horizon temporel plus important constitue une source de financement à long terme que d'autres acteurs financiers ne sont pas à même de fournir¹⁴¹. Deux effets sont en particulier mis en avant par les répondants.

Effet 1 (LCR) : une diminution des financements de long terme disponibles du fait de la nécessité de détenir des actifs liquides définis strictement (10 répondants)

L'effet du LCR sur l'investissement à long terme provient notamment de la contrainte appliquée aux banques de détenir des actifs liquides dont la définition est stricte dans le *buffer* du LCR¹⁴². Comme l'indique la réponse d'ING, « le LCR oblige en effet les banques à investir une partie de l'épargne qu'elles attirent dans un spectre réduit d'actifs très liquides, et ainsi à diminuer les financements disponibles pour servir l'économie réelle ». En particulier, l'effet du ratio de liquidité à court terme (LCR) serait déjà visible dans la mesure où les banques auraient déjà anticipé l'effet de ces ratios en réduisant ces activités¹⁴³.

Notre échantillon français¹⁴⁴ (entretiens semi directifs) est assez réticent au LCR mais préfère concentrer ses critiques sur le ratio NSFR. On peut expliquer cette différence par le fait que les banques françaises appliquent un tel ratio depuis une quinzaine d'années.

¹³⁹ Beaucoup de réponses parmi les 52 n'argumentent pas leur propos.

¹⁴⁰ Cet argument est majoritairement utilisé par les banques (12 répondants), les sociétés de conseil ou d'audit et les analystes (6 répondants), les investisseurs divers (4 répondants) et les entreprises non financières (4 répondants).

¹⁴¹ « Les différentes études d'impact quantitatives menées par le Comité de Bâle (CSF), ainsi que par l'Autorité bancaire européenne (ABE), montrent que les banques sont les seules institutions financières à opérer la transformation des échéances en Europe. » selon la Fédération Bancaire Française (FBF). Il s'agit de leur « rôle traditionnel qui consiste à apporter un supplément de crédit à long-terme et qui permet de générer de la croissance via la transformation de maturité » selon HSBC.

¹⁴² « Détenir des actifs à long terme devient pénalisant du fait de la nécessité de détenir des actifs dits liquides, principalement la dette souveraine et les dépôts des banques centrales » expliquent la Fédération Bancaire Française et de BNP Paribas. « Le LCR oblige en effet les banques à investir une partie de l'épargne qu'elles attirent dans un spectre réduit d'actifs très liquides, et ainsi à diminuer les financements disponibles pour servir l'économie réelle » (ING).

¹⁴³ « Le processus de désendettement des bilans observé depuis août 2011 est la conséquence de la récession mais aussi de l'anticipation par les banques des impacts négatifs du LCR sur leurs activités » selon BNP Paribas.

¹⁴⁴ Lors de la phase d'entretiens, nous avons interrogé, entre avril et septembre 2013 les acteurs du secteur bancaire sur l'évolution des règles prudentielles (passage à Bâle III), et sur les effets que pourraient avoir ces dernières sur les différents métiers de la banque ainsi que sur la capacité de financer et d'investir à long terme pour les établissements. Cette section est basée sur l'analyse des 44 entretiens des acteurs du secteur bancaire,

Effet 2 (NSFR) : un raccourcissement de la durée des prêts dû à un rematching de maturité plus coûteux (5 répondants)

La mise en place du NSFR conduirait à un raccourcissement de la durée des prêts à l'économie. Les activités de financement de long terme avec une maturité longue et une rentabilité moindre deviennent particulièrement coûteuses dans la mesure où elles doivent être compensées par du financement stable, dont le coût supplémentaire pourrait être répercuté sur le coût des crédits¹⁴⁵. Ce principe de « *rematching* » des maturités « *oblige les banques à financer leurs investissements via emprunts à terme et fonds propres* » (la *Royal Bank of Scotland*). Ainsi, selon les répondants du panel européen, les deux ratios de liquidité conduiraient à une réduction de financements à long terme pourtant nécessaires à l'économie¹⁴⁶.

Les praticiens français partagent la même opinion. Ils reprochent au NSFR essentiellement son inadéquation avec l'activité d'intermédiation bancaire consistant à transformer des ressources court terme en actifs à long terme (i.e. des dépôts à vue en crédits à moyen ou long terme). Selon eux, les banques disposent d'une faible épargne bloquée de la part des ménages et d'une quantité de dépôts *corporate* insuffisante. Ce ratio exigeant risque d'impacter fortement l'activité bancaire au regard de la difficulté pour les établissements bancaires d'obtenir des ressources longues. Les banques seront dès lors conduites à réduire l'horizon de leurs actifs.

« *Donc ce ratio va affecter la capacité de transformation des banques. En fait pour gagner sa vie, une banque, il faut emprunter court et prêter long. Le ratio de liquidité, le but même du ratio de liquidité, c'est d'empêcher ça.* » (Banque, CFO assistant, RDV 05/2013)
Et verbatims 37 à 41 en annexe

« *Le NSFR va avoir un impact assez fort sur le financement de l'économie en France, simplement du fait qu'il y a une forte désintermédiation de l'épargne en France, en raison de mécanismes fiscaux, et de mécanismes que sont le Livret A, et l'assurance vie. Aujourd'hui, les banques françaises affichent des LCR qui ne sont pas les meilleurs de la Zone euro, simplement parce qu'on ne collecte pas assez de dépôts, donc c'est un sujet, mais alors, c'est un sujet, mais le sujet est-il le LCR en tant que tel, qui finalement, n'est arrivé à quelque chose d'à peu près... satisfaisant, ou est-il effectivement une répartition de l'épargne dans notre pays, qui est compliquée ? Et ça, c'est le message que l'ensemble des banques ont porté aux pouvoirs publics, et c'est au cœur aussi du rapport de Karine Berger sur le sujet. Donc oui, le LCR pèse, mais il met en exergue un problème de désintermédiation de l'épargne en France...* » (Banque, Responsable normes comptables et prudentielles, RDV 09/2013)

« *Si les banques avaient plus d'épargne dans leur bilan, elles auraient beaucoup moins de mal à gérer le passage au LCR* » (Banque, Responsable normes comptables et prudentielles, RDV 09/2013)

des auditeurs, des consultants et des instances de normalisation. La section qui suit va présenter les avis des acteurs français sur les évolutions de ces indicateurs et leurs effets attendus sur les métiers de la banque.

¹⁴⁵ Ce principe de « *rematching* » des maturités « *oblige les banques à financer leurs investissements via emprunts à terme et fonds propres* » (*Royal Bank of Scotland*). A ce titre, « *le NSFR va à l'encontre du rôle fondamental des banques dans la transformation de liquidité/maturité* » (la Fédération Bancaire européenne).

¹⁴⁶ « *L'introduction des nouvelles règles de liquidité vont avoir un effet significatif sur le financement des entreprises et des PME* » (*Unicredit*), mais aussi les prêts hypothécaires, les prêts aux municipalités et les investissements pour les projets d'infrastructure ou d'exportation (BNP Paribas).

Et verbatim 42 en annexe

Effet 3 : Renchérissement du coût des financements et baisse de l'offre de financement lié au traitement prudentiel des dérivés

Certains répondants alertent sur le traitement prudentiel encore très conservateur des dérivés. L'enjeu porte sur la compensation entre les dérivés à l'actif et au passif d'une part et le collatéral d'autre part, en sachant que le NSFR part du bilan comptable à l'actif et au passif. Plus précisément, selon eux, le problème est que le Comité de Bâle autorise à faire un *netting* incomplet entre le collatéral en *cash flow*/titres. Il rajoute une surcouverte dans l'assiette du passif hors collatéral (on prend le montant des dérivés en *mark to market* et on prend 20% qui se rajoute donc aux exigences de NSFR). Ils affirment que ces traitements pénalisants vont avoir un impact sur les utilisateurs de dérivés que sont les investisseurs, les *hedge funds*, les compagnies d'assurance ou encore les *corporates*... soucieux de couvrir leurs risques. Ils pourraient en effet être pénalisés (i) par la baisse de l'utilisation des dérivés pour respecter les ratios et donc par une offre réduite de couverture ; (ii) par l'augmentation du coût des activités d'intermédiation que les banques répercuteraient sur eux. En conséquence, on pourrait voir une baisse de la demande car le coût de la couverture va être disproportionné élevé.

Outre les dérivés, les répondants considèrent que le NSFR va à l'encontre de leur activité principale qui est de faire de la transformation, en demandant aux banques de financer à long terme (i.e. plus d'un an) et d'aller mettre en titres d'Etat et en réserve de liquidité. Cela participe d'un raisonnement non économique. Par exemple, l'affacturage, le crédit documentaire, tout financement du besoin en fonds de roulement des entreprises sur une période de 3 à 6 mois devra être financé à long terme. La différence de fonds entre les banques et les régulateurs est : les premiers considèrent les activités de marché comme des activités de court-terme intrinsèquement qui doivent donc être financés à court-terme, alors que les seconds les considèrent comme des activités intrinsèquement instables, en conséquence, ils exigent des financements plus longs. Par ailleurs, les répondants reconnaissent que sur le financement long terme comme les infrastructures, le NSFR est neutre.

D'une manière générale, les répondants considèrent que le NSFR est très défavorable aux financements de marché car il va obliger les banques à financer par du long terme tous les volumes de titres liquides et par voie de conséquence, à baisser leurs rendements. Certains parlent de coût de stabilité qu'il faudra répercuter sur les clients. Ils rappellent le rôle important des banques sur ces activités de marché en tant qu'intermédiaires de marché par rapport aux dérivés et aux collatéraux (on en a besoin pour les chambres de compensation système de paiement repos reverse...) ; teneurs de marché (*market maker*) pour assurer la liquidité de marché aux opérations de leurs clients qui y sont très attentifs; intermédiaire sur les marchés des capitaux (dette/actions) avec une prise de risque de la banque liée à la prise ferme d'intérêt (*underwriting*). L'ensemble de ces interventions visent à mieux se faire rencontrer les émetteurs et les investisseurs plus la partie dérivés.

b) Les ratios de solvabilité

Effet 4 : Renchérissement du coût des crédits et raccourcissement de la durée des prêts (22 réponses) dû à un renforcement des ratios de solvabilité sur les crédits

Selon les répondants, les prêts (prêts aux entreprises, aux PME, les prêts hypothécaires ou financement d'infrastructures), qui sont considérés comme les principaux instruments de financement à long terme, comptent parmi les actifs les plus coûteux en capitaux réglementaires et les moins rentables sous les exigences de fonds propres de Bâle III. Ainsi cette calibration du ratio de solvabilité va conduire à pénaliser les prêts aux échéances longues *a priori* plus risqués que des prêts à court terme. Dans un contexte où les banques doivent augmenter leur capital et maintenir le retour sur fonds propres, ces dernières sont amenées à diminuer leur financement de long terme. Le système prudentiel estime que les actifs à long terme sont plus risqués que les autres et doivent donc être plus chargés en fonds propres. Ce principe de raisonnement risque de conduire les établissements à ne plus assurer le financement à long terme de l'économie pour maintenir une profitabilité au regard de leurs actionnaires. Ces deux effets sont corroborés par les arguments des acteurs du secteur bancaire français.

« Ce sont des réglementations qui vont, par exemple, influencer la façon dont nous devons calculer les actifs pondérés. Les activités dans notre bilan ne sont pas simplement regardées selon les règles comptables, mais également pondérés en fonction des risques. Ces actifs pondérés déterminent le niveau des exigences en son sein, combien de capital une banque doit avoir à disposition pour mener son business. Alors, ça veut dire que quand les règles sur les actifs pondérés changent, ça peut véritablement influencer le niveau de capital qu'il faut avoir pour émettre ce business. Avoir des capitaux au sein d'une banque a un coût, puisqu'il faut rétribuer les actionnaires ; donc, logiquement, si les actifs pondérés doublent il faut deux fois plus de capital et donc garantir une profitabilité deux fois plus grande. Il est clair que ça influence la viabilité, la performance d'un business. C'est ce qui est en train de se passer. »
(Banque, Responsable des normes prudentielles, RDV 06/2013)

« Ce que le superviseur dit : « c'est que vous devez avoir au minimum 8 % quoi qu'il advienne par tous les temps. Et tout d'un coup quand on est en situation de crise le superviseur a le pouvoir d'exiger de la banque qu'elle reconstitue sans attendre son niveau de fonds propres de telle sorte qu'elle atteigne à nouveau un niveau de 8 %. C'est le seuil minimal. Sauf qu'en période de crise parfois c'est extrêmement difficile pour une banque de lever des fonds propres parce qu'on est en situation de crise, perte de confiance, il n'y plus personne, etc. Et on fixe à 8 % le seuil minimal et on va exiger des banques de détenir au moins 12 % de telle sorte qu'en période de crise elles pourront descendre jusqu'à 8%. Donc en temps normal elles auront 12 et en période de crise elles pourront descendre jusqu'à 8 et ainsi quand elles seront dans cette fourchette de 8 à 12 – ce n'est pas pas les bons chiffres, mais c'est juste pour vous donner un exemple – on n'exigera pas, ce n'est pas parce qu'en période normale c'est 12 % qui sera exigé, on ne va pas exiger en période de crise qu'elles reconstituent manu militari sans attendre leurs fonds propres. Elles disposeront d'un certain laps de temps pour pouvoir reconstituer leurs fonds propres. Grosso modo, il va y avoir des plans de reconstitution des fonds propres, que les banques devront soumettre à un superviseur et elles auront (je ne sais pas) deux-trois ans pour reconstituer leurs fonds propres et atteindre à nouveau les 12 % qu'elles avaient avant crise. Donc d'une certaine manière c'est aussi une façon d'éviter les effets contra-cycliques ou les effets pro-cycliques »
(CE, chargé de mission, RDV 10/2013)

Et verbatim 43 à 46 en annexe

Effet 5 : Raccourcissement de la durée des prêts dû à des exigences de fonds propres sur la couverture des risques de contrepartie (8 répondants)

Les exigences de fonds propres supplémentaires liées à l'utilisation des dérivés comme ceux de couverture (dérivés de crédit), et notamment la prise en compte du risque d'ajustement de valeur de crédit (CVA)¹⁴⁷, pourraient avoir un effet négatif sur les prêts à long-terme. Les répondants (8) mettent en avant que cette utilisation des dérivés de couverture représente un aspect essentiel pour le financement des entreprises et notamment les transactions de long-terme.

On peut remarquer que les répondants à la fois français et européens ne mentionnent pas d'effets négatifs sur la composante contra-cyclique ou les surcharges de capitaux propres pour les banques à enjeu systémique.

Effet 6 : Restriction de la distribution de crédits lié à l'augmentation des ratios de solvabilité (échantillon français)

Par ailleurs, les acteurs de notre échantillon français mettent en évidence les liens étroits entre le niveau des fonds propres et la quantité de crédits distribués. Selon eux, comme le portefeuille de prêts représente la source principale d'exigence en fonds propres, ce sera le poste privilégié pour contenir le niveau de fonds propres. Dans ces conditions, les banques pourraient avoir tendance à restreindre le montant des crédits distribués afin de ne pas augmenter leurs exigences en capital.

- « *Dans un bilan bancaire, vous avez 80 % de crédits, donc les risques de crédits sont la principale source de consommation de fonds propres. C'est-à-dire que les normes prudentielles vont limiter la distribution de crédit et donc on va avoir un effet collatéral sur le financement de l'économie réelle. Je pense que c'est déjà très largement intégré par les banques qui ont déjà restructuré leur bilan.* » (Consultant, RDV 06/2013)
- « *La réglementation sur la solvabilité oblige à réduire la part des crédits, et donc elle oblige à aller chercher plus de financement de marché.* » (Directeur général délégué, RDV 07/2013)
- « *Ceci dit, il y a eu des études d'impact et on sait très bien que si on exige trop de fonds propres, ça va renchérir les ressources des banques et forcément ça va avoir un effet notamment sur les taux d'intérêt que les banques vont proposer à leur clientèle et ça va aussi avoir un effet sur le volume des crédits* » (Chargé de mission, CE, RDV 10/2013)

c) Le ratio de levier

Effet 7 : (16 répondants) : baisse des financements longs

Parmi les 16 répondants qui considèrent que le ratio de levier a un effet négatif sur la capacité d'investissement à long terme des banques, seuls 4 répondants argumentent en dénonçant le principe de ce ratio, qui s'applique sur l'ensemble du bilan des banques sans prendre en compte le risque des actifs. Il aura potentiellement un impact limitant pour des banques dont les actifs bénéficient de pondération en exigences de capital faible ou nulle, comme les financements longs bénéficiant de garanties publiques.

¹⁴⁷ Bâle III prévoit une surcharge de capital pour les produits dérivés en fonction des pertes *mark-to-market* relatives aux risques d'ajustement de valeur de crédit.

Parmi les praticiens français, ce nouveau ratio fait l'unanimité contre lui : que cela soit sur son intérêt informatif, son mode de calcul et surtout les effets qu'il pourrait avoir sur les métiers bancaires. Ils estiment que ce ratio est réducteur, en particulier du fait de son mode de calcul qui est jugé trop frustrant. Une telle vision va à l'encontre du métier de banquier devant précisément gérer des risques différenciés. Selon les acteurs interrogés, ce ratio conduirait à une réduction significative des actifs bancaires. Ce *deleveraging* peut être préjudiciable si les établissements choisissent de réduire leurs activités de prêts aux ménages/entreprises et / ou les placements dans certaines classes d'actifs (qui sont cruciaux pour le financement de long terme), par rapport à d'autres activités qui seraient plus rentables (mais moins utiles pour le financement de long terme).

« *Le ratio de levier nie le principe de diversification des risques, c'est clair que ça ne peut pas marcher. C'est la négation même du métier de banquier...* » (Banque, association professionnelle, RDV 10/2013)

Et verbatim 47 à 49 en annexe

Ce qui conduit certains acteurs à poser la question de l'intérêt de ce ratio. En effet selon les répondants un tel ratio n'a pas d'intérêt pour l'analyse bancaire, il n'a comme avantage que sa simplicité et sa comparabilité pour un lecteur des comptes non professionnel.

« *Le ratio de levier, honnêtement je ne vois pas à quoi ça sert. Puisque vous avez un ratio sur la liquidité, qui est là pour votre endettement et vous avez un ratio qui est là sur la solvabilité pour regarder votre risque, donc il sert à quoi ce ratio-là ? De mon point de vue, c'est un ratio pour les analystes pour qu'ils suivent facilement les banques. Les analystes qui suivent en fait les sociétés, donc ils ont besoin d'avoir un ratio qui est facilement calculable avec les trois chiffres qu'il y a dans un bilan.* » (Banque, CFO assistant, RDV 05/2013)

Par ailleurs, certains répondants remarquent que ce ratio va totalement à l'encontre du système prudentiel de mesure précise des risques que le comité de Bâle met en place depuis plusieurs décennies.

« *On revient à la période pré-Bâle, avec le ratio de levier, qui est vraiment, pour moi, la négation même de la réglementation bancaire* » (Banque, association professionnelle, RDV 10/2013)

Et verbatim 50 en annexe

Cette tendance au *deleveraging* (ie diminution de l'actif pour diminuer le levier) est confirmée par les acteurs du secteur bancaire :

« *Et on a décidé de faire un « deleveraging », je ne sais pas comment on dit... mais on a diminué la taille du bilan, mais donc diminuer la taille du bilan, c'était diminuer l'actif... et diminuer l'actif, c'est de diminuer le crédit ...* » (Banque, CFO, RDV 09/2013)

« *Un ratio de levier vous incite à sortir des actifs qui sont longs et peu risqués du bilan de la banque. Typiquement, ce sont des actifs immobiliers qui sont les actifs les plus longs et les moins risqués dans les bilans d'une banque. C'est un ratio de levier, quand vous mettez en place un levier où vous incitez les banques en fait à sortir de leurs bilans des actifs*

immobiliers ou d'actifs de bonne qualité de leurs bilans. » (Banque, CFO assistant, RDV 05/2013)

Au-delà d'une restructuration des bilans bancaires, le choix de diminuer les actifs bancaires vont conduire à diminuer soit l'octroi de financement aux ménages/entreprises et ou l'investissement dans certaines catégories d'actifs.

« Mais, le leverage ratio c'est-à-dire qu'il crée les contraintes au niveau des grands équilibres financiers des banques qui font que - qui sont des contraintes nouvelles qui n'existaient pas auparavant - les banques ne sont plus libres d'accorder autant de crédits qu'auparavant. Donc, on a une grande question qui est posée aujourd'hui qui est : l'équilibre entre ce que le régulateur prudentiel pensait être la sécurité du système pour demain et le problème de la croissance économique. Donc, où est ce point d'équilibre ? Un certain nombre pense aujourd'hui qu'on a dépassé le point d'équilibre et que le système bancaire aujourd'hui, compte tenu des contraintes qui lui sont imposées, a beaucoup de mal à participer à la croissance de l'économie. L'économie, je pense que là, il y a les statistiques et l'information pour la montrer, mais les reprises économiques ne sont pas sans crédits bancaires. Le crédit bancaire aujourd'hui est devenu compliqué. Donc, il y a un vrai sujet qui est posé aux responsables. » (Consultant, RDV 06/2013) Et verbatim 51 à 53 en annexe

Un acteur du secteur financier français a mis en avant le risqué lié à la comptabilisation des dérivés comptabilisés dans le bilan au dénominateur du ratio de levier.

Effet 8 : Renchérissement du coût des financements lié à l'incorporation des dérivés dans le calcul du ratio de levier avec des règles conservatrices.

Sur le ratio de levier, les répondants du secteur bancaire dénoncent les règles trop conservatrices qui amènent à calculer des expositions qui n'en sont pas. Ces règles sont très pénalisantes en ratio de levier. Les arguments sont les mêmes que ceux évoqués pour le ratio NSFR.

2. Sur la titrisation

Effet 9 : Remise en cause de la viabilité économique de la titrisation – pénalisation des produits titrisés pour les maturités plus longues due au renforcement des ratios de solvabilité :

Pour 13 répondants, les exigences de capitaux et les règles de rétention de risque appliquées à la titrisation sont considérées par les répondants comme étant trop importantes. Pour eux, la titrisation serait pourtant une source alternative de financement à long-terme, en permettant à la fois aux banques de continuer à accorder des prêts avec des exigences de capitaux moindres, et aux investisseurs institutionnels et marchés de capitaux d'investir à long terme, y compris dans les PME.

Certains répondants dénoncent les propositions du Comité de Bâle (*Securitization framework* de 2012) qui prévoient une hausse de la pondération des produits titrisés pour les maturités plus longues sans distinction des différents types de titrisation (dont certaines sont particulièrement sûres - *prime collateralised securities* ou *asset backed securities*). Comme le notent certains répondants, les analyses de risque et notations incluent par ailleurs déjà le profil de maturité : il s'agirait d'une « double peine ». De telles pondérations pourraient

menacer la viabilité économique de la titrisation et pourraient conduire les banques à se débarrasser de leurs actifs titrisés.

L'échantillon français corrobore en partie le point de vue des répondants du livre vert. Le peu de réponses obtenues montrent que les banques sont plutôt favorables à ce type d'opérations et estiment que les règles prudentielles de Bâle III peuvent affecter la capacité des banques à titriser leurs portefeuilles de prêts. Cependant les acteurs soulignent que cette pratique est relativement marginale en France et se montrent favorable à son développement. Les banques françaises se considèrent comme lésées car contrairement aux banques anglo-saxonnes, elles conservent tous les crédits immobiliers dans leurs bilans alors qu'ils ont un taux de défaut très faible. En conséquence, ils ne devraient pas être pris en compte dans le calcul du ratio de solvabilité dans lequel ils sont pondérés à 100%.

- « *Oui, c'est un exemple. Nous avons vu que, malheureusement, avec certaines des règles qui sont en train de changer en matière de titrisation, ça pourrait assécher ou fortement réduire les marchés en matière de titrisation, donc également la possibilité d'émettre de nouvelles transactions sur le marché.* » (Banque, responsables des normes prudentielles, RDV 06/2013)
- « *Oui, bien sûr, la titrisation peut être un mode de financement à long terme. La titrisation peut presque être mise dans l'Originate to Distribute.* ». (Banque, Directeur général délégué, RDV 07/2013)

Et verbatim 54 à 56 en annexe

3. Sur les placements

En dehors de leur activité de crédit, les banques possèdent une large palette d'instruments financiers : actifs financiers disponibles à la vente et/ou détenus jusqu'à l'échéance, immobilier de placement. Les exigences réglementaires peuvent aussi affecter ces secteurs d'activités. Le tableau 26 donne une illustration des portefeuilles d'instruments de 5 banques européennes. On constate globalement la part prépondérante du portefeuille de crédits, suivi voir dépassé pour certains établissements par le portefeuille d'instruments en juste valeur par résultat. L'activité de *trading* représente entre 9% et 17% de l'actif bancaire. Les instruments dérivés représentent entre 17% et 31% de l'actif des banques étudiés, cependant la part dédiée à la comptabilité de couverture n'est pas systématiquement précisée. Enfin le portefeuille d'investissement à moyen-long terme (AFS) varient entre 3 et 11% de l'actif, celui-ci est détaillé dans le tableau d'après. La catégorie détenue jusqu'à l'échéance n'apparaît pas dans ce tableau car elle a été renseignée uniquement pour les banques françaises et représentait moins de 1% de l'actif.

Tableau 26 : Portefeuille d'instruments détenus par 5 banques européennes (en fonction des catégories comptables IFRS) en 2013

2013 en % de l'actif	BNPP	HSBC	Deutsche bank	Santander	Société Générale
Total des prêts	37%	44%	23%	64%	34%
dt prêts à la clientèle	34%	38%		58%	27%
dt prêts aux banques	3%	7%		6%	7%
Instruments financier en JV par résultat	38%	36%	56%	13%	39%
dont trading	9%	17%	13%	10%	
Dont dérivés	17%	17%	31%		
Actifs financiers AFS	11%		3%	8%	11%
ou total des investissements financiers		9%			
Total actif	100%	100%	100%	100%	100%

Sources : à partir des rapports annuels 2013

Le tableau ci-dessous met en évidence une baisse (hausse) importante du portefeuille actions (obligations) des trois banques observées Cette évolution des structures de portefeuille pourrait s'expliquer par les évolutions des normes réglementaires.

Tableau 27 : Structure du portefeuille d'investissement (AFS) de 3 banques européennes

HSBC (en M€)	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Obligations	53 308	48 266	63 196	67 555	60 879	67 003
Actions	747	763	908	1 058	1 719	1 980
<u>Deutsche bank</u>	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Obligations	44 242	44 155	39 381	46 214	13 851	17 966
Actions	1 076	1 305	1 868	3 428	3 268	4 747
<u>BNPP</u>	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Obligations	186 131	175 413	174 989	202 561	202 148	114 433
Actions	17 282	17 093	17 479	17 397	22 475	18 849

Sources : d'après les rapports annuels 2013

Effet 10 : Baisse des placements actions (échantillon français)

Du point de vue prudentiel, les actions sont des actifs risqués car soumis aux fluctuations des marchés et sans garantie de capital. Dans ces conditions le superviseur affiche très clairement une volonté de pénalisation de ce type d'actif.

« Mais justement sur les actions, le comité de Bâle considère qu'une action est un actif beaucoup plus risqué qu'une obligation. » (CE, chargé de mission, RDV 10/2013)

Et verbatims 57 et 58 en annexe

Effet 11 : Hausse des placements obligataires (échantillon français)

Dans ces conditions, les acteurs estiment que les exigences prudentielles favorisent plutôt l'investissement obligataire et plus particulièrement l'obligataire souverain considéré comme moins risqué et plus liquide que les autres types d'actifs.

- « Donc ce qui paraît plus jouer sur l'allocation c'est le LCR. Il y a une incitation à dérisquer, oui. Tout à fait, à détenir des portefeuilles liquides pour faire face à des flux de dépôts potentiels, les titres liquides sont par excellence les titres souverains. Donc certains y voient une attention des Etats de gérer la crise souveraine. » (Banque, Directeur des risques)

Et verbatim 59 et 60 en annexe

Effet 12 : Baisse des actifs de diversification (private equity) (échantillon français)

Par ailleurs, les acteurs interrogés considèrent que les règles introduites par Bâle III auront des impacts très forts sur les actifs de diversification, en particulier le *private equity*. Ce type d'investissement est considéré comme particulièrement risqué par le régulateur.

- « On a des traitements sur tout ce qui est activités de private equity. A partir du moment où il y a eu une vision du régulateur selon laquelle c'était beaucoup plus risqué que ce qui avait peut-être anticipé il y a quelques années, on a tendance à alourdir la barque et donc à faire en sorte que les banques se disent ou même leur interdire dans certains cas. Après, on peut dire : c'est peut-être pas leur business » (Normalisateur, chargé de mission, RDV 09/2013)

Ainsi, au regard des réponses de l'échantillon français et européen, il semble que les activités de financement bancaires seront impactées par les nouvelles mesures prudentielles en particulier celles liés aux investissements à long terme. L'activité qui semble la plus touchée par les nouvelles exigences prudentielles est l'offre de crédit et les financements qui ont une durée longue de financement avec un triple impact des nouveaux ratios qui se combine (voir tableau ci-dessous).

Tableau 28 : Synthèse des effets négatifs des nouveaux ratios

	Ratio de solvabilité	Ratio de levier	Ratio de liquidité CT	Ratio de liquidité LT
Avis général sur le ratio	Défavorable	Défavorable	Neutre	Défavorable
Impact général attendu	-Hausse du montant des fonds propres -Hausse du coût du capital - <i>Deleveraging</i>	<i>Deleveraging</i>		-Baisse des actifs à LT -Répercussion sur les tarifs
Impacts sur Portefeuille de crédits	-Baisse des prêts à LT -Refacturation des coûts aux clients Baisse des prêts à LT -Hausse coût crédit Raccourcissement durée des prêts (ratio sur les dérivés)	Baisse de financements LT	Baisse des prêts	Raccourcissement durée des prêts
Impacts sur Placement obligataire	-Hausse des investissements obligataires (souverains en particulier)			
Impacts sur Placement actions	-Baisse des placements en actions			
Impacts sur Placement diversification	-baisse des placements en <i>private equity</i> , infrastructures.			
Impacts sur l'activité <i>Trading</i>				
Impacts sur Tirisation	-baisse des actifs titrisés (surtout LT)			Baisse titrisation des crédits

D. Les propositions des répondants en 2013

Les prêts bancaires

Il y a relativement peu de propositions formulées par les répondants, la plupart émanant du secteur bancaire et font écho à l'actualité de la mise en œuvre des ratios de liquidité et de capitaux. Les parties prenantes insistent particulièrement sur les ratios de liquidité dans la mesure où le livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne a une dimension consultative dans le cadre de la préparation par la Commission de l'acte délégué au règlement CRR concernant la mise en place du ratio LCR. L'acte délégué a été publié en 2015. Nous allons développer plus loin les modifications apportées au texte initial par rapport à l'acte délégué publié en 2015 dans l'élaboration de nos recommandations finales.

Tableau 29 : Nombre de répondants par type de propositions

	Exigences de capital	Exigences de liquidité	
Propositions	Titrisation	NSFR	LCR
Répondants	9	10	9

Source : calcul des auteurs

Proposition 1 : (9 réponses) : pour un élargissement du buffer du LCR

La première catégorie de propositions constitue une réaction à la publication en janvier 2013 des standards de mise en œuvre du LCR dont l'introduction progressive est prévue entre le 1^{er} janvier 2015 et le 1^{er} janvier 2019. Les répondants suggèrent d'étendre le *buffer* du LCR à d'autres types d'actifs : crédits titrisés à la consommation, prêts automobiles, résidentiels, sur carte de crédit ou aux entreprises. Pour ces répondants, le calcul du buffer du LCR est trop contraignant. Le buffer du LCR reste majoritairement constitué de *cash*, dette souveraine et de dépôts auprès de la BCE, et ce malgré les ajustements proposés en Janvier 2013 par le comité de Bâle comprenant les titres adossés à des hypothèques résidentielles (RMBs) et obligations de sociétés¹⁴⁸.

Selon les répondants, élargir le *buffer* à des actifs titrisés qui contribuent au financement de l'économie réelle, permettrait de relâcher la contrainte de liquidité qui impose aux banques de détenir un éventail restreint d'actifs liquides de haute qualité. Cela aurait également pour conséquence de redonner de l'efficacité à la politique monétaire de la BCE. Lors des *Long term refinancing operations* (LTRO), la BCE injecte dans les banques des liquidités de long-terme... qui, dans la situation actuelle, reviennent immédiatement à la BCE sous forme de dépôts, afin de construire les tampons de liquidité des banques, au lieu de financer l'économie. Il s'agirait d'une solution pour encourager la titrisation et ainsi faciliter la

¹⁴⁸ Il faudrait « appliquer un ratio non stressé ou moins stressé (en modifiant les calibrages et non la structure) ou retenir un ratio stressé mais intégrer la possibilité de mobiliser des actifs auprès des banques centrales. » (FBF).

« Nous pensons que l'inclusion de certaines hypothèques résidentielles est un pas en avant, mais nous recommandons d'inclure les autres catégories qui sont reconnues comme contreparties des opérations « open market » de la BCE, notamment des produits de titrisation tels que les crédits à la consommation, prêts automobiles, résidentiels, sur carte de crédit ou aux entreprises » (Santander).

transition d'une économie majoritairement financée par les banques vers un système qui laisserait un rôle plus important aux marchés de capitaux dans le financement à long terme¹⁴⁹.

Proposition 2 (10 réponses) : pour un élargissement du buffer du NSFR et un calcul moins stressé des engagements de long-terme

La seconde catégorie de propositions concerne le NSFR. Elles sont beaucoup moins précises, compte tenu de l'absence d'échéances réglementaires de ce ratio. Les propositions s'en tiennent donc à souligner le danger que représente le NSFR en termes de diminution des capacités de transformation des banques et de raccourcissement de la durée des prêts. Elles tendent à inciter la Commission à utiliser la période d'observation (jusqu'à fin 2017 pour une mise en œuvre du NSFR en 2018) afin d'étudier de possibles effets néfastes sur les investissements à long-terme et aménager la définition du ratio. Elles proposent enfin d'élargir le buffer ou d'appliquer un calcul moins stressé pour les engagements de long-terme¹⁵⁰ pour réduire les contraintes de financement stable associées à la mise en œuvre du NSFR.

Proposition 3 : (9 réponses) : pour un allègement des exigences en capital des produits titrisés

La principale proposition mise en avant par les répondants consiste à alléger les exigences prudentielles relatives à la titrisation. L'idée est de développer les marchés de titrisation afin de permettre aux banques de gérer leurs risques, de mieux financer les PME et d'associer davantage les marchés de capitaux et investisseurs institutionnels au financement des investissements à long-terme. En particulier, la Commission pourrait appeler à rejeter les révisions du cadre réglementaire pour la titrisation proposée par le comité de Bâle (BCBS 2012), et qui vise à établir un nouveau cadre pour le traitement prudentiel de la titrisation. Celui-ci comprend la révision des exigences de capital, la réduction du recours aux notations externes et la prise en compte de facteurs de risque comme la prise en compte de la maturité des tranches de titrisation.

Par ailleurs, un acteur issu du secteur français propose de supprimer le reversement partiel de l'épargne sur le livret A à la CDC afin de récupérer une épargne statistiquement stable et améliorer le ratio de levier.

Section 3 : Discussion et confrontation des points de vue (2013)

Cette partie vise à discuter les arguments des différentes parties prenantes au regard de la littérature et des trois dimensions de la définition de l'investissement à long terme (voir chapitre 2) afin de définir quelques principes de recommandations. Elle confirme que les nouvelles exigences peuvent constituer des biais court-termistes mais que ceux-ci doivent être relativisés. Nous compléterons par la suite cette analyse en prenant en compte les aménagements réglementaires effectués en 2014 et 2015.

1. Les exigences de fonds propres versus investissement de long terme

¹⁴⁹ « A l'instar de la situation aux Etats-Unis où 50% des crédits hypothécaires sont refinancés grâce à des entreprises soutenues par le gouvernement (Fannie Mae, Freddie Mac) » (BNP Paribas).

¹⁵⁰ « Les régulateurs pourraient revoir le second ratio « NSFR », actuellement encore à l'étude, en accordant une importance particulière à ce qu'il ne bloque pas la capacité d'intermédiation des banques, et qu'il n'aboutisse pas à raccourcir brutalement la durée des prêts à l'économie. » (FBF)

Les réponses au livre vert sur l'investissement à long terme relatives aux questions réglementaires complétées par les entretiens français suggèrent que deux approches s'opposent sur la question de l'impact des exigences de capital.

Pour les répondants bancaires, les exigences de capital supplémentaires vont les obliger à se recapitaliser et donc à augmenter leurs coûts de financement (la recapitalisation s'opérant par levée de capitaux auprès des actionnaires ou par bénéfices retenus, c'est-à-dire en ne versant plus de dividendes aux actionnaires). Dans le même temps, leur rendement sur capital, le *Return on equity* (ROE) va diminuer, ce qui va les rendre moins attrayants aux yeux des actionnaires potentiels. La difficulté à obtenir le capital réglementaire nécessaire les obligera à éviter les actifs les plus coûteux en pondération des risques. Quant aux coûts supplémentaires de financement, ils seront répercutés sur les clients. Ce sera donc la double peine pour les emprunteurs dont les crédits seront rationnés et plus chers. Le processus de *deleveraging* (réduction du levier), qui est la conséquence des nouvelles exigences prudentielles, serait donc une cause majeure du déficit de financement à long terme de l'économie européenne, et de la faible croissance.

Plus précisément, selon les répondants, les prêts (prêts aux entreprises, aux PME, hypothécaires ou pour le financement d'infrastructures), considérés comme les principaux instruments de financement à long terme, comptent parmi les actifs les plus coûteux en capitaux réglementaires et les moins rentables sous les exigences de fonds propres de Bâle III. Cette calibration du ratio de solvabilité va conduire à pénaliser les prêts aux échéances longues *a priori* plus risqués que des prêts à court terme. Cette baisse des financements longs frappera d'autant plus les crédits qu'ils représentent une grande partie de leur bilan et qu'ils sont moins rentables que des activités de marché. Selon eux, le superviseur part du principe que ce qui est long est frappé d'incertitude et par là même est plus risqué. Dès lors, les activités à long terme sont plus fortement réglementées pour inciter les établissements à la prudence. Il en va de même pour les placements en actions et dans des actifs de diversification (*private equity*, infrastructures) qui sont pénalisés par des calibrations élevées.

Selon les répondants issus de la société civile, l'approche est radicalement différente : les normes prudentielles devraient avoir un impact favorable sur l'investissement à long terme. Selon eux, la recapitalisation des banques est nécessaire sur le plan de la stabilité financière. Elle ne s'accompagne pas nécessairement de coûts supplémentaires : avec l'amélioration des bilans, les actionnaires des banques sont susceptibles d'accepter des ROE plus faibles en contrepartie d'une sécurité accrue (*Finance Watch*, 2013). Plusieurs études abondent en ce sens et montrent un appétit croissant des investisseurs vis-à-vis de la dette et du capital des banques européennes, ce qui est possiblement une conséquence des améliorations dans leurs bilans (ESMA, EIOPA, EBA 2014 ; Thompson, Hope 2014). Comme suggère Bech et al. (2012), « *le deleveraging du secteur privé après une crise peut même permettre un redressement plus vigoureux* ».

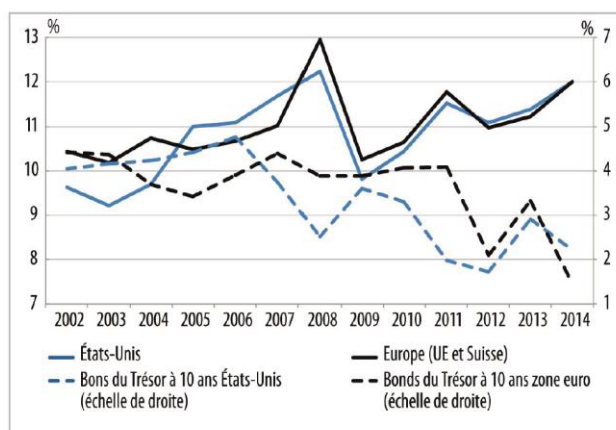
La première approche est conforme aux critiques évoquées dans la revue de littérature portant sur le coût des exigences prudentielles. Dans un contexte où les banques doivent augmenter leur capital, ces dernières sont amenées à diminuer leur financement de long terme, si elles veulent maintenir leur retour sur fonds propres. L'accroissement des exigences en capital pèse négativement sur leur ROE, indicateur qu'elles interprètent comme une mesure pertinente de leur performance et de leur profitabilité.

Ce point de vue doit être relativisé pour deux raisons :

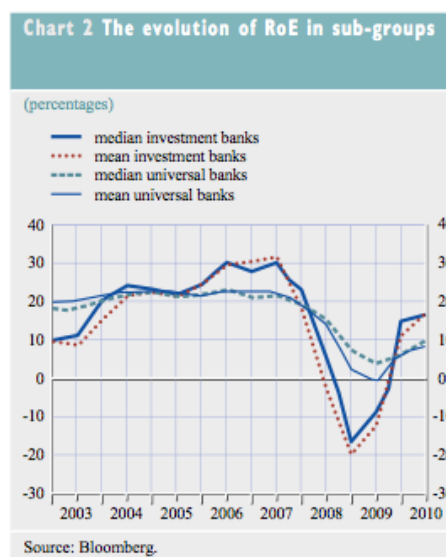
- D'une part, les grandes banques systémiques américaines et européennes dans la période pré-crise, ont connu des ROE très élevés. Entre 2002 et 2014, le ROE des industries américaines et européennes variaient entre 10% et 13 % alors que celui des banques universelles étaient de 10% et 20% de 2002 à 2005 puis oscillaient entre 20% et 30% de 2004 à 2007 pour baisser drastiquement après. La crise a montré le caractère insoutenable de ces niveaux de ROE (ECB, 2010 ; Villeroy de Galhau, 2015). Si les banques se sont lancées dans une course aux ROE, c'était pour ne pas être pénalisées par les marchés, qui percevaient l'activité des banques comme très risquée (étant donné le levier élevé) et en conséquence, en attendaient des rendements élevés.

Les sociétés non financières ne sont pas les seules à subir la dictature de la liquidité des marchés avec des actionnaires qui peuvent vendre leurs actions si les exigences en ROE sont en dessous de la moyenne estimée par le marché et/ou si les dividendes ne sont pas à la hauteur (voir chapitre introductif). Dans le cas des sociétés financières, l'effet est encore plus grand car elles jouent un rôle d'intermédiaires financiers participant au financement de l'économie. Cette pression du marché peut les amener à elles aussi sélectionner des projets très risqués, rentables à court-terme au détriment de projets d'investissement à long terme, moins rentables à court-terme. Plutôt que de jouer sur le dénominateur (pour maintenir des ROE jugés non soutenables à long terme), les banques pourraient davantage arbitrer sur le numérateur. De même des pondérations plus faibles pourraient être appliquées aux prêts visant à financer des projets qui correspondent à la première dimension de la définition de l'investissement à long terme (investissements productifs tangibles et intangibles).

Figure 17 : Evolution comparée du ROE aux États-Unis et en Europe pour les industries générales (2002-2014) et les banques universelles (2002-2010)



Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015), BCE (Euro area 10-year Government Benchmark bond yield).



Source : ECB, 2010, Beyond ROE...

- D'autre part, le ROE a échoué à discriminer les banques les plus performantes en termes de soutenabilité de leurs résultats. Cela s'explique par le fait que le ROE est un indicateur de court terme qui ne dit rien sur la pérennité des stratégies adoptées. Le ROE occulte la plupart des éléments importants du risque portés par les banques : le levier, la structure de financement, la dépendance aux financements sur les marchés de gros de court terme les plus volatiles i.e. la manière dont le levier est financé, la qualité des actifs, la concentration des

risques etc. Toutes stratégies de restructuration des bilans bancaires visant à générer de la valeur dans le long terme (court terme) et à adopter un modèle d'activité plus stable génèrent des pressions à la baisse (à la hausse) sur le ROE.

Recommandations :

Nous pensons que les ROE bancaires des années 2000 étaient insoutenables et nous sommes favorables à un arbitrage sur le numérateur (résultat net, marge) plutôt qu'exclusivement sur le dénominateur. Cet arbitrage pourrait être facilité par des pondérations plus faibles appliquées aux prêts visant à financer des projets qui correspondent à la première dimension de la définition de l'investissement à long terme (investissements productifs tangibles et intangibles).

2. Les ratios de liquidité versus intermédiation financière

Pour la majorité des répondants européens et français issus du secteur bancaire, les deux nouveaux ratios peuvent avoir un impact sur la capacité des banques à faire leur travail d'intermédiaires financiers (transformation de maturité notamment). Le LCR obligerait les banques à détenir des actifs liquides, au détriment des actifs de long terme. Le NSFR affecterait les capacités de transformation de maturité en obligeant les banques à associer aux actifs de long terme un financement de long terme. Cela entraînerait respectivement une diminution des financements de long terme disponibles (du fait de la nécessité de détenir des actifs liquides définis strictement) et un raccourcissement de la durée des prêts dû à un *rematching* de maturité plus coûteux.

A l'instar de la littérature¹⁵¹ qui est assez rare sur ces aspects, les acteurs du secteur non financier ont été moins prolixes concernant les effets des ratios de liquidité sur le financement de l'économie. Il convient tout de même de questionner ce lien de cause à effet.

En effet, si les régulateurs ont mis en place ces ratios de liquidité c'est parce que la crise a révélé que certaines banques avaient poussé très loin, voire trop loin, l'activité de transformation, en collectant de plus en plus de ressources de marché de très courte échéance pour financer des actifs immobiliers ou des produits structurés issus de la titrisation dont la liquidité s'est évanouie du jour au lendemain (*Northern Rock* et *Lehman Brothers* par exemple). Certes, la transformation de maturité fait partie intégrante du métier bancaire mais la sélection et la gestion des risques (coûts de *screening* et de *monitoring* aussi) également.

Ainsi réduire les excès d'une transformation de maturité non maîtrisée en matière de gestion des risques constitue précisément l'objectif des ratios de liquidité et il est légitime. Cela s'est traduit par un régulateur plus intrusif dans la gestion du risque de liquidité de la banque en énumérant strictement les actifs que la banque peut considérer comme stables ou liquides et en pénalisant les dépôts d'institutions financières. La difficulté est donc de trouver un juste équilibre entre la recherche de réduction de l'excès de la transformation et la capacité de faire de la transformation financière. Une fois de plus, cet équilibre pourrait être trouvé à travers la recherche d'ajustements à la fois au numérateur et au dénominateur.

¹⁵¹ Dans leur étude d'impact publiée par le FMI, Elliott, Salloy et Santos (2012) déplorent la faiblesse de la littérature et des données disponibles à cet égard et pointent les difficultés à estimer les coûts des exigences de liquidité. Leur étude aboutit à un résultat de +0,14% en termes de renchérissement du crédit, un résultat proche des études d'impact de la Commission et de la BRI (+0,16%).

Pour améliorer le LCR des banques peuvent favoriser le recours à des financements stables, afin de réduire les sorties nettes de fonds, plutôt qu'à la détention d'actifs liquides.

En ce qui concerne, les financements (dénominateur), l'option est de détenir plus de financements longs et/ou stables. Ainsi, comme le note Couppey-Soubeyran (2013), les ratios de liquidité n'empêchent pas les banques de transformer des dépôts en crédits. Ces dernières pourraient s'appuyer davantage sur des financements de types dépôts qui restent considérés comme des ressources statistiquement stables (à 90 % pour ceux des particuliers, à 75 % pour ceux des PME, à 50 % pour ceux des grandes entreprises), y compris les dépôts à vue (les entrées compensant en moyenne les sorties). Si ces dépôts sont insuffisants, on pourrait envisager de considérer comme stable un pourcentage plus élevé de dépôts d'institutions financières (sicav monétaire ou de l'assurance-vie). Le pourcentage actuel de 10% de tels dépôts peut apparaître pénalisant étant donné que la liquidité de marché est très intermédiée via des Sicav et des assureurs vie. L'épargne des ménages qui n'est pas placée directement dans les banques, mais indirectement par ces fonds, n'est pas considérée comme stable. D'où la possibilité de remonter ce pourcentage ou de créer les moyens de récupérer ce type d'épargne dans le bilan sous forme de dépôts à terme.

Sur les actifs liquides (numérateur): tout l'enjeu concerne l'éligibilité des actifs liquides au buffer de liquidité. Un buffer restrictif pourrait en effet faire plus que réduire l'excès de transformation financière tandis qu'un *buffer* plus large pourrait être considéré comme une incitation faible à transformation débridée. D'ailleurs, ce concept du LCR existait déjà depuis une quinzaine d'années ; mais il était moins contraignant du point de vue des actifs liquides éligibles. Une possibilité de rendre ce buffer moins restrictif, consiste à élargir aux produits titrisés la définition des actifs liquides de haute qualité éligible au *buffer*. Les répondants du secteur bancaire considèrent qu'ils sont structurellement moins bien positionnés que leurs concurrents anglo-saxons¹⁵² qui peuvent sortir leurs crédits immobiliers qui restent dans leur bilan via la titrisation. Mais arbitrer entre ces deux possibilités pose la question suivante : est-ce souhaitable de raviver le marché de la titrisation ? Mais il faut privilégier d'autres types de crédits car une finance de LT ne peut pas reposer sur des crédits immobiliers. Cela ferait repartir le cycle financier comme au Royaume -Uni le fait, ce qui représente une base fragile.

Recommandations :

Afin de trouver un juste équilibre entre la recherche de réduction de l'excès de la transformation et la capacité de faire de la transformation financière, nous sommes favorables à un arbitrage qui se ferait à la fois au numérateur et au dénominateur et pas seulement au numérateur (pour éviter une baisse du ROE). Cet arbitrage pourrait être facilité par une augmentation du pourcentage de dépôts relatifs aux institutions financières considérés comme stables, la liquidité étant très intermédiée. Nous sommes également favorables à l'élargissement du *buffer* aux produits titrisés sous réserve que les conditions définies relatives à la titrisation simple et sécurisée (partie 4 de cette section) soit réunies et que les crédits adossés à ces titres financent des investissements productifs au sens de la première dimension de l'investissement à long terme.

3. Le ratio de levier versus transformation de maturité

Selon les répondants du secteur bancaire, le ratio de levier simple agirait comme un filet de sécurité (*backstop*) qui réduirait significativement les actifs bancaires. Afin de respecter le

¹⁵² Aux Etats-Unis, les crédits immobiliers sont vendus à des investisseurs institutionnels via Fannie Mae et Freddie Mac qui bénéficient d'une garantie publique implicite.

ratio de levier de 3% les établissements peuvent jouer soit sur le montant à l'actif du bilan soit sur le montant des fonds propres. Or augmenter les fonds propres est une fois de plus une opération coûteuse à la fois en termes de rémunération des actionnaires et en termes d'image (effet de signal d'une sous-capitalisation). Les banques ont donc naturellement tendance pour réguler ce ratio à jouer sur l'actif (dénominateur). On a pu ainsi voir depuis plusieurs années une anticipation de cette réglementation qui a engendré une baisse du niveau de l'actif. Comme le ratio de levier peut être mordant¹⁵³, la banque va être incitée à réduire ses actifs en favorisant les actifs les plus rentables et donc les plus risqués contrairement à l'objectif affiché.

Tableau 30 : Variations entre 2008 et 2013 des principaux postes de l'actif

Variation entre 2008 et 2013	BNPP	HSBC	Deutsche Bank	Santander
Actifs financiers disponibles à la vente	56%	-28%	95%	71%
Actifs financiers détenus jusqu'à l'échéance	-30%			
ou total des investissements financiers		-28%		
Instruments financiers dérivés	-47%	-44%	-59%	
Actifs de <i>trading</i>	-73%	-22%	-15%	-24%
Prêts et créances sur établissements de crédit	-27%	5%		-22%
Prêts et créances sur clientèle	25%	2%		-7%
Ou total des prêts			40%	
TOTAL ACTIF	-13%	-12%	-27%	-1%

Source : les auteurs à partir des rapports annuels des banques

Sur la période 2008-2013, on constate que les quatre banques étudiées ont diminué la taille de leur actif en baissant leurs activités de *trading* et le portefeuille d'instruments dérivés. Il est plus difficile de tirer des conclusions générales sur les autres catégories d'actifs. D'après l'étude des cabinets Morgan Stanley et Wyman Oliver (2015), au niveau mondial les banques ont déjà réduit de 20% la taille de leur bilan depuis 2010 pour tenir compte d'une réglementation de plus en plus sévère en termes de coût en capital. Sur le continent européen, cette réduction de la voilure tournerait autour de 14%, et culminerait à 40% chez *Royal Bank of Scotland* (Beauvieux 2015).

Ce lien de causalité mérite d'être débattu. En effet, un autre arbitrage est possible pour respecter ce levier en procédant à un ajustement non pas exclusivement par le dénominateur mais également par le numérateur. Outre la recapitalisation, les banques disposent d'autres options pour satisfaire aux exigences prudentielles sans porter préjudice à leurs investissements à long terme. Finance Watch cite le groupe d'experts de haut niveau sur la réforme de la structure du secteur bancaire européen, selon lequel les prêts aux ménages et aux sociétés non financières représentent 28% du bilan des banques européennes (European Commission 2012), alors que le *deleveraging* devrait toucher 7,5% des actifs environ (Deloitte 2012) ; les banques peuvent donc réduire d'autres activités (comme les activités de marché) que celles de crédit. Selon la Commission européenne, « la réduction du bilan des banques et le *deleveraging* peut se faire sans réduire le crédit à l'économie réelle » (European Commission 2014).

¹⁵³ C'est-à-dire quand il rend caduque le ratio de capital et qu'il devient plus contraignant

Recommandations :

Sur le principe, le ratio de levier simple vise à participer à la réduction de l'excès de levier d'endettement de certains modèles bancaires (notamment des banques d'investissement) qui génère de l'instabilité financière et peut faire courir un risque systémique. Ce qui est en jeu ici est le risque global du système financier et non le risque micro au niveau de chaque institution bancaire. Néanmoins, sa mise en place soulève des interrogations. Dans la mesure où il ne prend pas en compte les différents profils de risques des actifs au bilan de la banque, il ne peut être qu'un outil prudentiel complémentaire des autres qui intègrent des pondérations pour ajuster le risque. Autre bémol, son calcul n'est pas aussi simple qu'on ne le pense. En cause, la mesure des expositions qui constituent le dénominateur du ratio de levier autorisant des compensations entre opérations de prêts-emprunts de titres. Selon le règlement délégué (UE) 2015/62 de la Commission du 10 octobre 2014, qui a permis d'aligner la réglementation européenne sur le standard publié le 12 janvier 2014 par le Comité de Bâle, le calcul du ratio de levier se pourra se faire par exemple avec les facteurs de conversion prévus dans les règles de solvabilité pour les éléments de hors-bilan avec un plancher de 10 %. De même, les marges de variation *cash* versées et reçues pourront réduire l'exposition liée au coût de remplacement pour les produits dérivés (pour plus de détails, cf. chapitre 5, section 3, partie 7 du rapport final). Par ailleurs, ce ratio de levier n'est pas aussi comparable que l'on le souhaiterait, en raison de la diversité des systèmes de comptabilité adoptés dans le monde (US GAAP, IFRS...) qui imposent entre autres des modes de compensations différents des actifs financiers.

La mise en perspective de ces deux types d'arguments nous invite à chercher un juste milieu entre d'une part un ratio de levier simple (non ajusté du risque) et d'autre part des ratios de solvabilité (pondérés par les risques via l'utilisation de modèles complexes). Cela pourrait passer par un compromis qui impliquerait des pourcentages forfaitaires (à l'instar de ratio Cooke) qui pourraient être affinés par des modèles (à l'instar du ratio Mac Donough). Les modalités techniques de mise en œuvre restant à définir. L'idée n'est pas de prendre moins de risques mais des risques mesurés ; ce qui implique de comprendre les résultats des modèles sur lesquels reposent les calculs de fonds propres réglementaires.

Afin d'inciter les banques à arbitrer différemment, la réglementation prudentielle devrait diminuer l'attrait des activités plus rentables mais moins utiles au financement de l'investissement de long terme au profit des activités de types crédits aux PME... De la même manière, le traitement prudentiel des dérivés pourrait être assoupli si les transactions avaient lieu sur les marchés organisés plutôt que de gré à gré. Si les dérivés présentent l'avantage de ne pas avoir de financement préalable, ils peuvent faire courir des risques supplémentaires.

Au final, à l'issue de cette discussion sur ces trois ratios, les incitations à mettre en œuvre pour que les banques financent les activités de long terme sans renoncer à l'intermédiation bancaire traditionnelle et à la stabilité financière, suppose d'alléger les pondérations relatives aux financements des actifs de long terme, d'élargir les actifs éligibles uniquement à ceux qui servent à financer de l'économie réelle mais aussi de remettre en cause la course à la rentabilité sur capitaux propres dans laquelle le secteur bancaire est engagé (voir. introduction).

4. Développer la titrisation : une (fausse) bonne idée ?

Les avantages de la titrisation

La quatrième discussion porte sur l'opportunité du développement et du soutien d'un marché européen de la titrisation. Il s'agit en effet d'une orientation souhaitée par de nombreux répondants du secteur bancaire et financier. Pour le secteur bancaire, la titrisation est un domaine d'accès à la liquidité et à la capacité de financement d'autres acteurs de marché tout en bénéficiant de l'expertise des banques. Elle serait une solution au déficit d'investissement à long terme car elle présente de nombreux avantages. Elle permettrait :

- aux banques de prêter davantage en diminuant les risques inscrits sur leur bilan et ainsi leur charge de capital réglementaire, mais aussi en leur donnant accès à une source d'actifs liquides pouvant servir de collatéral et être prêtés contre du *cash* auprès d'organismes de placements monétaires à un taux relativement bas. Cela permettrait aux banques d'accéder à une source de financement bon marché via ces opérations de pension livrée (*repos*). Elle représente par ailleurs une pratique rentable pour les banques à travers les frais d'origination.
- de mieux associer les investisseurs institutionnels tels que les assurances et fonds de pension au financement de long terme de l'économie, Les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui financent l'économie sous forme de placements dans des titres ont un intérêt croissant sont en effet désireux de diversifier leur portefeuille avec via les actifs sûrs et rémunérateurs que sont les tranches de crédit « sénior » issues des mécanismes de rehaussement de crédit pour financer des projets en faveur de PME et d'infrastructure. La collaboration des banques et des investisseurs institutionnels est nécessaire dans la mesure où ces derniers ont un avantage comparatif dans les coûts de *screening* et de *monitoring* des débiteurs. En originant des prêts, les banques peuvent structurer des fonds de prêts dans une logique proche de la titrisation.
- d'activer la politique monétaire afin d'orienter les crédits vers les PME. Les produits de titrisation peuvent en effet servir de collatéral pour des prêts interbancaires ou vis-à-vis de la BCE, cette dernière pouvant acheter des actifs pour faire baisser les taux de long terme ; incitant ainsi les banques à prêter aux PME dans le cadre des programmes LTRO (à condition bien sûr que les prêts titrisés soient éligibles comme collatéral).
- de résoudre le problème la fragmentation géographique quant à l'accès au crédit, en développant un marché européen de la titrisation où les actifs titrisés seraient traités de manière similaire indépendamment de l'origine des crédits. Comme le note le rapport de *Finance Watch*, la BCE y a contribué en 2002, en unifiant le cadre légal pour l'utilisation transfrontalière de collatéral, elle a permis que les dettes souveraines soient traitées de manière similaire. Il en serait de même dans l'hypothèse d'un marché intégré de crédits titrisés de qualité, qui faciliterait l'accès au crédit dans les pays où les PME ont des difficultés à se financer.

Compte tenu de ces différents avantages, la titrisation pourrait apparaître comme une solution idéale pour améliorer le financement de long terme. Elle n'est toutefois pas sans risque.

Les limites de la titrisation

Dans un tel système, les banques s'éloignent de leur modèle d'intermédiation traditionnelle, (*originate to hold*), dans lequel elles accordent des crédits (en les gardant dans leur bilan jusqu'à l'échéance et en contrôlant la qualité de l'emprunteur) pour se diriger vers un autre modèle qui correspond à un circuit plus long faisant intervenir une chaîne d'intermédiaires

non bancaires qui se substitue, et fonctionne en parallèle aux banques traditionnelles. Le risque qu'elles soient réduites à de simples courtiers (comme ce fut le cas aux Etats-Unis) et qu'elles soient moins incitées à gérer leurs risques par rapport au modèle *originate and hold* est plus élevé.

Par ailleurs, la titrisation augmente la pro-cyclicalité du système financier à plusieurs titres car le bilan et le levier des banques deviennent plus sensibles aux fluctuations de marché (en augmentant le volume de crédit évalué en *mark-to-market*). L'évaluation du crédit ne se fait plus via les agents de crédits mais les agences de notation qui disposent d'une connaissance moins fine du profil des emprunteurs. Les investisseurs n'auront pas non plus nécessairement d'incitations à la prudence à l'égard des produits de titrisation et des créditeurs. Dans l'hypothèse d'un changement de condition macroéconomique, les agences de notation doivent effectuer des ajustements en termes de rehaussement de crédit dans les modèles quantitatifs utilisés pour déterminer les notations des crédits. Cela peut avoir des effets fortement pro-cycliques.

D'autres effets pro-cycliques sont liés aux financements de marché (« *wholesale funding* ») accrus par l'utilisation de produits titrisés comme collatéral. Dans une période faste, les investisseurs ont une tolérance supérieure vis-à-vis de la qualité du collatéral, ce qui permet aux banques d'obtenir plus de financement facilement. A l'inverse, quand le marché se retourne, les investisseurs refusent les actifs de plus basse qualité, ce qui peut entraîner un effondrement des cours de certains actifs. Le développement de la titrisation pourrait entraîner la création d'une bulle de crédit, avec des taux d'intérêt bas et des comportements de plus en plus risqués.

La pro-cyclicalité croissante qui résulterait du développement du marché de la titrisation augmenterait le risque systémique ; elle serait d'autant plus problématique que la titrisation implique des acteurs qui n'ont pas accès aux filets de sécurité que constituent certaines régulations prudentielles ou initiatives de la BCE. Au risque que fait peser la titrisation en termes de pro-cyclicalité s'ajoute plusieurs autres risques que nous ne développerons pas ici : l'accroissement de la complexité des produits, la sous-estimation des risques extrêmes (« *tail risks* »), les risques de modèles, l'interconnexion croissante entre les banques et les marchés financiers, la dépendance à l'égard de l'évaluation externe des risques ou la faiblesse des filets de sécurité privés. Enfin, ce type d'intermédiation peut être plus coûteuse que l'intermédiation traditionnelle car elle suppose de rémunérer non seulement la banque à l'origine du crédit, mais aussi la chaîne des intermédiaires et les investisseurs.

Pour une titrisation sécurisée

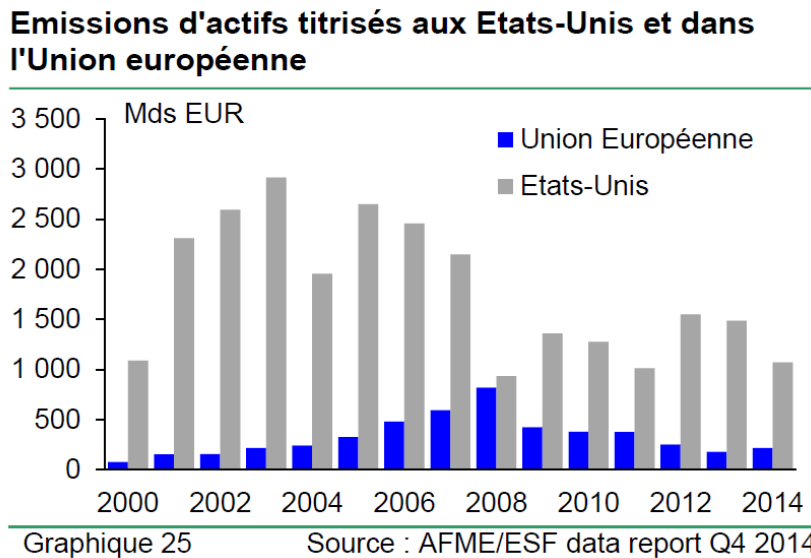
Ces différentes considérations permettent de relativiser les avantages avancés par le secteur bancaire quant au développement à grande échelle d'un marché européen de la titrisation. Néanmoins, il n'est pas exclu que de nouvelles solutions techniques soient trouvées pour circonvenir certains des risques mentionnés précédemment et donc de promouvoir ce système financier hybride combinant des éléments d'un système financier orienté banque (majoritaire en Europe¹⁵⁴) et un système financier orienté marché (majoritaire dans les pays anglo-saxons¹⁵⁵).

¹⁵⁴ Près des trois quarts de l'économie européenne continentale sont actuellement financés par l'intermédiation bancaire

¹⁵⁵ Les marchés financiers y financent directement l'essentiel des besoins de l'économie.

Le fossé entre les émissions d'actifs titrisés européennes et américaines est tel que l'on pourrait envisager de développer la titrisation un peu plus en Europe. L'idée est d'arriver à un juste équilibre. Actuellement, les crédits titrisés représentent 8,4% des crédits bancaires en France (Birouk, Darvés, 2013), cette proportion est plus élevée pour les banques hollandaises, espagnoles, britanniques et italiennes (ACPR, 2014) et très loin derrière les chiffres américains (figure ci-dessous).

Figure 18 : Emissions d'actifs titrisés aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne



Tout l'enjeu d'un système basé sur la titrisation visant à favoriser le financement de long terme est donc de faire reposer cette dernière sur des techniques de gestion des risques qui n'augmentent pas l'instabilité financière. Sa promotion devrait reposer sur des principes de bonne gestion des risques et de transparence impliquant des produits simples et privilégier le financement de projets d'investissements productifs (dans la mesure du possible non carbonés qui sont par essence les seuls nécessaires à la croissance durable).

Recommandations :

Nous soutenons l'idée d'une titrisation sécurisée avec la mise en place de garde-fous sur le processus et les acteurs de la chaîne de titrisation ainsi des conditions sur le comportement de placement des investisseurs et les types de projets d'investissements, afin de ne pas tomber dans les mêmes errements de la titrisation à l'américaine qui a conduit à la crise des *subprimes*. Les données historiques montrent en effet des taux de défaut nuls pour les tranches seniors d'ABS (*asset backed securities*) « PME » européens et de 0,41 % pour l'ensemble des tranches entre 2007 et 2013. Sur la même période, les taux de défaut des titrisations européennes s'élevaient à 1,5 % contre 18,4 % aux États-Unis (Villeroy de Galhau, 2015).

- Un premier niveau de sécurisation pourrait impliquer l'obligation de passer par des marchés organisés. La centralisation et la standardisation de ces marchés feraient que le risque individuel ne pourrait dégénérer en risque systémique. Tous les contrats seraient conclus avec la chambre et donc agrégeables. La compensation multilatérale quotidienne éliminerait le risque de l'accumulation de positions risquées. Les positions nettes des opérateurs seraient « *mark-to-market* » au quotidien et

continuellement provisionnées par des appels de marge. Un opérateur qui ne pourrait pas satisfaire ces conditions verrait sa position immédiatement liquidée.

- La conservation d'une partie du risque pour la banque originatrice serait un deuxième niveau de sécurisation afin d'inciter celle-ci à bien sélectionner et *monitorer* les emprunteurs.
- Les informations sur les actifs titrisés devraient être transparentes et complètes afin que la notation des différentes tranches soit strictement menée (à la différence des « AAA » virtuels sur les *subprimes*). Cela suppose d'interdire les titrisations synthétiques et complexes et de privilégier des titrisations simples.
- Une autre condition serait liée à la nature du sous-jacent i.e. aux crédits auxquels seront adossés les actifs titrisés. Les crédits aux PME devraient être particulièrement visés tout comme ceux permettant le financement d'investissements productifs. Il ne faudrait que ce type de titrisation concerne uniquement les crédits immobiliers qui certes peuvent participer à la croissance mais moins que ceux qui permettraient de financer des projets innovants et des investissements productifs. Il faut noter que les crédits immobiliers représentent la nette majorité des titrisations, en Europe (65 %) comme aux Etats-Unis (85 %).

Ce n'est qu'à ces conditions que les actifs titrisés devraient bénéficier d'un traitement prudentiel préférentiel à la fois en termes de pondérations pour les ratios de solvabilité et de liquidité mais aussi d'une forme de garantie publique implicite.

La banque centrale pourrait effet jouer un rôle crucial dans l'accompagnement voire la promotion d'une titrisation sécurisée en reconnaissant les produits de titrisation de crédit des PME comme collatéral éligible au programme LTRO. Cela représente un signal en faveur des du financement des PME dans les pays où l'intermédiation financière traditionnelle est forte. De la même manière, la banque centrale pourrait donner la priorité au refinancement des banques tournées vers l'économie réelle i.e. qui financent des investissements productifs tangibles ou intangibles. Comme c'est le cas pour les projets d'infrastructures qui nécessitent un financement bancaire et de la part des investisseurs. Dans les deux cas, cela reviendrait à subventionner publiquement une pratique dont la viabilité économique devrait être acquise en ayant des gages sur les projets d'investissement financés et sur le processus d'intermédiation. Dans les deux cas, cela reviendrait à apporter une garantie publique implicite pour rapprocher le rendement financier du rendement social. Certains investissements peuvent en effet avoir une rentabilité financière faible mais un rendement social (*welfare*) élevé comme certains biens publics.

5. Le court-termisme bancaire n'est pas né avec la réglementation

Si nous reconnaissons l'existence de biais réglementaires court-termistes pouvant limiter la fourniture de certains crédits, ceux-ci doivent toutefois à être relativisés.

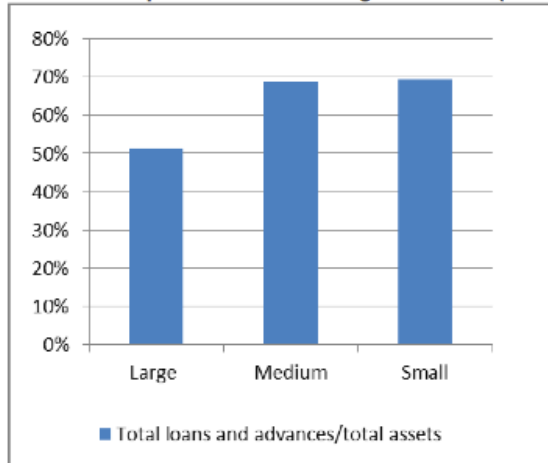
Déformation de la structure du bilan : plus d'activités de marché au détriment du crédit aux entreprises

Si on regarde l'évolution des bilans bancaires sur longue période, on observe que la baisse des financements par crédits bancaires a commencé avant la crise et les nouvelles exigences

prudentielles. Selon Haldane et al. (2010), dans la période pré-crise, les banques ont eu tendance à accroître leurs actifs principalement via l'accroissement de la part du *trading book*¹⁵⁶ (évalués en *fair value*) dans le bilan relativement au *banking book*¹⁵⁷. Parmi les banques systémiques globales américaines et européenne, la part des prêts à la clientèle est passée d'environ 35% du bilan en 2000 à 29% en 2007 tandis que sur la même période, les actifs en *trading book* ont presque doublé de 20% à près de 40%. Cette part croissante du *trading book* est associée à des ratios de levier très élevés pour les plus grandes banques mondiales. La figure 20 montre bien cette déformation de la structure d'activité des banques en fonction de leur taille. La part des crédits sur l'actif des banques européennes est plus élevée pour celles de petite et moyenne taille (environ 70%), que celles de grande taille (50%). *A contrario*, la part des actifs financiers détenus pour le *trading* représente environ 25% pour les banques de grande taille contre 3% pour celles de taille moyenne. Elle est quasi nulle pour les banques de petite taille (BCE, 2012).

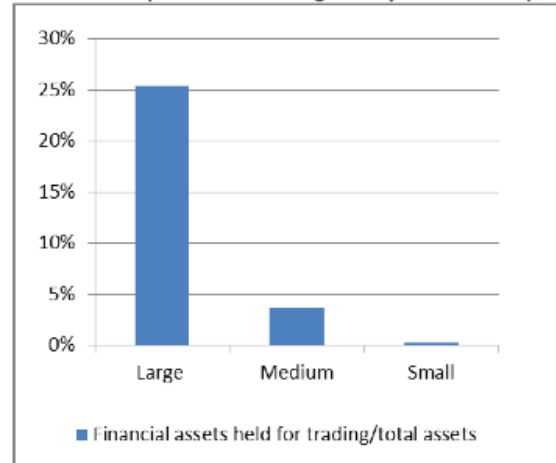
Figure 19 : Importance des prêts et des activités de *trading* des banques européennes (2011)

Chart 3.3.3: Importance of loan making for EU banks (2011)



Source: ECB consolidated banking data.

Chart 3.3.4: Importance of trading activity for EU banks (2011)



Source: ECB consolidated banking data.

Par ailleurs, Shin (2012) qui a observé l'évolution du bilan de deux banques systémiques sur la décennie 2000 (1999-2010), révèle un écart de plus en plus important à partir de 2004 entre le total des actifs et les actifs ajustés du risque (*RWA*). Cet écart est lié selon lui à l'arbitrage réglementaire et à l'importance des activités¹⁵⁸ de *trading* et du *market making* qui bénéficiaient de pondérations plus faibles sous Bâle II (figure ci-dessous). Il en déduit qu'un renforcement des fonds propres réglementaires s'avère nécessaire.

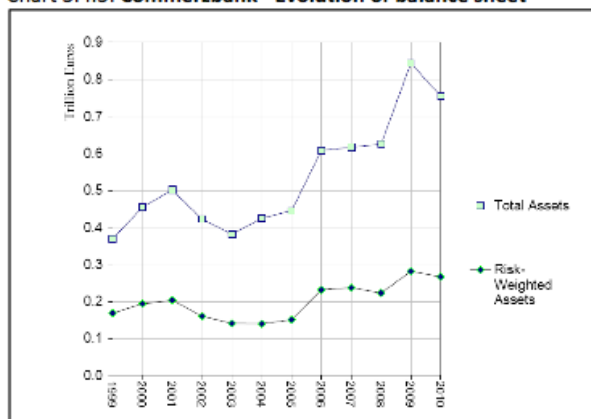
Figure 20 : Evolution des bilans de deux banques systémiques (1999-2010)

¹⁵⁶ comporte l'ensemble des actifs qui ont vocation à faire l'objet de négociations à court/moyen terme.

¹⁵⁷ comporte tous les actifs du portefeuille bancaire qui ont vocation à être détenus jusqu'à leur échéance.

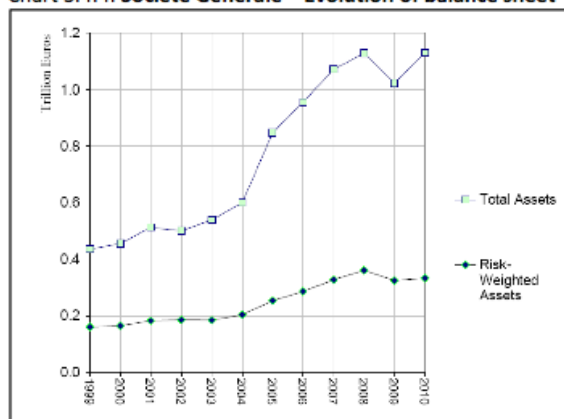
¹⁵⁸ Il faut rappeler que les dérivés (hors bilan) ont été intégrés dans les comptes du bilan (nouvelle méthode IFRS) » en 2005

Chart 3.4.3: Commerzbank - Evolution of balance sheet



Source: Shin (2012), based on Bankscope data.

Chart 3.4.4: Société Générale – Evolution of balance sheet



Source: Shin (2012), based on Bankscope data.

Ce constat doit nous interroger sur les incohérences dans les motivations des régulateurs et sur la faiblesse des fondements analytiques à la réglementation du capital des banques. Le capital économique et réglementaire diffère fondamentalement dans leur logique. Le capital réglementaire devrait intégrer les externalités négatives d'une défaillance bancaire et pas seulement les coûts privés pour les actionnaires. Or, la principale incitation pour les banques à adopter les méthodes de notation interne les plus avancées et les plus coûteuses pour calculer leurs actifs ajustés du risque est de faire des économies en capital.

En Europe, selon Couppey Soubeyran (2015), la croissance des bilans bancaires s'est accélérée au début des années 2000. Les banques se sont massivement tournées vers leurs activités vers les marchés, sans toutefois les réorienter vers les entreprises. En 2014, elle observe qu'en France et en Allemagne, seulement 14 % environ des 8 400 milliards de bilans des banques françaises "trop grosses pour faire faillite" sont allées au financement des entreprises. C'est plus qu'au Royaume-Uni, moins qu'en Espagne ou en Italie, et ce n'est qu'un peu en dessous de la moyenne européenne (17 % des 13 900 milliards d'euros d'actifs de l'ensemble des banques de la zone euro à fin 2014). Autrement dit, les liquidités (endettements) abondantes que les banques obtenaient avant la crise sur les marchés, et qu'elles obtiennent aujourd'hui auprès de la banque centrale, ne viennent pas financer l'investissement du secteur privé. Ce sont les PME qui en subissent les conséquences.

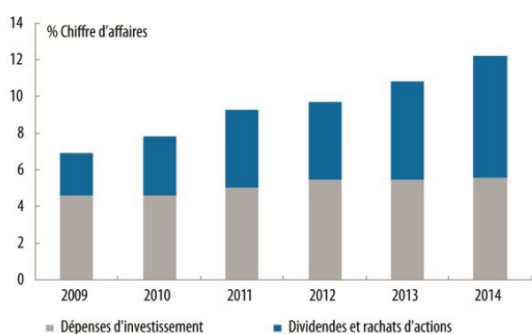
ROE élevés et court-termisme

Dans un contexte d'investissement faible, on observe un paradoxe entre une politique monétaire accommodante (taux d'intérêt très bas et mise en place du *quantitative easing*) et l'exigence de rendement du capital élevé (à deux chiffres). Autrement dit, l'action indirecte de la banque centrale semble inefficace pour les grandes entreprises. Dans leur article¹⁵⁹ Blundell-Wignall et C. Roulet (2013) « concluent que l'investissement réel est motivé d'abord économiquement par l'accélération de la croissance et la réduction de l'incertitude, mais financièrement par le *cost of equity* - et non par le taux d'intérêt. Les dividendes et les rachats d'actions sont incités par la différence entre le *cost of equity* et les taux de financement. Cette différence étant maximale aujourd'hui, les entreprises sont tentées de privilégier à Wall Street les dividendes et rachats d'action sur l'investissement (voir figure ci-dessous).

¹⁵⁹ Blundell-Wignall et C. Roulet, "Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle", 2013.

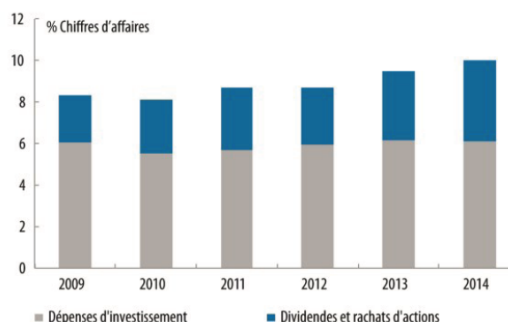
Figure 21 : Evolution des flux financiers dans les entreprises américaines et européennes (2009-2014)

Graphique 19 : Evolution des flux financiers dans les entreprises américaines (industries générales)



Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015).

Graphique 20 : Evolution des flux financiers dans les entreprises européennes (UE et Suisse, industries générales)



Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015).

Aux États-Unis, au niveau macroéconomique, les émissions d'actions ne sont plus un moyen de financement : les rachats d'actions supplantent les émissions de nouvelles actions par les entreprises. Sur les 30 dernières années, pour chaque dollar investi par les entreprises non financières dans des actifs productifs, 17 cents ont été reversés aux actionnaires sous la forme de rachats nets d'actions (Hecht, 2014).

En Europe, on retrouve la même tendance. L'étude de Auvray et al. (2015) sur l'actionnariat des sociétés européennes non financières (1995-2012) montre que la finance européenne est dominée par une situation d'autofinancement. En effet, la finance interne constitue 70% des ressources des sociétés non financières. L'endettement net correspond à près de 20% des ressources totales alors que les émissions nettes d'actions sont proches de 10%. Dans les cas extrêmes, par exemple au Royaume-Uni, les ressources financières internes ont financé le désendettement et les rachats nets d'actions. De 1995 à 2012, la finance externe n'a rien apporté aux sociétés non financières britanniques. L'Irlande est un cas totalement à part : un très fort endettement a servi essentiellement au rachat d'actions. En moyenne (hors Irlande), pour chaque euro d'investissement productif réalisé, 46 centimes ont été versés aux actionnaires sous la forme de dividendes. Ces tendances macroéconomiques soulignent la faiblesse structurelle du financement par actions dans les économies européennes.

Ces données sont à prendre au sérieux. Elles permettent de se représenter les modes de financement des entreprises et de combattre le mythe d'actionnaires qui financeraient les entreprises et seraient donc en droit de réclamer des dividendes importants, à hauteur de leurs contributions. Dans la mesure où l'autofinancement est la principale ressource pour les firmes suivi par l'endettement (principale source de financement externe), les actions ne jouent qu'un rôle marginal dans l'apport de capitaux aux sociétés non financières européennes. Or, contre toute logique, ce sont bien les actionnaires qui ont la part belle dans les décisions des entreprises : ce sont eux en particulier qui parviennent à se faire octroyer de généreuses distributions de *cash* (sous forme de dividendes et de rachats d'actions).

Selon le rapport de Villeroy de Galhau (2015), « beaucoup d'ETI ou de PME pour lesquelles les analystes ne calculent pas de coût du capital en ont l'équivalent dans l'exigence d'un retour sur investissement plus rapide : en trois ans désormais plutôt qu'en cinq, par exemple ». Mais

dans le secteur bancaire spécifiquement, le maintien d'un RoE élevé (nettement supérieur au rendement constaté *ex post*) a conduit plusieurs grandes banques européennes et françaises à annoncer des plans de redressement sensible de leur rentabilité sur fonds propres. Ici donc, clairement, le *cost of equity* élevé "mord" sur la stratégie réelle ». C'est pourquoi le rapport conclut que « pour bien utiliser une épargne abondante, les financements doivent s'adapter dans leur nature plus innovante, tandis que le *cost of equity* devrait baisser : ces deux évolutions doivent refléter une moindre aversion au risque dans les pays avancés, et singulièrement en Europe ».

Il est intéressant de rappeler que cette incitation à plus de modération dans le recherche de rendement à court terme a le soutien du plus grand fonds d'investissement mondial qu'est Blackrock (voir introduction).

6. Les dommages collatéraux des réglementations financières et bancaires

Les nouvelles règles prudentielles bancaires trouvent toute leur légitimité, toutefois, elles peuvent connaître quelques limites qui sont autant d'effets inattendus pouvant nuire aux objectifs affichés. Certaines sont liées à l'empilement et l'interaction des textes, leur complexité et technicité, leur instabilité et enfin au développement du *shadow banking*.

Les risques liés au cumul des exigences réglementaires

Si les pressions réglementaires exercées sur les bilans bancaires peuvent à court terme limiter la fourniture de certains crédits, l'existence de phases de transition et d'observation est censée limiter les effets, notamment en conduisant à d'éventuels recalibrages des ratios. Mais cette l'application progressive est à relativiser car la pression des marchés incite fortement les banques à anticiper la réglementation. Toute banque d'une taille importante qui ne s'y conformerait pas enverrait un mauvais signal au marché et donc aux investisseurs et pourrait en subir les conséquences. Dans les faits donc, toutes les mesures liées aux trois ratios sont concomitantes. L'application du principe de prudence aurait peut-être voulu que l'on attende de voir les effets de l'un ou de deux de ces ratios pour envisager d'autres exigences : certaines accumulant des effets de volume comme le ratio de levier et le ratio de liquidité, d'autres des effets prix comme les ratios de solvabilité.

Les risques liés aux interactions entre exigences réglementaires

Cet activisme réglementaire induit logiquement des interactions entre ces mesures. Chacune d'elle étant souvent considérée individuellement par rapport à un aspect de l'instabilité financière. Dès lors, il peut en découler un écart important entre les objectifs annoncés et les effets observés. Certaines interactions peuvent être négatives, d'autres contradictoires.

Selon Barut et al. (2015), « les incitations à la compensation et les exigences de collatéralisation pour les dérivés non compensés (EMIR, recommandations du WGMR, ratio de levier), ainsi que les limites liées à la réutilisation des actifs reçus en collatéral, qui rendent les titres moins disponibles pour leur utilisation à des fins de refinancement. Or, la nécessité de disposer d'un coussin d'actifs liquides (LCR) et des contraintes supplémentaires potentielles en termes de décotes pour les prises en pension et les prêts de titres concurrencent les exigences de marge pour les dérivés. Ce risque d'encombrement des actifs bancaires qui en découle a été mis en évidence par le Comité sur le système financier mondial (CGFS) en mai 2013. En outre, les obligations sécurisées (*covered bonds*) constituent une part croissante dans le financement bancaire. Or, alors que ces titres bénéficient d'un traitement prudentiel

favorable (à l'actif, ils sont faiblement pondérés pour le calcul du ratio de solvabilité et au passif, ils sont considérés comme une ressource stable pour le ratio de financement stable net (NSFR), les règles de renflouement interne (*bail - in*) prévoient un niveau minimum de dette dite « *bail - in - able* » non sécurisée, qui ne prend pas en compte les obligations sécurisées ». Au final, ce manque de vision d'ensemble pouvant induire des interactions négatives peut être préjudiciable indirectement l'activité économique et son financement.

Les risques liés à la complexification/technicité de la réglementation

Une autre limite à ce type de réglementation a trait à la complexification des règles au regard de leur technicité (ceci est également valable pour les normes prudentielles des assurances ou bien des normes IFRS) et du processus de normalisation. Non seulement les textes sont compliqués à comprendre mais en plus ils sont de plus en plus nombreux. Si les règlements et les directives présentent le cœur des réformes, leur mise en œuvre est impossible sans la publication de standards techniques.

Les risques liés à l'instabilité réglementaire

Un grand nombre de réglementations a été adopté mais d'autres sont en discussion dans leurs modalités d'application pratique ou restent encore à venir (comme la taxe sur les transactions financière, l'Union bancaire ou le NSFR...). Entre 2009 et 2015, on a dénombré beaucoup d'amendements de certaines mesures et le processus est loin d'être fini. Une fois de plus, quelque soit le calendrier adopté, il est difficile de résister à la pression des marchés qui obligent les banques à respecter ces mesures alors même qu'elles n'ont pas été adoptées. Aussi, afin de favoriser le financement d'investissement à long terme, les règles devraient être relativement stables, le plus rapidement possible finalisées, et connues de tous (à l'instar des Etats-Unis avec le *Dodd franck Act* adopté en 2010). Elles ne devraient être modifiées qu'à la suite d'une évaluation. L'incertitude qui dure, sept ans après la crise, tient à l'ampleur de la tâche, mais elle a un coût économique. Dans un tel contexte, il est plus difficile pour les banques de mettre en œuvre des stratégies de long terme.

Les risques liés au développement du shadow banking system

Le développement du *shadow banking* constitue peut-être le risque le plus préoccupant. Ainsi, si on observe des avancées importantes sur l'ensemble des chantiers réglementaires, des sources de fragilité subsistent dans l'application concrète (le diable est dans les détails) et la coordination et harmonisation internationales laissant encore le système financier vulnérable. Parmi ces fragilités, on compte celles liées à ce qu'on appelle le *shadow banking system* (système de banques parallèles) qui est défini par le *Financial Stability Board* (FSB) comme une « intermédiation de crédit impliquant des entités et activités (partiellement ou totalement) hors du système bancaire normal ». Le *shadow banking* qui était déjà au cœur de la crise financière globale de 2007-2008 connaît dans la période récente un rebond inquiétant qui peut s'expliquer comme une conséquence des réformes financières post crise. En effet, la régulation des banques et des compagnies d'assurance a été forte. Elle suscite légitimement la crainte du développement d'un tel système dérégulé. Le renforcement des exigences de Bâle III entraîne des coûts pour les banques. Celles-ci font valoir l'idée que les risques qu'elles ne pourront plus prendre seront pris par d'autres intermédiaires financiers. Ces *shadow banks*, qui ne sont pas soumises ni à la réglementation bancaire, ni au même suivi par les autorités de tutelle bancaires, se caractérisent par des structures de financement fragiles, un levier d'endettement excessif et pro-cyclique et des produits financiers qui alimentent l'illusion

d'une liquidité allant de pair avec la sous-évaluation des risques dont ils sont porteurs (Scialom, Tadjeddine, 2014). La crise financière de 2007 a bien montré que le risque de liquidité était intrinsèquement systémique du fait des réactions en chaîne des intermédiaires financiers régulés mais aussi non régulés. Les risques seraient démultipliés et non contrebalancés si c'étaient des intermédiaires financiers non régulés qui s'en occupaient.

7. Recommandations générales sur les normes prudentielles bancaires (2015)

Les évolutions de la réglementation depuis 2013 : Actes délégués de 2015

Entre le moment où nous avons fait notre analyse qualitative en fin 2013 et 2014 à partir des échantillons français et européen et la remise du rapport final fin 2015, la réglementation prudentielle bancaire a connu une certaine évolution. Trois règlements délégués relatifs aux ratios de liquidité, et de levier et au financement de la résolution ont été publiés au Journal officiel de l'Union européenne du 17 janvier 2015 et ont validé certains amendements aux textes de 2013. Au regard de notre grille d'analyse, nous allons voir que certaines modifications vont dans le sens de nos recommandations générales, ce qui signifie qu'il y a eu une inflexion sur certains biais court-termistes. Toutefois, un certain nombre de nos propositions restent d'actualité.

Le règlement délégué relatif au LCR

Le règlement¹⁶⁰ délégué relatif au LCR (UE) 2015/61 de la Commission du 10 octobre 2014 établit des règles pour préciser l'exigence¹⁶¹ de couverture des besoins de liquidité pour les établissements de crédit. Il élargit notamment les actifs éligibles au numérateur du LCR à certains instruments, notamment les obligations sécurisées (*covered bonds*) et certains titres adossés à des créances (ABS). Il maintient le calendrier progressif d'entrée en vigueur du LCR : l'exigence de 60% du ratio LCR est toutefois fixée 1er octobre 2015 et l'objectif d'atteindre un ratio LCR de 100% est prévu au 1er janvier 2018. L'entrée en vigueur du NSFR est prévue pour l'année 2018.

On constate que ces amendements vont dans le sens des propositions bancaires. Elles ne vont dans le sens de nos recommandations que, s'ils sont assortis de certaines conditions. Dans le cas des actifs titrisés de type ABS, la condition est que les crédits sous-jacents aux ABS financent des investissements productifs conformément à la première dimension de l'investissement à long terme (voir chapitre 2), avec des risques relativement homogènes et que le processus de titrisation soit de qualité i.e. sécurisée (simple, transparente et standardisée) avec une incitation à gérer le risque de crédits (sélection et monitoring) par les banques aussi forte que si celles-ci devaient conserver ces crédits à leurs bilan (voir partie D du présent chapitre). Dans le cas contraire, on retomberait dans les errements de la titrisation des banques américaines. La prise en compte des obligations sécurisées dans le *buffer* participe également de la baisse des biais court-termistes de la réglementation car cela incite indirectement les banques à financer des projets qui s'inscrivent dans la dimension 1 de l'investissement à long terme, dont les financements sont rares. Enfin, on regrette l'absence d'amendement sur le capital réglementaire.

¹⁶⁰ Il entre en vigueur le 20ème jour suivant celui de sa publication au Journal officiel de l'Union européenne et s'applique à compter du 1er octobre 2015.

¹⁶¹ prévue à l'article 412, paragraphe 1 du CRR

Le règlement délégué relatif au ratio de levier

Ce règlement délégué (UE) 2015/62 de la Commission du 10 octobre 2014, permet d'aligner la réglementation européenne sur le standard publié le 12 janvier 2014 par le Comité de Bâle qui a revu substantiellement la mesure des expositions qui constituent le dénominateur du ratio de levier : les opérations de prêts-emprunts de titres avec la même contrepartie pourront ainsi être compensées sous certaines conditions. Le calcul du ratio de levier se fera avec les facteurs de conversion prévus dans les règles de solvabilité pour les éléments de hors-bilan avec un plancher de 10 %. Les marges de variation *cash* versées et reçues pourront réduire l'exposition liée au coût de remplacement pour les produits dérivés. Pour les protections vendues sur dérivés de crédit, le montant d'exposition sera plafonné à hauteur de la perte maximale potentielle. Le règlement délégué acte le périmètre du ratio de levier : celui-ci est désormais déterminé à partir du périmètre de consolidation prudentielle, et doit faire l'objet d'un calcul sur la base de la situation en fin de trimestre au lieu d'une moyenne trimestrielle des données mensuelles. Le règlement délégué confirme que le *reporting* du ratio de levier¹⁶² s'inscrit dans le cadre d'une période d'observation, au terme de laquelle la Commission européenne devra proposer au Conseil et au Parlement les modalités de sa mise en œuvre en tant que norme de gestion contraignante. Ce règlement entre en vigueur à compter de janvier 2018.

On constate que ces amendements ne vont pas ou en partie seulement dans le sens des propositions bancaires. En effet, le régulateur ne remet pas en cause ni l'existence ni le niveau de ce ratio pourtant très critiqué par le secteur bancaire qui serait limité dans ses possibilités de faire de la transformation de dépôts en crédits. Toutefois, une grande partie des propositions bancaires concernait le traitement des dérivés pris en compte dans le dénominateur du ratio et le régulateur n'a pas totalement infléchi sa position. Sans trancher sur le débat technique de ce traitement, nous étions favorables à la prise en compte des dérivés (dans le hors bilan) dans le ratio dans la mesure où ils sont des propagateurs de risques systémiques.

Même s'il est nécessaire d'ajuster ces réformes réglementaires aux conditions de compétitivité internationales des acteurs, il est important de rappeler que la sécurité financière doit rester l'impératif premier. Il faudra, face aux demandes et pressions des institutions financières qui privilégient leur compétitivité à la stabilité financière, le rappeler d'autant plus que le souvenir de la grande crise s'éloignera. Et la régulation ne doit pas laisser de côté un secteur du "*shadow banking*" qui serait alors le foyer probable de la prochaine crise. De telles mesures sont nécessaires car les coûts de crises bancaires systémiques en termes de baisse de PIB sont très importants pouvant aller de quelques pourcentages du PIB à près de 50% du PIB selon les crises et les pays et durer plus longtemps (Laeven et Valencia, 2008 ; Honohan et Klingelbiel, 2000).

Section 4 : Les filtres prudentiels

Cette section aborde la question du passage de l'information comptable à l'information prudentielle. Nous présenterons d'abord les ajustements prudentiels mis en place par le comité de Bâle (1), puis nous verrons l'avis des acteurs français sur la suppression envisagées de ces filtres (B)

¹⁶² Il fera l'objet d'une obligation d'information publique par les banques à compter du 1^{er} janvier 2015.

A. Les liens entre les normes comptables IFRS et les exigences réglementaires de Bâle

La réglementation prudentielle bancaire s'appuie sur les données comptables, autrement dit le calcul des ratios prudentiels utilise les chiffres issus des états financiers des établissements. C'est pourquoi dès l'entrée en vigueur des normes IFRS en 2005, les régulateurs prudentiels se sont saisis de la question comptable. L'usage de la comptabilité en juste valeur par les normes IFRS peut avoir un effet non négligeable sur le niveau de fonds propres des banques. Ainsi, pour Amis et Rospars (2005b) au-delà des aspects techniques, une part importante des discussions qui ont eu lieu lors de l'application des normes IFRS faisait écho à des préoccupations de stabilité financière. Les instances de réglementation ont alors prévu des ajustements ou filtres prudentiels permettant de modifier certains postes des états financiers afin de neutraliser les effets indésirables des normes comptables sur les ratios prudentiels.

Toutefois, tous les postes comptables ne font pas l'objet d'un filtre. Seuls ceux qui pourraient avoir un impact sur la stabilité des ratios prudentiels sont concernés. Alors que ces filtres ont été mis en place en 2005 lors de l'entrée en vigueur des normes IFRS, donc applicables sous les réglementations de Bâle I et II, on parle de les supprimer progressivement sous Bâle III (CRD 4). Cette suppression reviendrait à indexer l'information prudentielle sur l'information comptable. Ce rapprochement des deux cadres peut s'illustrer par les modifications en cours du système de provisionnement comptable qui vont tendre à se rapprocher au moins conceptuellement de la notion réglementaire de probabilités de défauts.

Dans cette section, nous allons d'abord voir pourquoi il a été nécessaire de mettre en place des filtres prudentiels (1), nous présenterons ensuite les principaux filtres (2), puis comment la CRD 4 envisage de les supprimer (3).

1. Les filtres prudentiels sont nécessaires car les objectifs de la comptabilité différent des objectifs prudentiels

Comme nous l'avons vu dans le chapitre 3, les normes comptables IFRS ont pour objectifs de fournir une information neutre, transparente et comparable pour les actionnaires et les investisseurs. Ces normes s'appliquent à toutes les entreprises sans distinction sectorielle. Les effets que les méthodes comptables retenues pourraient avoir sur la stabilité des établissements n'est pas du ressort de l'IASB. C'est pourquoi selon Barth et Landsman (2010) les objectifs de la régulation bancaire et du *reporting* financier sont différents. Ainsi, les évolutions des normes comptables doivent améliorer la transparence de l'information financière diffusée au marché financier alors que les évolutions réglementaires doivent renforcer la stabilité du secteur bancaire. Cette idée est réaffirmée par Philippe Danjou, membre du *Board* de l'IASB, qui précise que « *Le rôle des IFRS n'est pas d'être un instrument de régulation économique, au-delà d'assurer la transparence financière qui est une condition de bon fonctionnement des marchés.* » (Danjou 2013).

De son côté, le rôle du Comité de Bâle est de renforcer la réglementation, le contrôle et les pratiques des banques à travers le monde en vue d'améliorer la stabilité financière (Comité de Bâle 2013). L'objectif de la réglementation prudentielle bancaire est de veiller à la protection des intérêts des déposants, de contribuer au bon fonctionnement du système bancaire et de veiller à la stabilité financière, favorable au développement économique, le tout dans une optique de long terme. Ces facteurs peuvent amener la supervision bancaire à privilégier une optique de plus grande prudence par rapport aux règles et conventions comptables, en

particulier pour l'évaluation des fonds propres (Commission bancaire 2004). Selon Matherat (2008) l'information prudentielle doit apporter aux superviseurs une évaluation prudente de la situation d'une entité, tenant compte, par exemple, des pertes attendues. Conformément au principe de prudence, le Comité de Bâle refuse donc de prendre en compte les gains futurs dont la réalisation n'est pas certaine, ce qui explique pourquoi des filtres prudentiels ont été introduits. Par ailleurs, la réglementation prudentielle vise à renforcer la solidité des établissements financiers en les obligeant à détenir suffisamment de capital. Cette idée est défendue par la Commission Bancaire dans son rapport de 2005 qui précise que « *Indépendamment des choix comptables retenus pas les établissements, les fonds propres doivent en effet demeurer permanents, disponibles rapidement pour absorber les pertes, fiables et incontestables sur leur montant.* » (Commission bancaire 2005). Les autorités de supervision justifient la mise en place des filtres prudentiels par la fragilité des établissements bancaires et les risques économiques engendrés par la défaillance d'un établissement sur l'économie tout entière. Les fonds propres réglementaires doivent pouvoir couvrir les différents risques que prend la banque selon Bâle II à savoir : le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel. Dans une vision prudentielle, ces fonds propres doivent conserver une certaine stabilité d'où la nécessité d'effectuer des retraitements en particulier sur des instruments comptabilisés en juste valeur. Les fonds propres des banques doivent être « *permanents, disponibles rapidement pour absorber des pertes, fiables et incontestables dans leur montant* » (Commission Bancaire, 2005).

Les régulateurs prudentiels utilisent l'information contenue dans les états comptables comme base de calcul des ratios réglementaires, mais ils ont introduit une variété d'ajustements pour « convertir » l'information comptable en information prudentielle (*Expert Group on the IAS regulation 2014*). Les filtres prudentiels sont élaborés par le Comité de Bâle et intégrés dans les directives d'application européennes. Il faut noter que ces filtres sont uniquement le fait des instances de régulation, en effet le normalisateur comptable ne prend pas part au débat sur ce sujet. Ces ajustements prudentiels ont été jugés indispensables aux vues des divergences d'objectifs des deux référentiels. En particulier, ils visent à neutraliser les effets de la comptabilité en juste valeur sur les portefeuilles de placements des établissements bancaires. Notons que le portefeuille de prêts ne fait pas l'objet de filtre car il n'est pas soumis à la juste valeur.

En somme, les objectifs affichés par l'IASB et le Comité de Bâle sont différents. L'IASB se préoccupe de produire des normes d'information financière qui aident les investisseurs à prendre des décisions. De son côté le Comité de Bâle se préoccupe de stabilité financière. C'est pourquoi, afin de rapprocher ces deux visions, la mise en place d'ajustements permettant de neutraliser certains effets de la comptabilité (en particulier la volatilité) jugés contraire à la stabilité financière a été nécessaire.

2. Comment passer de l'information comptable à l'information prudentielle : les filtres prudentiels, les améliorations des IFRS et la communication financière

Lors de l'entrée en vigueur des normes IFRS en Europe, au 1^{er} janvier 2005, ce sont les règles dites de Bâle I qui sont en vigueur. Les ajustements des normes comptables pour établir les ratios réglementaires ont donc d'abord été pensés sur cette première réglementation. Les accords de Bale II (2008) n'ont pas engendré de modifications particulières des retraitements comptables mis en place antérieurement. En vue de l'entrée en application des règles de Bâle III, les instances européennes sont en train de faire évoluer les filtres prudentiels.

a) Les différents filtres prudentiels : natures et effets

Les « filtres » ou « ajustements » permettent de passer de la notion de « capitaux propres » au sens comptable qui comprennent le capital et les réserves, les gains et les pertes comptabilisées directement en capitaux propres (écarts de conversion, réévaluations...), le résultat de l'exercice, à la notion de « fonds propres prudentiels »¹⁶³. Au niveau européen, le CEBS (Comité européen des superviseurs bancaires) a publié en 2004 un guide relatif aux filtres prudentiels pour le capital réglementaire (CEBS 2004). Parmi les sujets nécessitant des ajustements, on note principalement la frontière entre les dettes et les fonds propres, le cas des instruments financiers AFS (*Available For Sale*) ou l'option juste valeur pour l'évaluation de certaines immobilisations. Ces enregistrements comptables soumis à des filtres sont présentés dans le tableau ci-dessous, ils ont été transposés en Europe par les directives 48 et 49 de 2006 et par l'instruction 2006-01 de la Commission Bancaire en France.

¹⁶³ Les fonds propres réglementaires des banques étant composés de fonds propres de base (essentiellement les capitaux propres et les réserves) et de fonds propres complémentaires (titres hybrides, dettes dont la durée initiale est supérieure à cinq ans...) et sur-complémentaires (les instruments de dette subordonnée d'une durée initiale de plus de 2 ans).

Tableau 31 : Les retraitements prudentiels liés à l'application des normes IFRS

Type de retraitement : Les changements de classification		
Objet du retraitement	Eléments comptables	Retraitements
Distinction entre les dettes et les capitaux propres	Instruments hybrides	Neutralisation en fonds propres de la composante capitaux propres des instruments hybrides
	Instruments dérivés non inclus dans des instruments hybrides émis	Neutralisation de l'impact positif en fonds propres des composantes d'instruments dérivés
	Opérations de titrisation	Retraitement des opérations de titrisation en tenant compte de la notion de transfert significatif de risque et non de la notion de « risques et avantages » comptables
		Les positions subordonnées (non cotées ou inférieures à BBB-) sont pondérées à 1250%.
		Les autres parts sont pondérés à 100%.
Type de retraitement : Les changements de valorisation		
Objet du retraitement	Eléments comptables	Retraitements
Neutralisation des variations de juste valeur	Portefeuille AFS	Neutralisation des effets de volatilité générés en capitaux propres (positifs et négatifs) par l'évaluation en juste valeur des instruments de taux d'intérêts
		Neutralisation des plus-values latentes enregistrées en capitaux propres sur les actions (maintien des moins-values latentes)
Neutraliser la volatilité artificielle	Couverture de flux de trésorerie	Neutralisation en fonds propres de ces opérations
Neutralisation de l'option juste valeur	Immobilisations corporelles et immeubles de placement	Maintiens des moins-values latentes
		Les plus-values latentes sont exclues des fonds propres de base

Source : d'après (CEBS 2004; Commission bancaire 2004)

Le tableau ci-dessus montre clairement que ce sont les postes comptables affectant les capitaux propres et en particulier la réserve dite OCI (*Other Comprehensive Income*) qui sont au centre des ajustements prudentiels.

Si on s'intéresse aux différentes activités bancaires, on constate que le portefeuille de prêts, évalué au coût amorti selon IAS 39, ne fait pas l'objet de retraitement, contrairement au portefeuille de placements comptabilisés en AFS dont les variations de valeur peuvent affecter à la hausse (si on enregistre des plus-values latentes en OCI) ou à la baisse (si les marchés ont chuté) les capitaux propres (sens comptable). Concernant les placements financiers l'ajustement prudentiel est distinct selon le type d'instrument :

- Portefeuille obligataire : neutralisation des plus et moins-values latentes
- Portefeuille actions et Immobilier de placement ou d'exploitation : neutralisation uniquement des plus-values latentes

Cette différence de traitement entre portefeuilles obligataires et actions peut s'expliquer par le fait que les moins-values latentes sur actions représentent une perte de valeur probable que le principe de prudence justifie de déduire des fonds propres (Amis et Rospars 2005b).

Les actifs placés en portefeuille de *trading* ou évalués à la juste valeur sur option, sont soumis à la *prudent valuation* selon l'article 105 du règlement 105/2013. Les variations de valeurs de ces portefeuilles affectent le compte de résultat et donc le résultat reporté dans les capitaux propres comptables. Ce résultat influencé par les variations de juste valeur sera affectés au fonds propres prudentiels.

Concernant l'activité de titrisation des prêts, le Comité de Bâle applique un filtre à l'information comptable. Ainsi la réglementation prudentielle retient le concept de transfert significatif du risque de crédit, alors que l'IASB retient une double approche fondée sur la perte de contrôle effective et le niveau de risques et avantages conservés, autorisant la sortie d'un actif du bilan si et seulement si le cédant transfère la majorité des risques et des avantages attachés à cet actif (cf. chapitre 1 section 2.2). On peut donc constater des différences entre les éléments maintenus ou sortis du bilan selon le point de vue réglementaire ou comptable. A priori l'approche comptable semble plus restrictive que l'approche prudentielle en termes de déconsolidation des portefeuilles de prêts titrisés. En effet la double approche de l'IASB semblerait conduire à moins de déconsolidation des entités *ad hoc* de titrisation et un maintien au bilan d'une part plus importante des actifs.

Néanmoins, selon Matherat (2008) les filtres ne constituent qu'une solution partielle aux probables effets de la comptabilité en juste valeur (volatilité, pro-cyclicité), étant donné qu'ils ne s'appliquent qu'à la juste valeur par le biais des capitaux propres (c'est-à-dire des actifs disponibles à la vente), puisqu'il aurait été trop complexe d'appliquer ces filtres à des instruments à la juste valeur par le biais du compte de résultat. Le choix de ne pas appliquer de filtres sur ces derniers s'explique par le fait qu'ils appartiennent au *trading book* des banques avec des visées à court terme. Leurs variations peuvent alors être considérées comme justifiées au plan prudentiel.

En somme, en neutralisant les plus-values latentes liées aux placements financiers du *banking book* et à certaines immobilisations, les filtres prudentiels jouent un rôle de stabilisateur des ratios prudentiels. Ces filtres ont pour effet de faire baisser les ratios prudentiels et de les lisser par rapport à des ratios prudentiels qui s'appuieraient sur des données comptables sans retraitement. Une étude de la Commission Bancaire au moment du passage aux IFRS faisait apparaître une baisse du ratio de solvabilité calculé sur fonds propres de base *Tier One* de 60 à 80 points de base après effet des filtres prudentiels (Commission Bancaire, 2005).

b) Les normes IFRS et la communication financière exigée selon Bâle

Au-delà des ratios de solvabilité, les normes comptables ont une influence sur un point essentiel de la supervision bancaire depuis Bâle II qui est la discipline de marché¹⁶⁴. La discipline de marché repose sur la transparence et la fiabilité de la communication financière des établissements. Ainsi « *Le troisième pilier de l'accord de Bale relatif à la discipline de marche consiste à enrichir les prescriptions minimales de fonds propres (Pilier 1) et le*

¹⁶⁴ Rappelons qu'avec Bâle 2 au-delà de l'exigence minimale de fonds propres en fonction des engagements (pilier 1) les banques doivent respecter le pilier 2 qui impose une procédure de surveillance renforcée et un pilier 3 qui instaure des règles de transparence financière en améliorant la communication d'informations sur les actifs, leurs risques et leur gestion.

processus de surveillance prudentielle (Pilier 2) par un ensemble de données venant compléter la communication financière ». Le fonctionnement de la discipline de marché nécessite que les actionnaires puissent obtenir les informations nécessaires pour connaître la situation financière des banques, les perspectives de gains et les risques. Dans ce contexte l'information comptable joue un rôle essentiel pour la diffusion d'une information transparente et pertinente pour les marchés.

A ce sujet, le Comité de Bâle a rappelé en 2010 que « *La crise a montré l'insuffisance et l'incohérence des informations financières communiquées par de nombreuses banques en ce qui concerne l'exposition au risque et les fonds propres réglementaires.* » (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2010). Il précise en particulier que l'information sur la composante des fonds propres est insuffisante pour évaluer leur qualité ou permettre une comparaison entre banques. Il exige désormais une communication des éléments constituant les fonds propres réglementaires, les déductions appliquées et un rapprochement avec les comptes financiers. En somme, le Comité de Bâle et les instances de supervision ont dès l'application des IFRS imposé des retraitements prudentiels ainsi qu'une communication renforcée sur ces retraitements.

Le dispositif de Bâle III instaure désormais un modèle de déclaration de l'information prudentielle que les banques doivent utiliser pour diffuser leur information réglementaire (dispositif transposé dans le CRD 4). Ce système unifié de *reporting* appelé SURFI doit permettre une meilleure comparaison des établissements bancaires au niveau européen.

Par ailleurs, la transposition de Bâle III prévoit la suppression progressive des filtres prudentiels sur les plus et moins-values latentes. Les fonds propres prudentiels pourraient se rapprocher des capitaux propres comptables et devenir plus volatiles. Cependant la crise financière a cristallisé les débats sur les effets de la comptabilité en juste valeur sur la stabilité financière et ce malgré l'usage des filtres. C'est pourquoi les travaux entrepris par l'IASB sur la refonte de la norme sur les instruments financiers peuvent apparaître comme plus « prudentiel ». Le rapport du Comité de Bâle de 2010 précise d'ailleurs que « *En août 2009, le Comité a publié un ensemble de principes directeurs de haut niveau pour aider l'IASB à résoudre certaines questions ayant trait au provisionnement et à la mesure de la juste valeur.* » (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, 2010).

En réalité, c'est sous l'impulsion du G20 (2009) que les pressions sur le normalisateur comptable se sont intensifiées, l'idée n'étant plus de modifier les filtres mais de modifier les normes comptables elles-mêmes.

3. La suppression progressive des filtres sur la juste valeur

Les évolutions des normes comptables associées à une volonté de simplification et de transparence de l'information ont conduit les instances de supervision à acter une suppression progressive des ajustements prudentiels sur la juste valeur. Ainsi les travaux de l'IASB pour clarifier la notion de juste valeur avec la norme IFRS 13¹⁶⁵ qui précise les modes de calculs

¹⁶⁵ La norme IFRS 13 « Evaluation à la juste valeur » a été publiée en mai 2011 par l'IASB et adoptée en décembre 2012 par l'UE. Cette norme précise la définition de la juste valeur et ses modes de calcul en fonction de 3 niveaux selon l'existence de marché actif : Le niveau 1 est le plus objectif : il correspond à la référence à un marché actif. En toute rigueur, c'est le seul cas pour lequel on puisse parler de "*mark-to-market*". En l'absence de marché actif (soit parce que ce que l'on cherche à évaluer n'est pas coté, soit parce que le marché est inactif), la juste valeur doit être évaluée sur la base d'un modèle. Dans ce cas, on parle de "*mark-to-model*". Il existe encore deux cas : soit ce modèle n'utilise que des paramètres observables. Selon la norme IFRS 13, cela constitue le

selon 3 niveaux bien distincts et la refonte complète de la norme IAS 39 sur les instruments financiers, ont conduit le superviseur bancaire à estimer que les états financiers proposent une évaluation compatible avec les objectifs réglementaires. En effet, les articles 104 et 105 du CRR (*Capital Requirements Regulation*) disposent que les établissements doivent appliquer une évaluation prudente de leur portefeuille. Cependant, ici l'évaluation prudente ne fait pas référence au principe de prudence mais plutôt à la fiabilité de l'information en se référant à des marchés liquides, en mettant en place des systèmes d'informations et des méthodes de calculs des modèles fiables par exemple. Néanmoins tout écart entre IFRS 13 et une évaluation prudente donne lieu à un «AVA» (*Additional Valuation adjustment*) venant s'imputer en moins du CET1 (cf CRR article 34): ainsi, prudemment les fonds propres résultent d'une *prudent value* et non de la seule application d'IFRS 13.

La transposition de Bâle III prévoit la suppression progressive des filtres prudentiels sur les plus et moins-values latentes. Ceci est acté dans l'article 35 de la CRR qui stipule « *Excepté en ce qui concerne les éléments visés à l'article 33 (comptabilité de couverture), les établissements n'effectuent pas de correction pour sortir de leurs fonds propres les pertes ou les gains non réalisés sur leurs actifs ou passifs mesurés à la juste valeur* ». Ce filtre était destiné à neutraliser les plus et moins-values latentes des actifs comptabilisés à la juste valeur. Par exemple, les plus et moins-values latentes des obligations comptabilisées en actifs disponibles à la vente (*Available For Sale – AFS*) sous IAS 39 ne sont plus exclues des fonds propres prudentiels. Sous IFRS 9, cela se traduira en particulier par une absence de filtre sur les plus et moins-values latentes des actifs financiers classés en juste valeur par le biais des capitaux propres (Aka et Troupel 2015). Cette suppression va être réalisée sur plusieurs exercices (cf. tableau ci-dessous). Ainsi l'intégration des plus-values latentes s'effectuera sur une période de 4 ans, alors que les moins-values sont intégrées intégralement dès l'exercice 2014.

Tableau 32: Intégration progressive des plus et moins-values latentes

	2014	2015	2016	2017	2018
Intégration des plus-values latentes	0%	40%	60%	80%	100%
Intégration des moins-values latentes	100%	100%	100%	100%	100%

Source : les auteurs d'après le CRR

On notera cependant que la suppression des filtres sur la juste valeur s'applique aux actions et obligations d'entreprises, mais pas aux titres souverains pour lesquels les plus et moins-values latentes continuent d'être neutralisés et ce pour éviter leur volatilité (ACPR 2014b). Par ailleurs, le filtre sur le risque de crédit propre des dettes en juste valeur sera maintenu.

Toutefois, le choix de supprimer les filtres prudentiels n'est pas définitif. L'Autorité EBA est chargée d'évaluer les impacts de cette modification réglementaire et d'émettre un avis technique à destination de la Commission Européenne sur l'opportunité de réintroduire des filtres prudentiels sur certains gains latents. Cet avis doit tenir compte de l'évolution des

niveau 2. Enfin, dans le cas où le modèle utilise des paramètres non observables, la juste valeur à laquelle on arrive constitue le niveau 3.

normes comptables IFRS et des accords internationaux sur les normes prudentielles applicables aux banques (article 80-4 du CRR).

B. Le point de vue des acteurs français sur la suppression des filtres prudentiels et l'évolution des règles de provisionnement des crédits

Nous avons interrogé les acteurs du secteur bancaire sur la relation entre les normes IFRS et les règles prudentielles auxquelles sont soumises ces institutions, afin d'identifier les difficultés rencontrées et les éventuelles similitudes entre les référentiels. Les résultats sont présentés de la manière suivante : d'abord nous abordons la question de la nécessité des filtres prudentiels (1), puis le point de vue des parties sur un rapprochement des normes comptables et prudentielles (2).

1. Les acteurs français sont contre la suppression des filtres prudentiels qui entrainerait l'instabilité des ratios prudentiels

La détermination des grandeurs prudentielles (niveau de fonds propres et ratios) est effectuée à partir des états financiers comptables. Ces derniers conformes aux normes IFRS subissent des ajustements afin de répondre aux attentes du régulateur prudentiel. Les parties prenantes interrogées ont exprimé des points de vue variés à leur sujet.

La suppression des filtres : une double peine selon les acteurs français :

Les évolutions en cours des réglementations ont révélé la volonté du Comité de Bâle de supprimer les filtres régissant le passage du bilan comptable au bilan prudentiel. Comme nous avons pu le voir, cette suppression sera progressive et pourrait entraîner de la volatilité dans les fonds propres prudentiels (cf. section C de ce chapitre). En effet, une indexation complète sur les données en IFRS peut engendrer une variation des fonds propres prudentiels préjudiciable pour la stabilité bancaire. Les acteurs interrogés soulignent les effets non désirables de la suppression des filtres, et l'incertitude de la période réglementaire.

- « *L'optique du Comité de Bâle, qui est très claire dans Bâle 3, est de supprimer les filtres.* » (Chargé de mission, Régulateur, RDV 10/2013)

Et verbatims 61 à 66 en annexe

Même si le comité de Bâle s'est positionné pour une suppression des filtres, les parties prenantes du secteur bancaire et normalisateur n'y sont pas favorables. En effet, les banquiers estiment que les effets introduits par les normes comptables IFRS largement fondées sur la juste valeur (volatilité, pro-cyclicité, court-termisme) seraient préjudiciables pour la présentation des fonds propres prudentiels. Les répondants travaillant dans les instances de normalisation (nationale et internationale) estiment que les normes comptables n'ont pas vocation à assurer une stabilité financière.

Malgré cette position des parties prenantes favorables à un maintien des filtres, il apparaît que la transposition de Bâle III en Europe conduit à la suppression progressive des filtres prudentiels permettant la neutralisation de la juste valeur (à l'horizon 2017). Cette évolution normative pourrait conduire à des modifications dans la façon de gérer des instruments financiers en particulier ceux détenus à long terme. En effet, des calibrations pénalisantes pour les activités de long terme, associées à une apparition de la volatilité des marchés sur des instruments risquent d'entraîner une restructuration profonde des portefeuilles bancaires.

Les répondants soulignent les effets de la combinaison des règles comptables et prudentielles sur l'activité bancaire. S'ils font valoir la difficulté de gérer deux référentiels avec des règles

différentes, ils sont conscients des impacts que pourraient avoir un alignement du prudentiel sur le comptable. En effet, les normes IFRS conduisent à une comptabilisation d'une part importante des instruments financiers en juste valeur ce qui induit une volatilité des données comptables dues aux variations de marché qui impacteraient de fait les ratios prudentiels.

« Je pense que pour ce qui nous concerne, à un moment donné tout se combine. Parce qu'il y avait un filtre complet sur les plus et moins-values latentes, et si on vous dit aujourd'hui : on va vous demander beaucoup plus de fonds propres, et par ailleurs, on va vous mettre des contraintes de liquidité, et qu'en même temps, vous voyez planer des incertitudes sur la manière dont pourraient être reconnus les bénéfices de la détention-participation, quand vous avez de la plus-value latente, vous faites quoi ? Vous avez intérêt à la réaliser ! Parce qu'elle contribue à vos fonds propres, elle lève l'incertitude et elle lève aussi la contrainte sur la liquidité correspondant à ce montant de participation. » (Direction gestion financière, Banque, RDV 11/2013)

Afin d'éviter des variations indues qui serait pénalisantes au niveau réglementaire, les banques risquent d'être amenées à gérer différemment leur placements. Par exemple en réalisant systématiquement les plus-values malgré l'horizon de détention initial. Il semblerait donc qu'une suppression des filtres liés à la neutralisation des plus-values latentes aurait pour effet une gestion plus court-termiste conduisant à une gestion *momentum* des actifs quelques soit leur horizon. Ceci aurait un effet en particulier sur les actifs financiers détenus en portefeuille AFS¹⁶⁶ (et FV OCI selon IFRS 9), dont les variations de valeur affectent directement les capitaux propres bancaires. Or les actions et obligations détenus dans ce portefeuille ont généralement un horizon à moyen - long terme¹⁶⁷. La suppression du filtre sur les variations de juste valeur des instruments financiers pourraient donc avoir des conséquences sur la durée de détention des actifs financiers des banques.

Par ailleurs, d'ores et déjà la tendance à l'adossement du prudentiel sur l'information comptable en juste valeur, conduit à des réorientations stratégiques des portefeuilles. Les répondants illustrent ce propos avec le cas des obligations d'Etats. La suppression du filtre lié aux variations de juste valeur, peut entraîner en période de fluctuation des valeurs des variations importantes du niveau de fonds propres.

- *« Et ces titres-là (les obligations d'Etat), on les comptabilise en juste valeur, par capitaux propres, ça veut dire que dès qu'il y a un peu de tension sur la notation d'un pays, ça va se traduire dans les capitaux propres comptables, et ce n'est plus filtré, donc ça veut dire que tous ces trous-là, on va les retrouver sur notre ratio prudentiel. » (Responsables des normes comptables et prudentielles, Banque, RDV 09/2013)*

Et verbatim 67 en annexe

Par ailleurs, si l'application de la norme IFRS 9 conduisait à comptabiliser une plus large part de prêts à la juste valeur, la suppression du filtre prudentiel pourrait aussi affecter la politique d'octroi de crédit. En effet, les institutions seraient elles en mesure d'absorber la volatilité des prêts dans leur fonds propres ?

¹⁶⁶ Le portefeuille AFS représente environ 11% du total actif pour les banques BNPP et Société Générale en 2013.

¹⁶⁷ Le portefeuille détenu jusqu'à l'échéance représente moins de 1% de l'actif des banques BNPP et Société Générale en 2013.

Au regard du financement et de l'investissement de long terme, les règles de Bâle III et la suppression du filtre sur la juste valeur peut sembler une double peine. En effet, la pondération en capitaux propres des actifs de long terme est élevée car ils sont potentiellement plus risqués ; en conséquence, les établissements sont incités à favoriser les actifs de court terme. La suppression des filtres sur la juste valeur viendrait augmenter la volatilité des fonds propres et donc inciter à opter pour des actifs moins volatiles et à gérer instantanément les variations de volatilité.

2. Les acteurs français s'opposent à un adossement des exigences prudentielles sur l'information comptable

Les résultats précédents l'ont montré, les praticiens français sont plutôt opposés à la suppression des filtres prudentiels et cela malgré la disparition progressive annoncée par les instances de régulation. Dans cette section les acteurs français expriment leur point de vue de manière plus large, que les seuls filtres ou le provisionnement, sur un éventuel adossement des exigences prudentielles et comptables.

L'objectif de stabilité financière des banques n'est pas compatible avec les normes IFRS

Les répondants ont insisté sur la volonté du Comité de Bâle de supprimer les filtres prudentiels afin de simplifier et de rendre plus transparents la détermination des indicateurs prudentiels. Ce point de vue est justifié dans la section du texte introductif du règlement 575/2013 estimant que la juste valeur calculée pour tous les portefeuilles (négoce et placement) doit s'apparenter à une évaluation prudente. Si ce principe est respecté, il n'est plus utile de retraiter les informations de la comptabilité. Néanmoins, la plupart des acteurs interrogés estiment que cet objectif n'est pas réaliste car les objectifs des deux référentiels sont trop éloignés. Ainsi la comptabilité doit donner au lecteur des comptes une information utile à la décision financière alors que le prudentiel doit permettre d'évaluer la solvabilité ou capacité de résistance aux événements adverses d'une banque.

- « *Le côté comptable, comme je vous l'ai dit, c'est pour donner une vision, à un moment donné aux investisseurs de ce qu'il y a dans cette société, et de la performance qui a pu être dégagée durant l'année précédente. Donc, le comptable se veut indépendant du prudentiel. Il n'a pas pour objectif d'assurer la liquidité, de réduire les risques pour les investisseurs, ce genre de choses. Les normes comptables, c'est juste donner une information de l'état des choses à un moment donné.* » (Membre du Board de l'IFRIC, RDV 05/2013)

Et verbatims 68 et 69 en annexe

L'absence de relations privilégiées entre les deux instances ne permet pas ce rapprochement

Par ailleurs, les répondants abordent les relations entre l'IASB et le Comité de Bâle pour indiquer une absence de relations privilégiées. Ainsi, les deux instances suivent les travaux de l'autre, soit en répondant au *due process de l'IASB* pour le comité de Bâle, soit en participant à certaines réunions organisées par Comité de Bâle. Mais en aucun cas une volonté de travail commun n'est affichée. Les répondants estiment que dans de telles conditions un rapprochement ne serait pas souhaitable car il ne serait pas concerté et conduirait à calquer le prudentiel sur le comptable. Ceci est dommageable car les normes de l'IASB sont des normes

générales qui ne prennent pas en compte les spécificités du secteur bancaire alors que les règles prudentielles doivent précisément être adaptées au métier.

- « *Ils sont fortement incités à se parler, mais je pense qu'ils ne se parlent pas assez. Après, c'est plus facile à dire qu'à faire, mais effectivement, ils ne se parlent pas assez... L'IASB... ils participent au groupe de travail Bâlois, enfin ils assistent en observateurs, mais ils veulent être indépendants. Et les régulateurs prudentiels disent : « je regarde les normes comptables, je vais regarder ce qui se passe, et puis ensuite, je ferai des ajustements, si possible ».* » (Responsable normes comptables et prudentielles, Banque, RDV 09/2013)

Et verbatims 70 et 71 en annexe

Il faut néanmoins préciser que le Comité de Bâle, même s'il n'est pas intervenu à proprement parlé dans le processus de normalisation comptable, a adressé une lettre en décembre 2012 à l'IASB et au FASB pour s'émouvoir de leur divergences de points de vue concernant la comptabilisation des provisions sur les risques de crédits (Comité de Bâle 2012). Cette lettre rappelle l'importance pour le Comité d'une norme comptable de haute qualité permettant de provisionner suffisamment et à temps les risques liés aux crédits bancaires.

En somme, il apparaît au travers des entretiens que même si les régulateurs comptables et prudentiels se rencontrent, les réflexions restent menées de manière parallèle et non conjointement. Dans ces conditions un adossement des exigences prudentielles sur les normes comptables ne paraît pas souhaitable pour les parties prenantes interrogées.

Chapitre 6 : Les règles prudentielles des assureurs en Europe et leurs impacts sur l'investissement de long terme

Ce chapitre présente les principales exigences prudentielles des compagnies d'assurance en Europe. Il se focalise en particulier sur la directive Solvabilité II et son évolution (section 1) afin d'étudier son impact potentiel sur les placements des assurances (section 2).

Section 1 : Présentation des exigences prudentielles des assureurs

A l'instar des banques, les compagnies d'assurances, qui commercialisent des contrats de protection financière contre les conséquences d'événements futurs incertains, sont particulièrement réglementées. Parce qu'elles participent à une socialisation des risques dans un contexte d'incertitude, elles peuvent même être encouragées par les pouvoirs publics. C'est pourquoi leurs activités sont encadrées par une réglementation prudentielle spécifique. A l'échelle européenne, cela prend la forme depuis les années 1970 de directives Solvabilité I et II.

A. Le processus de normalisation prudentielle

Les compagnies d'assurance sont des entreprises financières dans la mesure où elles collectent de l'épargne sous la forme de primes ou de cotisations qu'elles placent sur les marchés financiers pour les redistribuer sous forme d'indemnités. Cette fonction d'intermédiaire financier leur permet de jouer un rôle essentiel dans le financement de l'économie, en tant qu'investisseurs institutionnels. Mais ce sont des entreprises financières spécifiques car les produits qu'elles offrent répondent aux besoins de protection du plus grand nombre en fournissant une assurance aux citoyens contre les aléas de la vie. L'assurance permet ainsi à l'économie de se développer en permettant le transfert d'un risque qui ne serait pas supportable par un unique individu vers une société plus à même de les supporter du fait de la mutualisation des risques.

De telles entreprises sont marquées par l'inversion du cycle de production, autrement dit, les primes¹⁶⁸ sont payées avant que le sinistre n'ait à être indemnisé. L'assureur perçoit le règlement pour le service qu'il vend (la prime ou la cotisation) avant d'en connaître précisément le prix de revient. Du fait de l'inversion du cycle de production, l'assureur a la possibilité (le temps) de placer sur les marchés financiers les primes perçues avant de payer les sinistres. Les sommes en jeu sont considérables et permettent aux entreprises cotées ou faisant appel public à l'épargne de se développer grâce à cet apport de capitaux. La pérennité des sociétés d'assurance est donc censée théoriquement profiter au développement économique.

La possibilité de placer sur un horizon plus ou moins long dépend de la nature des contrats vendus par l'assureur. On distingue les compagnies d'assurance vie (épargne, retraite, décès) qui ont des engagements de long terme, de celles non vie ou IARD (Incendie, Accidents, Risques Divers) qui ont des engagements à un an en général, mais renouvelés régulièrement. Dans les premiers contrats (assurance vie), le cycle de vie entre la prime versée et le décaissement est plus long. Autrement dit, l'appel d'assurance peut intervenir longtemps

¹⁶⁸ Les primes vont être fixées en fonction d'estimations statistiques des montants futurs de sinistres.

après le paiement de la prime. Ces contrats impliquent généralement une gestion par capitalisation qui induit des risques¹⁶⁹ liés aux placements financiers. Dans les seconds contrats (IARD), le cycle entre la prime versée et le décaissement correspond à une période maximale de 18 mois. Les réajustements des primes peuvent donc être rapides. Ces contrats impliquent une gestion par mutualisation et dans une moindre mesure par capitalisation avec des placements court terme. Les contrats d'assurance vie représentent la part la plus importante des engagements des assureurs (voir tableau suivant), aux côtés des autres garanties et protections offertes aux assurés: les contrats de responsabilités civiles et professionnelles, les contrats de protections des biens, etc.

Tableau 33 : Les encours des sociétés d'assurance françaises

Les encours des placements de l'ensemble des sociétés au 31 décembre (valeur de bilan en milliards d'euros, variation en %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vie, capitalisation et mixtes	841,2	922,3	1 026,7	1 147,0	1 251,5	1 253,8	1 366,0	1 474,0	1 489,3	1 554,4	1 632,9
Variation en %	9,4	9,6	11,3	11,7	9,1	0,2	8,9	7,9	1,0	4,4	5,1
Domages	108,2	115,2	125,5	134,7	142,6	144,5	150,4	154,2	159,0	157,5	161,7
Variation en %	9,6	6,5	8,9	7,3	5,9	1,3	4,1	2,5	3,1	-0,9	2,7
Ensemble	949,4	1 037,5	1 152,2	1 281,7	1 394,1	1 398,3	1 516,4	1 628,2	1 648,3	1 711,9	1 794,6
Variation en %	9,4	9,3	11,1	11,2	8,8	0,3	8,4	7,4	1,2	3,9	4,8

Source : rapport annuel de la FFSA (2013)

Les pouvoirs publics accordent une attention particulière aux compagnies d'assurance pour qu'elles respectent leurs engagements vis-à-vis de leurs assurés. La réglementation vise précisément à garantir la solvabilité des compagnies d'assurance, laquelle dépend de l'importance de leurs engagements (les garanties et protections offertes aux assurés) et de leurs ressources notamment sous la forme des fonds propres et des actifs qu'elles détiennent (actions, obligations, etc.). Les règles européennes de solvabilité actuellement en vigueur se sont enrichies dans le temps avec l'apparition de nouveaux risques pesant sur les assureurs. Aussi le système de solvabilité s'est construit en «empilant» des nouvelles contraintes au fur et à mesure de l'identification de nouveaux risques.

Les premières réglementations européennes en matière de capital minimal datent des années 70 sous la forme de directives. Celles-ci traduisent la volonté de l'UE d'harmoniser des systèmes d'assurance au sein des différents pays. Par exemple, les pays anglo-saxons ont une culture financière plus forte qui les a conduits à l'élaboration de produits plus complexes en assurance vie. De telles différences culturelles laissent préfigurer une longue gestation dans la perspective d'une norme prudentielle européenne.

Celles-ci imposent pour la première fois aux assureurs européens de constituer un « matelas » de sécurité en termes de fonds propres. Ce dispositif comprend trois composantes: 1) les dispositions relatives au calcul et à la constitution des provisions techniques suffisantes (mesure de l'engagement pris par chaque société à l'égard de ses assurés) ; 2) l'ensemble de la réglementation des placements des assureurs (actifs sûrs, diversifiés, liquides et rentables) ; 3) l'exigence de solvabilité (un niveau de fonds propres supérieur à un niveau minimal). Autrement dit, pour ce dernier volet, les compagnies d'assurances doivent disposer, au-delà des réserves qui couvrent déjà l'intégralité des engagements souscrits vis-à-vis des assurés, des fonds propres en quantité suffisante pour faire face à des événements imprévus pouvant affecter le respect de leurs engagements : ce sont les capitaux propres réglementaires.

¹⁶⁹ Ces risques peuvent être portés par l'épargnant ou par l'assureur

1. Solvabilité I : une approche forfaitaire du risque

Les directives de Solvabilité I¹⁷⁰ ont été publiées en 1973 pour la compagnie d'assurance non vie et 1979 pour les compagnies d'assurance vie. Le modèle élaboré, dans le cadre de ces directives, pour évaluer la marge de solvabilité est assez simple : les fonds propres requis sont calculés comme une fraction des éléments considérés comme risqués du bilan (provisions techniques) ou du compte de résultats (primes).

a) Les provisions techniques selon les contrats d'assurance vie/non vie

Le coût d'un contrat pour un assuré donné étant par nature aléatoire¹⁷¹ l'appréciation des engagements pris par l'assureur n'a de sens que globalement, au niveau d'un portefeuille de polices. Afin de disposer de capacités financières suffisantes pour indemniser les assurés en cas de sinistres lorsqu'un événement survient, la société d'assurance doit constituer des réserves à partir de tout ou partie des primes. Le décalage temporel entre la perception de la prime et le règlement des sinistres impose la constitution de provisions qui matérialisent au passif du bilan la dette de l'assureur envers les assurés.

Les provisions sont donc la contrepartie financière des engagements pris par les assureurs. Elles représentent la somme des sinistres anticipés et donc provisionnés par la compagnie d'assurance. Ces réserves ou provisions techniques constituent l'essentiel du bilan d'une compagnie d'assurance. Il convient d'apprécier les provisions des sinistres comme une somme d'éléments instables dont le montant fluctue dans le temps et qui fait l'objet d'ajustements positifs (bonus de liquidation) et négatifs (malus de liquidation).

Plus précisément, les compagnies d'assurance calculent des valeurs probables des sommes à sortir dans le futur grâce à des prévisions sur les occurrences du sinistre, son coût et sa date puis elles remettent ces coûts en valeur actuelles. Les provisions doivent être couvertes par des actifs suffisants afin de permettre le jour venu d'effectuer le règlement des prestations dans de bonnes conditions. Autrement dit, cela représente la somme qu'il faut placer aujourd'hui sans risque pour faire face au risque de dédommagements. Toute tentative de politique visant à diminuer le montant de ces réserves pour dégager du résultat (en attendant de régler effectivement les sinistres) risquerait de mettre en péril la continuité de la compagnie d'assurance et *in fine* les intérêts des assurés. C'est la raison pour laquelle la capacité des assureurs à faire face à leurs engagements vis-à-vis des assurés est contrôlée.

Les principales provisions sont les provisions pour sinistres à payer en assurance non-vie et les provisions mathématiques en assurance vie. Mais il existe d'autres provisions destinées à se prémunir contre certains risques spécifiques : les provisions relatives aux actifs financiers lorsque la valeur de marché des placements est inférieure à leur valeur d'achat ; la provision pour égalisation permet de lisser dans le temps les résultats provenant des bonnes et des mauvaises années en termes de sinistralité ; les «provisions pour risque croissant», par exemple dans le cas d'une garantie santé dont le tarif dépend exclusivement de l'âge à la souscription et n'évolue donc pas avec le vieillissement de l'assuré.

¹⁷⁰ Première Directive 73/239/CEE du Conseil pour les Assureurs Non Vie et Première Directive 79/267/CEE du Conseil pour les Assureurs Vie.

¹⁷¹ L'incertitude affecte aussi bien la survenance d'un ou plusieurs sinistres que leur coût.

Plus précisément, ces provisions comprennent les provisions mathématiques (différence entre la valeur des engagements pris par l'assureur et par les assurés), les provisions pour participation aux bénéfices (PPB) (montant des PB attribuées aux bénéficiaires lorsque ces bénéfices ne sont pas payables immédiatement), la réserve de capitalisation et la provision pour risque d'exigibilité (PRE), la provision de gestion générale (PGG) : destinée à couvrir les charges de gestion futures non couvertes par ailleurs, les provisions pour aléas financiers (destinée à compenser la baisse de rendement de l'actif), les provisions pour frais d'acquisition reportés (pour couvrir les charges résultant du report des frais d'acquisition) et enfin, les provisions pour égalisation (afin de faire face aux fluctuations de sinistralité afférentes aux opérations d'assurance de groupe contre le risque décès).

De leur côté, les provisions techniques non-vie comprennent les provisions pour primes non acquises (destinée à constater pour les contrats en cours la part des primes se rapportant aux prochains exercices), les provisions pour risques en cours (destinée à constater pour les contrats en cours la charge des sinistres et des frais afférents aux contrats non couverte par les primes ou la PPNA¹⁷²), la réserve de capitalisation, les provisions pour risque d'exigibilité, les provisions pour sinistres à payer (destinée à mettre de côté la valeur estimative des sinistres survenus et non payés), les provisions pour risques croissants (égale à la différence des valeurs actuelles des engagements respectivement pris par l'assureur et les assurés pouvant être exigée pour les opérations d'assurance contre les risques de maladie et d'invalidité).

b) L'encadrement des placements

Le deuxième niveau de réglementation des assureurs vise le portefeuille d'actifs. Du fait du décalage temporel entre le moment où l'assureur perçoit les primes et celui où il paie les sinistres ou prestations, l'assureur dispose de sommes importantes qu'il peut placer sur les marchés financiers. On l'a vu, les compagnies d'assurance sont tenues de placer leurs provisions. C'est pourquoi des règles viennent encadrer ces placements qui doivent être dans la même monnaie que les prestations, dispersés entre les différentes classes d'actifs et dispersés géographiquement.

Généralement, les réglementations visent à ce que les placements représentatifs des engagements réglementés soient sûrs, liquides et rentables. L'objectif est d'interdire de spéculer avec l'argent des assurés, de privilégier les actifs émis par des entités solvables et de s'assurer de la liquidité des actifs en cas de liquidation. Concernant la liquidité, il s'agit de veiller à ce que les placements sont facilement et rapidement réalisables pour leur valeur comptable, notamment lorsque les engagements de la société sont à court terme. La liste des actifs représentatifs exclut donc les actifs par nature très peu liquides et des règles de diversification limitent la part des actifs peu liquides.

Plus précisément, il s'agit de faire en sorte que les engagements réglementés doivent en permanence être représentés par des actifs équivalents, c'est-à-dire des actifs d'un montant égal à celui des engagements réglementés. Par ailleurs, les engagements pris dans une monnaie doivent être représentés par des actifs congruents, c'est-à-dire libellés ou réalisables dans cette monnaie. Cette règle supporte toutefois quelques dérogations. Il existe par ailleurs généralement des règles de localisation, selon lesquelles les engagements afférents à un risque situé dans un pays doivent être représentés par des actifs localisés sur le territoire de ce pays (ou de la région associée). Pour faire face au risque de crédit, il existe enfin deux séries de

¹⁷² Provisions pour prime non acquise

limitations quantitatives par catégories d'actifs financiers et relatives à la dispersion des placements (limitation par émetteur).

Il convient également pour l'assureur de se prémunir contre le risque de réinvestissement (risque de baisse des taux). Il s'agit du risque que le taux de rendement auquel se feront les investissements futurs soit inférieur aux taux garantis au titre des contrats d'assurance. Ce risque se concrétise en cas de mouvement à la baisse des taux d'intérêt, par une diminution du rendement des placements. À l'opposé, l'assureur doit se protéger contre le risque de liquidation (risque de hausse des taux). Il s'agit du risque d'avoir à céder des obligations avant leur remboursement, alors que ces obligations sont en moins-value par rapport à leur prix d'achat. Le risque de liquidation résulte d'un actif trop long par rapport au passif, et se concrétise en cas de mouvement de hausse des taux d'intérêt par la réalisation de moins-values.

c) Les fonds propres réglementaires et l'exigence de marge de solvabilité (EMS)

La troisième forme de réglementation des assureurs concerne les exigences de capital réglementaire qui vise à garantir leur solvabilité. Celle-ci consiste en sa capacité à honorer les engagements pris à l'égard des assurés et des bénéficiaires. En effet, si les principaux engagements d'une entreprise apparaissent dans ses provisions techniques, qui doivent lui permettre de faire face aux sinistres prévisibles et aux charges afférentes dans le cadre des contrats souscrits, cela ne peut garantir absolument qu'elles suffiront à couvrir l'ensemble des sinistres et des charges. Pour protéger les assurés, il est apparu nécessaire d'imposer aux compagnies d'assurance la détention de ressources supplémentaires, pouvant servir de matelas en cas de sinistres ou de frais imprévus. Depuis la directive Solvabilité I (1973), toutes les sociétés d'assurance européennes doivent disposer d'un montant de fonds propres, la « marge de solvabilité », supérieur à un niveau minimal « l'exigence de marge de solvabilité ». Des règles ont été mises en place relatives aux éléments constitutifs et au calcul de cette marge.

La marge de solvabilité est constituée du capital de la société et des plus/moins-values latentes sur les placements financiers. L'EMS se calcule en fonction des volumes de primes encaissées (assurance non-vie), des sinistres payés (assurance non-vie) et des provisions mathématiques (assurance vie) en prenant en compte le taux de cession en réassurance. En assurance vie, l'EMS est un pourcentage des provisions mathématiques (entre 1 % et 4 %) et des capitaux sans risques (entre 0,1 % et 0,3 %). En assurance non-vie, l'EMS est le maximum d'un pourcentage des primes (entre 16 % et 18 %) et de la charge annuelle moyenne des sinistres sur 3 ans (entre 23 % et 26 %).

Si l'approche forfaitaire de Solvabilité I privilégiant présente l'avantage d'être simple à mettre en œuvre, à un coût moindre et de permettre une comparaison rapide des résultats obtenus pour différentes compagnies, on lui reconnaît de nombreuses limites.

d) Les limites de Solvabilité I

Trois principales limites sont généralement mises en avant : une prise en compte des risques non exhaustive et peu discriminante ; l'absence de lien entre l'actif et le passif et des exigences presque exclusivement quantitatives.

L'approche actuelle mise en avant dans Solvabilité I ne représente pas le profil de risque global des assureurs. En effet, elle ne prend en compte que les risques liés au passif du bilan alors que d'autres risques devraient être considérés, comme les risques de marché et de crédit lié à l'actif du bilan. De plus, Solvabilité I ne considère pas le niveau de prudence de l'assureur dans son provisionnement. C'est ainsi qu'un assureur prudent, mieux doté en provisions techniques, doit mobiliser davantage de fonds propres qu'un assureur ayant moins provisionné. Un tel système pénalise donc la prudence. Les exigences en matière de marge de solvabilité ne prennent, par exemple, pas en compte la structure des placements de la compagnie d'assurance.

De plus, les méthodes de réduction du risque sont également ignorées : diversification entre les risques, transferts du risque, gestion actif-passif, instruments de couverture du risque. Or l'utilisation de produits dérivés, le recours à la réassurance, la qualité de crédit des réassureurs, etc., devraient également influencer la marge de solvabilité requise. A cela, il faut ajouter des risques de pro-cyclicité car un cadre de tarification obligatoire pour toutes les compagnies d'assurance expose toutes ces compagnies aux mêmes risques d'erreurs sur les tarifs. Enfin, la marge de solvabilité est appliquée de manière très différente dans les pays européens. Le niveau de prudence des provisions peut donc être variable entre les pays et entre les organismes.

Les turbulences des marchés financiers du début des années 2000 qui ont mis à mal la santé financière de certaines compagnies d'assurance, ont poussé les régulateurs à s'intéresser de près aux risques des assureurs et à leur gestion. C'est en Suisse que la réflexion a été la plus rapide. A partir de 2002, l'Office Fédéral des Assurances Privées (OFAP) a entrepris une réflexion sur la solvabilité des compagnies d'assurance, dont l'objectif était de déterminer une méthode de calcul de la marge de solvabilité qui tienne compte de l'ensemble des risques encourus par les assureurs. C'est ainsi qu'en 2003 a été lancé le projet « Test Suisse de Solvabilité » (TSS), qui a abouti en fin 2004 au Livre Blanc sur le Test Suisse de Solvabilité, toujours en application. De son côté, la Commission Européenne s'est attachée à élaborer un référentiel unique visant à mieux intégrer les risques effectifs qui pèsent sur les compagnies d'assurance, à la lumière des évolutions des techniques de gestion des risques, afin d'assurer leur capacité à remplir les engagements souscrits.

L'ensemble de ces faiblesses ont justifié la mise en œuvre d'une nouvelle réforme : c'est le projet Solvabilité II, qui a été lancé dans l'Union européenne (UE) en 1999 pour moderniser le cadre prudentiel assurantiel reflétant plus adéquatement l'ensemble des risques.

2. Solvabilité II : une approche globale du risque

Le projet Solvabilité II vise d'une part à : renforcer la solidité des assureurs, la sécurité des assurés et donc la stabilité du système financier européen ; d'autre part, mettre en place des normes plus cohérentes et plus lisibles dans un cadre européen ; et enfin, contribuer à la modernisation et à la compétitivité du secteur de l'assurance européen (en harmonisant à les systèmes de solvabilité et de supervision entre les différents Etats membres de l'UE). Les objectifs attendus sont une grande confiance dans les produits offerts par les assureurs, une offre plus diversifiée et plus compétitive de ces produits et une mobilisation des capitaux moins coûteuse. Ce qui permettra une allocation plus efficiente du capital et des risques au sein de l'économie favorisera l'économie européenne dans son ensemble et la stabilité financière.

En termes d'organisation, la réforme s'appuie sur une directive cadre (niveau 1), accompagnée notamment de mesures d'exécution (niveau 2) et de recommandations (niveau 3). Le processus d'implémentation de la directive cadre est complexe et fait interagir de nombreux intervenants. Le Conseil et le Parlement européen prennent les décisions politiques, la Commission européenne formule des propositions au Conseil et au Parlement européen, définit les mesures de niveau 2 en faisant notamment participer les organismes assureurs aux QIS¹⁷³ en s'appuyant sur l'EIOPA¹⁷⁴ (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*), les superviseurs européens (EIOPA ; structure regroupant les représentants des autorités de contrôle des 30 États membres de l'UE et de l'EEE¹⁷⁵), et les assureurs.

Les principes de Solvabilité II

Contrairement à Solvabilité I, Solvabilité II s'articule en principes généraux plutôt qu'en règles de calcul. Le projet fournit des lignes directrices à suivre dans l'évaluation des différents postes du bilan et la détermination du capital requis, sans pour autant fixer des règles de calcul précises. Le capital requis est déterminé par des projections des différents éléments du bilan. Afin de faire intervenir l'ensemble des risques des assureurs, l'évaluation de la marge de solvabilité prend en compte la totalité du bilan et non plus seulement les postes du passif.

Solvabilité II se base également sur une approche économique selon laquelle tous les actifs et les passifs doivent être évalués de façon cohérente avec le marché. La valorisation ne se fait donc plus sur base d'évaluation au coût historique mais sur base des valeurs de marché. Ainsi « les actifs et passifs doivent être valorisés au montant pour lequel ils pourraient être transférés ou réglés dans le cadre d'une transaction conclue dans des conditions de concurrence normale, entre des parties informées et consentantes ». Ceci a pour corollaire (nous y reviendrons longuement par la suite) que, lorsqu'un prix de marché existe, c'est celui-ci dont on doit tenir compte dans la valorisation des actifs d'assurance. Lorsqu'un tel prix n'est pas disponible, il faut se baser sur des méthodes de projection de *cash-flows*. Ce concept peut être mis en parallèle avec la notion de « juste valeur » développée dans les normes IFRS (voir Chapitre 3). Cette valorisation des actifs et des passifs permettra de déterminer le capital disponible ainsi défini comme la différence entre la valeur de marché des actifs et celle des passifs.

Le projet Solvabilité II propose une approche basée sur le risque : les exigences en termes de capital sont fonction des risques réellement encourus par la compagnie d'assurance. Afin de refléter, au plus près, la réalité des compagnies d'assurance et d'éviter notamment une mobilisation superflue de fonds propres, les exigences en termes de capital tiendront également compte, d'une part, de la diversification entre les risques et, d'autre part, des outils de transferts du risque. La réforme Solvabilité II a ainsi pour ambition d'encourager les compagnies à mettre en place un système de gestion des risques intégrés et à améliorer la divulgation financière.

¹⁷³ *Quantitative Impact Studies*

¹⁷⁴ Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles

¹⁷⁵ Espace Economique Européen

Solvabilité II se fonde sur une structure à 3 piliers, semblable à celle des accords de Bâle II dans le secteur bancaire.

- **Le premier pilier concerne les exigences quantitatives** en termes de capitaux (provisions techniques et capital cible, gestion interne du risque). A travers ce pilier, c'est l'harmonisation du niveau de prudence des provisions techniques qui est encouragée avec une référence (quantile à 75%) et par la possibilité de calculer le besoin de marge à partir d'un modèle interne. Le contrôle interne est ainsi introduit avec une formule standard plus fine et une individualisation du calcul par les modèles interne.
- **Le deuxième pilier est relatif à la surveillance prudentielle** et à la surveillance du contrôle interne du risque nouvellement introduit. A travers ce pilier c'est l'intégration d'un système de contrôle interne et de gestion des risques au système de solvabilité qui est imposé.
- **Le troisième pilier a trait à l'information publique** en vue d'améliorer la discipline de marché. A travers ce pilier, c'est l'harmonisation et l'enrichissement des informations communiquées aux assurés et au superviseur ainsi que des exigences en matière d'information publique qui est visée. L'ensemble vise une forte imbrication entre les exigences quantitatives et qualitatives.

Figure 22 : Les trois piliers de Solvabilité II



Pilier 1 : les exigences quantitatives

En termes d'exigences quantitatives, Solvabilité II fixe deux niveaux de prudence.

- Le premier se situe au niveau du calcul des provisions techniques qui doivent contrôler les risques liés à la sinistralité.
- Le second relatif au niveau de l'exigence de fonds propres doit contrôler le risque global de l'assureur.

Le pilier 1 vise à harmoniser les règles de calcul des provisions en y intégrant de manière quantitative et explicite la prudence. Plusieurs pistes sont envisagées mais le principe directeur est de mesurer le risque et de choisir le montant de provision en référence à un niveau de risque prédéterminé. Ceci nécessite d'être capable, au préalable, de modéliser la charge ultime de sinistres et de définir ce qu'est le risque. Lorsque, grâce à des méthodes statistiques, on disposait de la distribution de probabilités de la charge globale des sinistres survenus mais pas encore réglés, on fixait traditionnellement le niveau de la provision à la

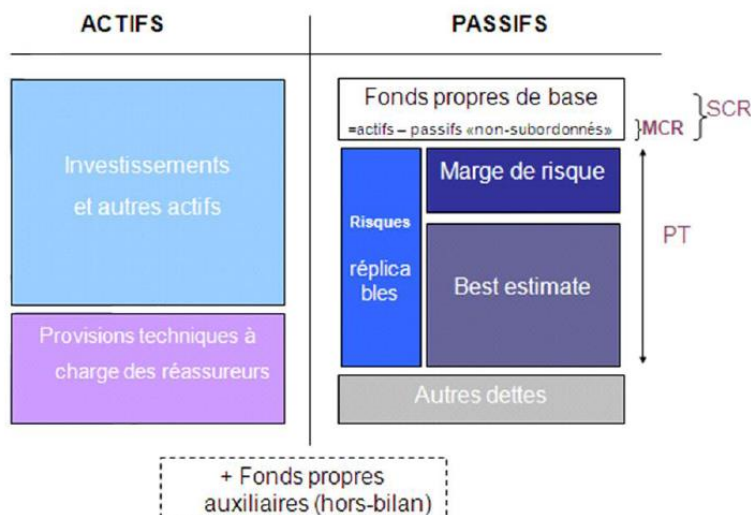
moyenne de cette distribution. Dans le référentiel Solvabilité II, le niveau des provisions est fixé en référence à une mesure¹⁷⁶ de risque de type VaR¹⁷⁷.

Le pilier 1 introduit également deux notions de solvabilité fondamentales : MCR (*Minimum Capital Requirement*) et SCR (*Solvency Capital Requirement*) :

Le MCR est une exigence minimale de fonds propres absolue, un capital minimum à détenir. Il s'appuie sur le bilan statutaire des compagnies d'assurance et ne reflète pas les risques encourus par celles-ci. Ce capital minimum est insensible au risque et indépendant d'un modèle. Il correspond à une exigence de capital beaucoup plus faible que le capital de solvabilité. C'est un plancher en dessous duquel il est interdit de descendre. Si c'est le cas, l'intervention des autorités de contrôle est immédiate et les mesures entreprises peuvent aller jusqu'à l'interdiction pour la compagnie d'assurance.

Le SCR constitue le deuxième niveau de sécurité et doit contrôler le risque global de l'assureur comprenant les risques liés aux placements financiers (risques de marché, de taux, de défaut, de change, etc.) et les risques de défaut des réassureurs. Le capital cible, qui fait office de sonnette d'alarme, va être déterminé en référence à une mesure de risque sur un horizon prédéterminé. Si le capital effectivement constitué devient inférieur à ce premier seuil, cela ne signifie pas que la compagnie d'assurance concernée est insolvable. Cependant, les autorités de contrôle pourront intervenir pour mettre en place des plans pour atteindre le capital de solvabilité, imposer remaniement de portefeuille en actifs moins risqués ou encore améliorer la gestion actif-passif... Un retrait d'agrément immédiat peut même être demandé par le régulateur local. Le SCR correspond au capital permettant de faire face à une crise bicentenaire à l'horizon d'une année (quantile à 99,5%). Sa détermination va nécessiter des calculs stochastiques relativement complexes puisque tous les éléments influant sur la solvabilité de la société vont devoir être modélisés.

Figure 23 : Bilan prudentiel d'un assureur



Source : Théron, 2012

¹⁷⁶ Par exemple, on choisira la provision qui permet de payer l'intégralité des sinistres dans 75 % des cas (VaR à 75 %).

¹⁷⁷ La VaR (Value at Risk) est une notion utilisée généralement pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille d'instruments financiers. Elle correspond au montant de pertes qui ne devrait être dépassé qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné.

Les méthodes de détermination des niveaux de capital requis sont distinctes. Solvabilité II autorise désormais le recours aux modèles internes pour appréhender de façon plus précise et élaborée que la formule standard les risques encourus par une compagnie d'assurance. Certes l'approche standard¹⁷⁸ de calcul sera proposée, mais un des objectifs de Solvabilité II est de créer des incitations afin que les compagnies d'assurance comprennent mieux et gèrent mieux leurs propres risques. Ceci se traduit par une possibilité pour ces dernières d'avoir recours à un modèle développé en interne et destiné à mieux refléter leur profil de risque. Le modèle interne implique des développements longs et coûteux (systèmes d'information, réflexions théoriques, mise en pratique) mais il est censé induire une meilleure maîtrise des risques par un modèle adapté de l'activité de l'entreprise et permettre une économie de capital.

On l'a vu, Solvabilité II impose un niveau de fonds propres correspondant à une VaR à 1 an de 99,5% i.e. pour le risque de faillite économique de l'assureur à horizon un an. Elle correspond au montant de capital minimum dont l'assureur doit disposer pour absorber les pertes potentielles à horizon un an avec une probabilité de 99,5%. Cette mesure de risque a le mérite de reposer sur un concept simple et facilement explicable : VaR (X, α) est le montant qui permettra de couvrir le montant de sinistres engendré par le risque X avec une probabilité α à un horizon de temps donné. Pour calculer ce capital (dans les modèles internes), il est donc nécessaire de disposer de la distribution des fonds propres (ou actif net, ou situation nette) économiques à horizon d'un an (en $t=1$). Il convient alors de déterminer tous les aléas (économiques, financiers, démographiques, opérationnels, etc.) susceptibles d'intervenir entre $t=0$ et $t=1$ et d'avoir un impact sur le bilan économique en $t=1$.

Au regard des résultats des études d'impact de ces nouvelles exigences prudentielles, de nouveaux mécanismes ont été mis en place.

Prime d'adossement ou ajustement égalisateur (matching adjustment, MA)

Afin de lisser l'effet des mouvements des *spreads*, les assureurs peuvent utiliser l'ajustement égalisateur qui prend la forme d'une prime sur les taux sans risque sous condition d'éligibilité. Cette prime est égale à la différence entre le *spread* moyen des actifs de l'organisme et un *spread* fondamental correspondant au risque de crédit moyen de ces mêmes actifs¹⁷⁹. La logique sous-jacente à l'ajustement égalisateur est que lorsque des actifs et des passifs aux flux prédictibles sont parfaitement adossés, le risque de *spread* est limité au risque de crédit de l'actif.

Tableau 34 : Les critères d'éligibilité à l'ajustement égalisateur

¹⁷⁸ La formule standard reflète le profil de risque moyen des entreprises d'assurances et constitue une approximation du risque réel de chaque compagnie.

¹⁷⁹ Le *spread* fondamental pour les *corporate bonds* est le max (35% de la moyenne long terme ; CoD + PD), celui pour les *govies* est 30% moyenne long terme

Critère d'éligibilité au MA	
Type d'engagements	Uniquement les engagements soumis à un risque de longévité, de révision et de frais sont autorisés + un risque de mortalité s'il n'est pas significatif
	Pas d'options, notamment de rachat, à la main des assurés
	Pas de primes futures
Type d'actifs	Actifs à revenus fixes
	Limite du niveau de MA pour les actifs <i>corporate</i> dont la notation est inférieure à BBB
Gestion actif-passif	Critère d'adossement
	« Cantonnement de gestion »

*Prime de volatilité*¹⁸⁰ ou *correction pour volatilité (volatility adjustment, VA)*

La correction pour volatilité se présente comme une prime sur la partie liquide de la courbe visant à lisser l'effet des mouvements des *spreads* (hors risque de crédit) sur le bilan prudentiel. Pour l'actualisation des passifs, il est possible d'utiliser la courbe avec la correction pour volatilité a priori sans condition d'éligibilité (courbe non applicable pour les actifs). La logique est la même que pour l'ajustement égalisateur mais calibré sur un portefeuille représentatif moyen des assureurs européens. A l'origine, le VA prenait la forme d'une « prime d'illiquidité », proposée en 2010 par l'EIOPA dans le cadre de la cinquième étude d'impact quantitative (QIS5). Cette prime est devenue la « prime contra-cyclique » dans le projet de mesures de niveau 2 d'octobre 2011. En 2013, à la suite de l'étude d'impact sur les mesures « branches longues » d'Omnibus II, EIOPA recommande de transformer la prime contra-cyclique en « *Volatility balancer* ». Ce dernier deviendra le *Volatility adjustment* lors de son passage en Trilogue en juillet 2013 (après le livre vert).

Pilier 2 : les exigences qualitatives

Le pilier 2 met en place un dispositif de gestion des risques. Celui-ci n'a pas vocation à empêcher la prise de risque mais à l'encadrer, la rendre explicite et cohérente avec les stratégies de développement. Il s'agit d'être en mesure de calculer et maîtriser ses risques, de bien comprendre comment peuvent évoluer défavorablement les expositions aux risques pour réduire les impacts à un coût financier acceptable en s'assurant que l'assureur est suffisamment capitalisée et à n'importe quel moment. Pour cela ce dispositif doit être complet i.e. couvrir l'ensemble des risques de la compagnie d'assurance, cohérent i.e. permettre de réconcilier dans une vision globale les stratégies de risques des managers, intégré à l'activité opérationnelle et enfin simple et compréhensible. Plus précisément, il implique deux volets, lié d'une part à la gouvernance et d'autre part à ORSA (*Own Risk and Solvency Assessment* ou Evaluation interne des risques et de la solvabilité).

Solvabilité II introduit la notion de « système de gouvernance » dont l'objectif est de garantir une gestion saine, prudente et efficace de l'activité. Ce système se compose d'une structure organisationnelle qui définit de façon transparente les responsabilités et tâches de chacun ainsi que de règles de prise de décision, de *reporting* interne, de communication, de coopération, de rémunération et de supervision. Il concerne l'ensemble du fonctionnement de l'organisme mais aussi l'organisation des instances dirigeantes

¹⁸⁰ L'origine de la correction pour volatilité se trouve dans la prime d'illiquidité introduite lors du QIS5 de 2010.

L'ORSA est un processus interne d'évaluation des risques et de la solvabilité par l'assureur. Il doit illustrer la capacité de la compagnie d'assurance à identifier, mesurer et gérer les éléments de nature à modifier sa solvabilité ou sa situation financière. Alors que le pilier 1 calcule la probabilité de ruine à un an sur la base d'un portefeuille en *run off* et via un ensemble de risques définis par la Commission européenne, l'ORSA a pour objet de s'assurer de la solvabilité de l'assureur sur la base d'une vision incluant le plan stratégique de développement et adaptée aux spécificités de l'entreprise. Cette approche constitue une évolution majeure par rapport à Solvabilité I. Le pilier 2 encourage ainsi les compagnies à adopter la démarche ERM (*Enterprise Risk Management*) afin qu'elles soient en mesure par elles-mêmes d'apprécier et de mesurer leurs risques.

En ce sens, l'ORSA est un processus essentiellement prospectif dans lequel il est demandé aux organismes de procéder à 3 évaluations :

- 1) l'évaluation du besoin global de solvabilité (BGS),
- 2) l'évaluation du respect permanent des obligations réglementaires,
- 3) l'évaluation de la mesure dans laquelle le profil de risque de l'organisme s'écarte des hypothèses qui sous-tendent le calcul du SCR.

L'évaluation du BGS passe par une évaluation des moyens nécessaires pour faire face aux risques importants auxquels est soumis l'organisme : réassurance, immobilisation de capital, plan d'urgence, couverture par des options, allocation d'actifs, moyens organisationnels et humains, etc.

En pratique, le BGS, qui dépasse le cadre du seul capital, diffère du SCR car :

- le calcul de SCR se limite aux seuls risques quantifiables et importants alors que le BGS doit couvrir tous les risques importants (y compris donc les risques de réputation, etc.) ;
- le SCR traduit les préoccupations prudentielles et réglementaires tandis que le BGS traduit également des considérations propres et commerciales de l'organisme ;
- l'évaluation du BGS peut faire intervenir divers types de métrique contrairement au SCR qui se limite à la VaR.

Cette évaluation prospective consiste à apprécier la capacité de l'organisme à satisfaire aux exigences réglementaires (en termes de couverture du SCR), en particulier en situation adverse, en considérant des simulations de crises pertinentes. Cette deuxième évaluation fait clairement une plus grande place aux exigences quantitatives de Solvabilité II. En pratique toutefois, cette évaluation reste propre et libre dans une large mesure, en particulier concernant le choix des méthodes et simulations pertinentes de crises ou de crises inversées.

Dans le cadre de cette évaluation, l'organisme est amené à se poser la question de savoir :

- si tous les risques quantifiables et importants auxquels il est soumis sont contenus dans le calcul du SCR,
- si la calibration de ces risques dans le calcul du SCR est conforme à son profil de risque,
- si l'interdépendance entre les risques de l'organisme correspond bien à la façon dont elle est modélisée dans le calcul du SCR.

Cette évaluation doit être *a minima* qualitative et, dans le cas où l'écart est jugé significatif, quantitative.

Dans le cadre de la mise en œuvre du processus de contrôle, les autorités de supervision pourront imposer une exigence supplémentaire de capital, si le profil de risque de l'assureur s'écarte significativement des hypothèses utilisées dans le calcul du SCR (formule standard ou modèle interne) ou si le système de gouvernance s'écarte significativement des standards

établis. Par ailleurs, ce dispositif de gestion des risques renforce l'harmonisation des standards et méthodes de contrôle et encourage le partage des meilleures pratiques entre organismes de contrôle. Le régulateur aura le pouvoir de contrôler la qualité des données et des procédures d'estimation et les systèmes mis en place pour mesurer et maîtriser les risques au cas où ils se matérialiseraient.

Pilier 3 : discipline de marché

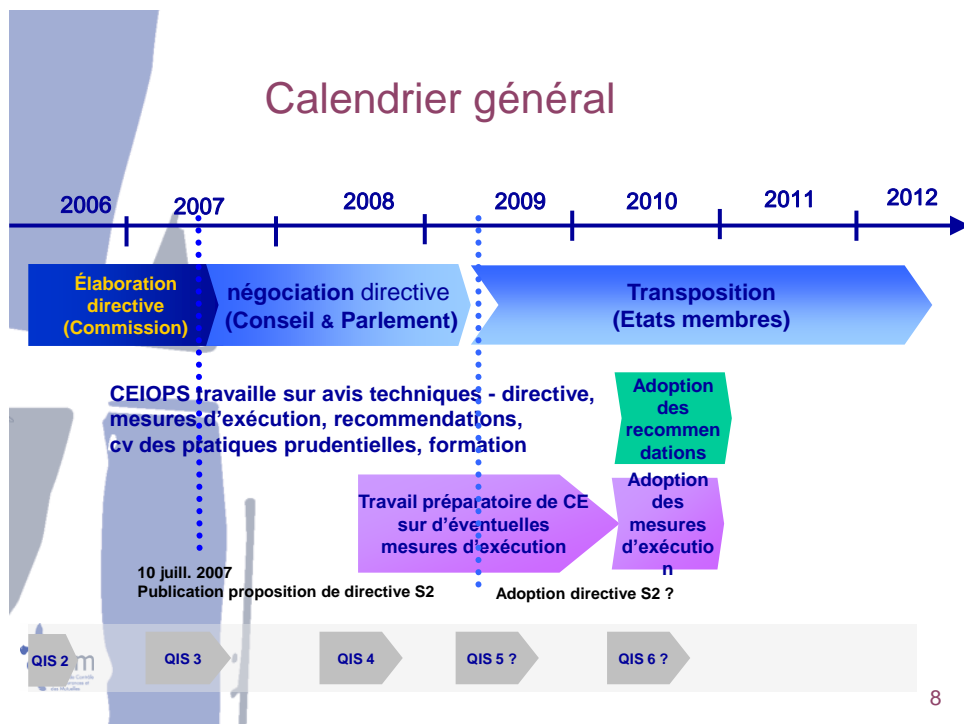
A l'instar de la réglementation bâloise, le dernier pilier, « discipline de marché », impose une plus grande transparence sur l'actif, les risques et la gestion des assureurs ainsi qu'une meilleure communication d'informations. Les informations communiquées aux marchés financiers doivent permettre de surveiller et de sanctionner les pratiques des assureurs en matière de gestion des risques. La communication d'informations est censée être facilitée par l'adoption en 2005 de normes comptables internationales IFRS.

Harmonisation versus homogénéisation de la réglementation prudentielle bancaire et assurantielle

Solvabilité II s'est inspirée du cadre prudentiel bancaire en introduisant une réglementation du risque à travers trois piliers quantitatif, qualitatif et lié à la discipline de marché. Néanmoins, les deux approches présentent des différences importantes. Si le risque bancaire est analysé sur base de l'actif (risque de crédit et de marché), le risque en assurance est un risque bilantaire avec un autre risque important au niveau du passif. Ce type de réglementation a les mêmes fondements théoriques que celle bancaire (voir chapitre 5). On voit donc un mouvement de convergence mondiale vers un ensemble de normes et standards pour l'assurance, qui va bien au-delà des tentatives précédentes. On peut questionner cette volonté de convergence mondiale au regard de l'homogénéisation des comportements induits par de telles exigences.

Ce nouveau cadre prudentiel en discussion depuis plus de 10 ans a vu sa date d'entrée en vigueur sans cesse repoussée depuis 5 ans. Un certain nombre de points techniques semblaient poser problème en matière de calibration des pondérations notamment. Il est effectif depuis janvier 2016 (voir figure suivante).

Figure 24 : Calendrier de mise en œuvre de Solvabilité II (2006-2013)



Parmi les nouvelles exigences, figure l'obligation d'utiliser un nouveau référentiel comptable IFRS préalable au calcul des fonds propres réglementaires que nous allons expliciter dans la partie suivante.

B. Lien entre les normes comptables et Solvabilité I et Solvabilité II

Les exigences réglementaires en matière d'assurance sont en cours d'évolution et leurs liens avec les états financiers comptables aussi. Sous Solvabilité I, les exigences réglementaires s'appuient en France sur le Code des Assurances. Les sociétés présentent donc des informations prudentielles basées sur les normes comptables nationales, indépendamment des normes comptables IFRS. Sous Solvabilité II, elles devront présenter un bilan prudentiel complet, indépendant des états financiers comptables nationaux ou internationaux.

1. Solvabilité I : l'utilisation des informations comptables en normes françaises

La directive Solvabilité I a été transposée en France dans le code des Assurances¹⁸¹. Celui-ci retient comme principe de base de l'évaluation le principe de prudence défini par le Code de commerce de la manière suivante : « il doit être tenu compte des risques et des pertes intervenues au cours de l'exercice ou d'un *exercice antérieur* ; seuls les bénéfices réalisés ou certains à la date de clôture peuvent être inscrits dans les comptes annuels » (article 14 et 15). En France, la directive Solvabilité I, est appliquée à partir des informations issues des états financiers en normes locales autrement dit les calculs prudentiels sont effectués sur la base principale d'actif évalué au coût amorti (sauf pour les activités de *trading* à court terme soumises à la juste valeur). Au regard des actifs détenus à moyen et long terme leur évaluation est donc relativement stable. Au niveau du passif d'assurance, les dettes sont constituées par les engagements à l'égard des assurés (ce sont les provisions techniques).

¹⁸¹ Livre II : entreprises ; Titre III : régimes financiers ; Chapitre IV : Solvabilité des entreprises et surveillance complémentaire des groupes d'assurance et des conglomérats financiers

2. Solvabilité II : la généralisation de la juste valeur (IFRS)

Le passage à solvabilité II va profondément modifier la pratique règlementaire car il impose une évaluation de l'intégralité de l'actif à sa valeur de marché et cela afin d'identifier immédiatement les valeurs détenues. Le bilan prudentiel sera donc complètement différent du bilan en normes locales. Il se calquera en partie sur le bilan établis conformément aux normes IFRS mais ira plus loin, car les postes qui sont maintenus au coût en IFRS devront être réévalués à la juste valeur. Ainsi Solvabilité II généralise une valorisation économique du bilan à *la full fair value* (ce qui n'est pas le cas des normes IFRS).

Selon cette approche, les entreprises d'assurance et de réassurance valorisent les actifs et passifs de la manière suivante :

- Les actifs sont valorisés au montant pour lequel ils pourraient être échangés dans le cadre d'une transaction conclue dans des conditions de concurrence normale, entre des parties informées et consentantes ;
- Les passifs sont valorisés au montant pour lequel ils pourraient être transférés ou réglés dans le cadre d'une transaction conclue dans des conditions de concurrence normale, entre des parties informées et consentantes.

Ces modèles renvoient à une évaluation selon la comptabilité en juste valeur. D'ailleurs la documentation technique proposée par ACPR (2014) indique expressément que le cadre de valorisation des actifs et des passifs est celui des normes IFRS, et que si celles-ci laissent une option ou n'imposent pas une valorisation économique des éléments, alors c'est le cadre de la directive qui prévaut et les éléments doivent être ajustés à leur valeur de marché. La directive Solvabilité II retient le principe des trois niveaux de juste valeur énoncé par IFRS 13 :

- Les entreprises doivent utiliser les prix cotés sur des marchés actifs pour des actifs ou passifs identiques ou similaires.
- S'il n'est pas possible de retenir les prix cotés sur des marchés actifs pour des actifs ou passifs identiques, il convient d'utiliser des prix cotés sur un marché actif pour des actifs ou passifs similaires, avec des ajustements destinés à rendre compte des différences.
- Si aucun prix coté sur un marché actif n'est disponible, les entreprises devraient recourir à des techniques de valorisation sur la base d'un modèle (*mark-to-model*) ; les valeurs alternatives obtenues devant être comparées, extrapolées, ou sinon calculées dans la mesure du possible à partir de données de marché.

Le bilan prudentiel des assureurs sous Solvabilité II sera donc intégralement en juste valeur afin de donner au régulateur une image instantanée des valeurs détenues par les sociétés. Cette vision immédiate de la valeur repose, comme nous l'avons vu précédemment, sur une approche qui ne prend pas en compte le temps et l'horizon de détention. Les assureurs présenteront donc un bilan prudentiel qui ne tient pas compte de l'horizon et des maturités.

Concernant le passif du bilan prudentiel, celui-ci sera régi par les principes énoncés par Solvabilité II car en la matière les normes comptables IFRS n'ont pas encore abouti. En effet la norme actuellement en vigueur (IFRS 4 phase 1) propose simplement que les passifs d'assurance soient évalués en normes locales, or cela diverge selon les pays. La phase 2 de cette norme étant toujours en discussion au sein de l'IASB (voir chapitre 3 Section 2).

Pour évaluer les passifs d'assurance, Solvabilité II retient une approche dite *best estimate* : « la meilleure estimation devrait correspondre à la moyenne, pondérée par leur probabilité, des flux de trésorerie futurs, compte tenu de la valeur temporelle de l'argent. La meilleure

estimation est la moyenne des résultats de tous les scénarios possibles, pondérée en fonction de leurs probabilités respectives » (ACPR, 2014).

Nous allons à présent voir comment les acteurs du secteur jugent ces évolutions au regard du métier d'assureur et de l'investissement à long terme.

Section 2 : Impacts potentiels des contraintes prudentielles des assureurs sur l'investissement à long terme

Cette section vise à faire le point sur les impacts des nouvelles mesures prudentielles. Elle présente les principales études d'impact quantitatives réalisées par des instances internationales puis propose une analyse qualitative de ces impacts à partir de réponses de la consultation de la CE et d'entretiens réalisés sur un échantillon français afin de confronter les arguments des parties prenantes au regard de la littérature académique.

A. Les études quantitatives globales QIS sur les effets de Solvabilité II

Afin de mesurer leurs implications concrètes, les directives européennes doivent faire l'objet d'une étude d'impact dite QIS (*Quantitative Impact Study*). Ces études sont lancées par la Commission Européenne et réalisées, en pratique, par l'EIOPA. Portant sur différents aspects de la réglementation, elles permettent de réunir des données empiriques servant de base à l'élaboration de la directive Solvabilité II (2009/138/CE) par la Commission. Les résultats des tests sont censés orienter les précisions du CEOPIS et de la Commission dans la préparation de la directive cadre. La Directive Solvabilité II doit être accompagnée d'un certain nombre de règles techniques détaillées décrites dans des mesures d'exécution que la Commission adoptera.

La première phase de tests lancés par la Commission a été réalisée entre 2005 et 2008 dans le but d'affiner le cadre de mise en œuvre de Solvabilité II. Ces derniers portaient sur les impacts quantitatifs liés à l'évaluation des provisions techniques (QIS1 en 2005), sur l'évaluation de l'exigence de capital cible (SCR) par la formule standard (QIS 2 en 2006), les effets de diversification et le calibrage des formules standards pour le calcul du MCR et du SCR avec une problématique groupe (QIS 3 en 2007) et sur les mesures techniques d'application de deuxième niveau (QIS 4 en 2008). La cinquième étude QIS5¹⁸², conduite entre août et novembre 2010 (IP/10/1064) est la dernière en date. L'enjeu de cette étude était important car elle devait constituer le dernier exercice complet de ce type avant l'entrée en vigueur de Solvabilité II, en testant différents scénarios et paramètres afin que la Commission puisse calibrer au plus juste les règles techniques dans les mesures d'exécution.

La cinquième étude portait précisément sur les provisions techniques, le capital de solvabilité requis et la classification des fonds propres. Au global, les résultats de l'exercice QIS5¹⁸³

¹⁸² Les résultats du QIS5 se basent sur la situation financière des entreprises d'assurance et de réassurance à fin 2009.

¹⁸³ Les organismes d'assurance ont fortement participé à cet exercice. Selon le rapport de L'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), le secteur de l'assurance a relevé le défi d'une large participation puisque le nombre de participants atteint 70% des entreprises contre 33% lors du précédent exercice (QIS4).

(obtenus début 2012) ont traduit la solidité du marché européen et sa capacité à passer à Solvabilité II sans difficulté majeure, en particulier celui français. L'exigence globale de solvabilité des participants (SCR), mesurée par la formule standard au niveau solo, s'élevait à 101 milliards d'euros. Cette exigence était largement couverte par les fonds propres puisqu'au niveau global, apparaît un surplus ou excédent de couverture de 82 milliards d'euros. A titre de comparaison, pour ces mêmes participants, au titre de 2009, le surplus global sous Solvabilité I s'élevait à environ 106 milliards d'euros. Ainsi, au regard de cette étude, les entreprises d'assurance et de réassurance semblaient bien placées pour respecter les nouvelles exigences en fonds propres sous Solvabilité II.

Toutefois, l'analyse des réponses montre que si des améliorations sensibles sont constatées depuis QIS4, pour beaucoup d'assureurs des efforts importants restent encore à faire quant à leur préparation au futur régime prudentiel. Les résultats montrent notamment que la formule type pour le calcul des exigences de solvabilité, les exigences concernant les provisions techniques et les fonds propres, les questions de la prise en compte de la volatilité sur les marchés ou encore de la complexité des calculs (en particulier pour les PME) doivent encore être perfectionnées dans les mesures d'exécution de niveau 2. Cela peut passer par des mesures de transition ciblées afin de permettre un passage en douceur vers le nouveau régime ou encore un affinement dans les recalibrages. Autant de décisions qui sont le fruit de différents groupes techniques mis en place par les services de la Commission. C'est notamment le cas d'un groupe de travail qui a été mis en place pour traiter des inquiétudes sur la volatilité potentielle du système et l'impact sur la fourniture de produits d'assurance avec des garanties de long terme.

Les deux prochaines sections vont étudier l'impact des nouvelles exigences prudentielles en mobilisant des données qualitatives. Elles visent en particulier à analyser le point de vue des répondants européens sur l'impact de la réglementation prudentielle à partir de l'étude du livre vert (2013) et d'entretiens français réalisés en 2013. L'idée est i) d'identifier les mesures qui posent problème aux parties prenantes et aux sociétés d'assurance en particulier et les principales raisons avancées puis ii) de confronter leurs arguments à ceux que l'on retrouve dans la littérature économique afin d'en déterminer la pertinence.

B. Le point de vue des assureurs européens en 2013: Solvabilité II affecte négativement les capacités de financement à long terme des compagnies d'assurance

Sur les 257 réponses traitées, 103 ont évoqué les enjeux de la mise en œuvre de Solvabilité II : 53 réponses sont issues d'intermédiaires financiers (dont 10 compagnies d'assurance) ; 14 d'intermédiaires de marché ; 8 de régulateurs et superviseurs ; 16 d'entreprises non financières et 12 d'organisations de la société civile ou d'individus.

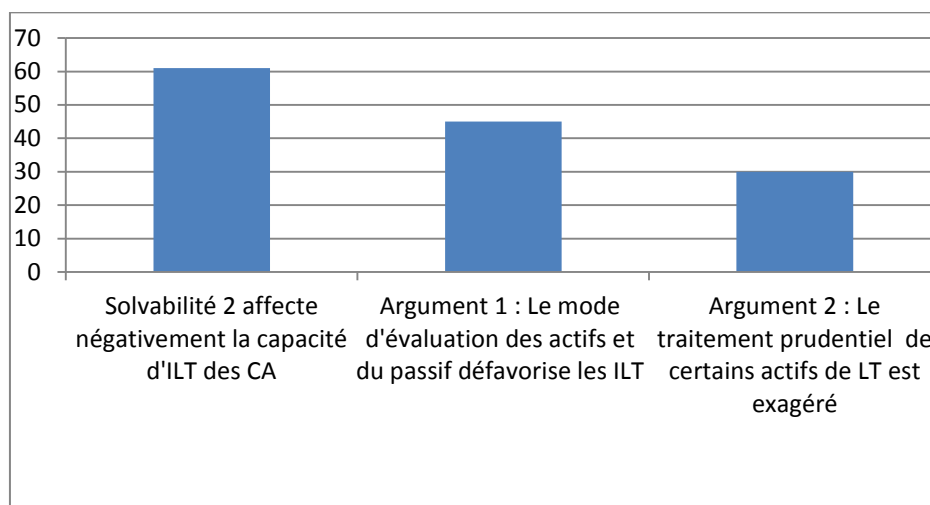
Près de 59,2% des répondants considèrent que Solvabilité II affecte négativement les capacités de financement à long terme des compagnies d'assurances. Une minorité considère qu'il n'est pas souhaitable d'aménager les règles prudentielles pour faciliter l'investissement à long terme par les compagnies d'assurances. Les autres répondants ne se prononcent pas sur d'éventuels effets négatifs.

Toutefois, l'analyse des réponses selon le type de répondants laisse entrevoir des différences selon les secteurs. Parmi les intermédiaires de marché, les compagnies d'assurance (90%) et autres investisseurs (74%) se distinguent par leur dénonciation très majoritaire de potentielles conséquences négatives. Les banques (57%) et fonds de pension (20%) se sont moins prononcés, en évoquant davantage les implications sur leur propre secteur : l'impact de solvabilité sur le financement des banques, ou l'opportunité de s'inspirer de Solvabilité II pour la directive IORP qui doit redéfinir le cadre prudentiel pour l'activité des fonds de pension.

Parmi les organisations de la société civile et les régulateurs et gouvernements, 5 répondants affirment qu'il n'est pas souhaitable, au regard de la stabilité financière, d'aménager Solvabilité II pour faciliter l'investissement à long terme (les gouvernements polonais et suédois, deux syndicats suédois et finlandais, et la fédération syndicale européenne UNI Europa Finance). Selon eux, la stabilité financière doit demeurer l'objectif premier de la régulation prudentielle et il ne faut pas inciter les investisseurs institutionnels, fonds de pension et assurances, à prendre davantage de risques. Cependant, ils ne rentrent pas dans le détail des considérations techniques et s'en tiennent à des déclarations générales.

Sur les 61 répondants évoquant l'impact négatif de Solvabilité II, 73,8% affirment que le mode d'évaluation des actifs et du passif défavorise les investissements de long terme et 49,2% que la pondération en risque de certains actifs de long terme en particulier est trop pénalisante.

Figure 25 : Répartition des réponses dénonçant le rôle négatif de solvabilité II selon le type d'argument (en nombre de réponses)



Source : calcul des auteurs

On trouve donc deux catégories d'arguments : la première est associée au mode de calcul des exigences prudentielles ; la seconde est relative au traitement prudentiel de certains actifs de long terme. Les praticiens ne remettent pas en cause le fondement des différentes mesures qui sont justifiées et reconnues comme nécessaires. Ils reconnaissent que Solvabilité I a été un cadre prudentiel simple, efficace mais qui est devenu inadapté. Mais c'est leur mise en œuvre technique qui posent problème au regard des métiers de l'assurance

La première série d'arguments montre bien l'imbrication des exigences comptables et prudentielles des assureurs car on observe les mêmes effets liés au mode de valorisation comptable décrits dans la partie comptable précédente. Cela s'explique aisément par l'une des innovations principales de Solvabilité II qui impose une évaluation de l'intégralité de l'actif à sa valeur de marché et cela afin d'identifier immédiatement les valeurs détenues. Depuis Solvabilité II, le bilan prudentiel d'un assureur devient donc complètement différent du bilan en normes locales. Il se calque en partie sur le bilan établi conformément aux normes IFRS mais va plus loin, car les postes qui sont maintenus au coût en IFRS devront être réévalués à la juste valeur. On dit que Solvabilité II généralise une valorisation économique du bilan à la *full fair market value* (ce qui n'est pas le cas des normes IFRS). Ce référentiel comptable utilisé pour le calcul des fonds propres réglementaires est également pointé du doigt par les praticiens français. Pour ces derniers, l'approche prudentielle de Solvabilité II constitue un changement profond dans la vision assurantielle qui jusqu'alors raisonnait en terme d'allocation stratégique sur plusieurs exercices et non pas en valeur instantanée de marché à la date de clôture (un tel bilan induit une vision liquidative).

Tableau 35 : Nombre de répondants par type d'arguments concernant le mode de calcul des exigences prudentielles et le traitement prudentiel de certains actifs de long terme

Arguments	Le mode d'évaluation des actifs et du passif défavorise les ILT		Le traitement prudentiel spécifique de certains actifs de LT est trop pénalisant	
	Les actifs de durée élevée sont pénalisés	Infrastructure et immobilier	Actions non cotées	Autres
Répondants	36	23	10	8

Source : calcul des auteurs

1. Les arguments liés au mode de calcul des exigences prudentielles

Pour 45 répondants soit 44% des 103 réponses traitant de l'impact de Solvabilité II, les méthodes d'évaluation du passif et de l'actif selon les valeurs de marché (*market consistent*) pénalisent les investissements de long terme. En particulier, les répondants mettent en avant quatre types d'effets potentiels plutôt indirects : diminution de l'horizon temporel des investissements et ressources, remise en cause du modèle « *buy and hold* », préférence pour les obligations d'Etat et pro-cyclicité. Les trois premiers effets sont la conséquence de la volatilité introduite par les méthodes de calcul du passif et de l'actif. Celles-ci contribueraient à rendre les bilans des assureurs sensibles à la volatilité des marchés et aux variations des *spreads* de crédit ou de liquidité. En conséquence, les assureurs chercheraient à diminuer leur prise de risques (et ce d'autant plus en situation de tension sur les marchés). Cela a pour conséquence de diminuer les financements de long terme disponibles, mais aussi de contribuer à la pro-cyclicité des stratégies d'allocation des actifs.

Effet 1 : Une volatilité plus élevée (échantillon français)

L'effet collatéral de l'utilisation de la valeur de marché pour évaluer le bilan prudentiel est l'introduction d'une plus forte volatilité. A chaque instant le marché varie et encore plus d'un arrêté de comptes à l'autre, de fait les valeurs de références vont suivre les tendances haussières et baissières des marchés financiers qui ne sont a priori pas lié à la performance des sociétés d'assurance. Dès lors les ratios calculés à partir de ces données volatiles le seront par construction. Il faudra s'attendre à une plus grande instabilité des ratios de fonds propres des sociétés d'assurance.

« *Si on m'oblige à avoir des règles prudentielles et comptables idiotes qui conduisent à des mesures très volatiles, je ne vais pas pouvoir continuer à être investi comme je voudrais sur des actifs qui, à court terme, sont volatiles.* » (Assurance, Association professionnelle, RDV 06/2013)

Et verbatims 74 à 77 en annexe

Selon certains répondants, la volatilité induite par l'évaluation en juste valeur des actifs devrait être compensé par les variations de taux d'actualisation du passif, cet effet conduirait à une relative stabilité des ratios prudentiels.

« *Plutôt que de remettre en cause la valorisation en Full fair value des actifs, on s'est dit qu'on allait introduire des mécanismes, dans la valorisation des provisions techniques, au passif, pour faire fluctuer la valeur des passifs, en reflet de la valeur des fluctuations des*

actifs. Pour neutraliser les effets de la volatilité des marchés financiers sur les fonds propres. » (CE, Chargé de mission, RDV 10/2013)

Et verbatim 78 en annexe

Effet 2: Pro-cyclicité plus grande (échantillon français)

Un autre effet de la juste valeur repose sur les effets pro-cycliques qu'elle entraîne. Ainsi la valeur des titres détenus s'accroît en période faste et baisse en période d'instabilité, l'effet de chute est donc très fort. La comptabilisation en juste valeur ne permet pas une stabilité des valeurs. Ces variations comptables entraînent des comportements d'achats ou de ventes massives de titres en dehors de toute réflexion sur la performance intrinsèque ou l'horizon de détention initiale. Ce phénomène déjà dénoncé au niveau des états financiers comptables risque donc d'être introduit en prudentiel. Ainsi la FFSA (2012) estiment qu'en générant des comportements pro-cycliques, la réglementation peut déstabiliser les marchés financiers. Par exemple : une baisse des marchés boursiers entraînera une baisse de la solvabilité des assureurs, obligeant les entreprises à céder des actifs risqués pour rétablir leur ratio de solvabilité. Cette cession d'actifs ne fera alors qu'accentuer la tendance à la baisse sur les marchés boursiers. Plusieurs répondants ont exprimé leurs craintes à ce sujet.

« C'est quand même assez inquiétant de voir qu'on a du mal quand même à caler ce paramétrage pour faire en sorte qu'effectivement il n'ait pas lui-même un effet de pro-cyclicité, c'est-à-dire qu'il ne conduise pas, dès qu'il y a un petit retournement de marché, des compagnies d'assurances à aller en masse lever des capitaux sur le marché pour conforter leur capital donc là, la pro-cyclicité est très forte » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 04/2013)

Et verbatims 79 et 80 en annexe

Afin de faire face aux risques de volatilité et de pro-cyclicité, Solvabilité II par le biais de la directive Omnibus II a mis en œuvre des mesures connues sous le nom « paquet branches longues » qui a pour effet de faire diminuer le montant des provisions techniques en cas de variations court terme de l'actif (Hadjadj-Gomes 2015). Lors de notre phase d'entretiens, ces mesures n'étaient qu'à l'état de réflexion.

Effet 3 : Pro-cyclicité du sous-module de spread

Pour 8 répondants, le sous-module de risque de *spread*¹⁸⁴ prescrit des charges de capital en fonction de la notation ou de la durée d'un investissement à revenu fixe (obligation ou produit structuré). Cela pourrait avoir un effet pro-cyclique : la dégradation de la note d'une obligation aurait pour conséquence une réduction des fonds propres, et une augmentation de la charge de capital. Plus la durée de l'obligation est longue, plus l'augmentation sera importante, ce qui pénalise encore davantage les investissements à long-terme en obligation.

On observe un certain effet pays dans les arguments des répondants, en particulier entre les compagnies d'assurance françaises et britanniques. Les compagnies françaises critiquent la volatilité des bilans en conséquence de l'application des méthodes d'évaluation en valeur de marché ainsi que leur pro-cyclicité (effet 1). Pour un assureur français en particulier, la

¹⁸⁴ La formule standard de calcul du SCR prend en compte différents risques auxquels est exposé l'assureur, parmi lesquels figurent les risques de marché. Le SCR Marché est le module permettant de traiter les risques de marché. Les principaux facteurs de risque de marché (taux, actions, *spreads* de crédit, devises...) sont représentés dans la formule de calcul du SCR Marché par un sous-module (SCR Taux, SCR Actions, SCR *Spread*, SCR Devise...).

volatilité et la liquidité des actifs sont pénalisées même si ceux-ci sont gérés dans une perspective de long terme (effet 2). Ils en appellent à la mise en place de mécanismes contra-cycliques pour remédier à ces problèmes. En ce qui concerne les compagnies d'assurances britanniques, celles-ci s'inquiètent moins des conséquences de la volatilité des bilans que du fait que Solvabilité II favorise la liquidité des actifs sur l'appariement des actifs et des passifs (effet 2). Ils s'inquiètent particulièrement du traitement des produits bénéficiant de garanties de long terme (dont notamment les produits de rentes de retraites britanniques - « *british annuities* »).

Effet 4 cumulé de la volatilité et de la pro-cyclicité : des comportements court-termistes comme la diminution de l'horizon de placements (livre vert et échantillon français)

L'analyse du livre vert de la Commission Européenne l'a montré, l'usage de la juste valeur revient à favoriser une approche court-termiste par rapport à un horizon de placement à moyen ou long terme. En adoptant le principe de *full fair value* dans Solvabilité II, l'Union Européenne place l'analyse prudentielle du secteur assurance dans l'instant en omettant que cette activité se place fondamentalement dans le long terme (car leurs engagements contractuels s'étalent sur des horizons plus ou moins longs). Le principe même de l'assurance est de *matcher* les durations entre passifs et actifs.

« *Selon moi le vrai problème de la « fair value », c'est quand, tout d'un coup, un prudentiel vous bâtit, tout un édifice et une architecture sur cette « fair value », et sans se poser la question, justement, des retours vers la moyenne, etc.* » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 06/2013)

Et verbatim 81 en annexe

Pour 28 répondants, Solvabilité II inciterait les assureurs à diminuer leur horizon de placements. En effet, les investissements de long terme se caractérisent par une volatilité plus importante. Pour réduire leurs risques, les assureurs sont donc amenés à diminuer l'horizon temporel de leurs investissements, mais aussi de leurs ressources dans la mesure où Solvabilité II les incite à faire concorder les maturités du passif et de l'actif. Cela conduit à diminuer les financements à long terme disponible pour l'économie.

Effet 5 : Préférence pour les actifs moins risqués et moins volatiles

Pour 6 répondants, les méthodes d'évaluation du passif et de l'actif pourraient conduire les assureurs à investir dans les obligations d'Etat, moins risquées, et dont la valeur de marché est moins volatile. Cela se ferait au détriment d'investissements de long terme.

Effet 6: Remise en cause de la gestion « buy and hold »

Pour 7 répondants, Solvabilité II remettrait en cause le modèle « *buy and hold* », qui consiste à détenir des actifs avec une perspective de long terme. En effet les assureurs sont pénalisés par la volatilité ou la liquidité à court-terme de leurs actifs, même lorsqu'ils sont gérés avec une perspective de long-terme et appariés à des produits bénéficiant de garantie de long terme.

Ainsi, l'ensemble de ces impacts potentiels indirects liés au référentiel comptable à la *full fair value* pour le calcul des fonds propres réglementaires concernent tous les effets néfastes généralement citées sur la *fair value*. Selon les répondants, un bilan comptable spécifique en *full fair value* différent du bilan comptable IFRS qui induit une vision liquidative. Cette vision

liquidative est en contradiction avec un objectif de stabilité financière à moyen ou long terme. L'approche prudentielle de Solvabilité II généralisant la valeur de marché pour l'évaluation des placements et des ressources constitue un changement profond dans la vision assurantielle qui jusqu'alors raisonnait en terme d'allocation stratégique sur plusieurs exercices et non pas en valeur instantanée de marché à la date de clôture. Ce changement de philosophie est dénoncé par une majorité d'acteurs.

« *En Solvabilité II, on raisonne sur l'actif en valeur de marché à chaque instant. En fait, on ne se pose la question de savoir si on l'a acheté au bon moment ou au mauvais moment, puisque de toute façon, la valeur de l'actif va varier (...) Par contre, aujourd'hui, ce qui importe, c'est votre stock : combien ça vaut ? Combien ça vaut aujourd'hui ? Combien ça vaut si un choc de marché vient ?* » (Consultant, RDV 05/2013)

Et verbatims 72 et 73 en annexe

2. Les arguments liés au traitement prudentiel spécifique de certains actifs de long terme

Pour 30 répondants soit 29% des 103 réponses traitant de l'impact de Solvabilité II, la pondération en risque de certains actifs de long terme est trop pénalisante. C'est notamment le cas pour les actifs liés aux projets d'infrastructure (23 répondants), les actions cotées et non cotées (10 répondants) et les produits structurés, avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme (8 répondants). Cela aurait pour effet de dés-inciter voire réduire les investissements des assureurs dans ces actifs.

Effet 7 : Dés-incitation des financements de projets infrastructures due aux pondérations trop élevées

Pour 23 répondants, les actifs liés aux projets d'infrastructure seraient particulièrement affectés, qu'il s'agisse de financement en capital ou en dette. En ce qui concerne les actions, les exigences de capital qui sont associées aux investissements d'infrastructures par actions s'élèvent à 49% y compris pour les actifs de projets d'infrastructures peu risqués. Soit autant que pour le capital-investissement ou les *hedge funds*. Pourtant, pour les répondants, les investissements à long terme dans les projets d'infrastructures ne sont pas ou peu liés à des risques de marché. La pondération en risque serait donc trop pénalisante au regard du risque réel des projets d'infrastructures.

En ce qui concerne le traitement de la dette liée aux projets d'infrastructure, celle-ci est traitée de manière identique aux obligations et au crédit aux entreprises. Or les répondants considèrent que la dette liée aux projets d'infrastructures devrait être considérée comme moins risquée : ils indiquent notamment qu'elle se caractérise par un ratio moyen de recouvrement supérieur à celui des obligations d'entreprise (~80% VS ~50%), ainsi que d'une probabilité de défaut décroissante après les premières années (la phase de construction), avec des notations moyennes respectivement supérieures à BBB et à A, sept et dix ans après montage du prêt¹⁸⁵. En particulier, un répondant du livre vert issu du secteur de l'assurance a calculé que le *Solvency Capital Requirement* (SCR) d'un prêt pour un projet d'infrastructure sur 25 ans serait de l'ordre de 30% pour les 10 premières années, soit 2 à 3 fois le SCR d'une obligation à 5 ans notée BBB. Une telle exigence de capital pénalise le financement par la dette des projets d'infrastructure, dans la mesure où une marge importante est nécessaire pour assurer un retour sur capital correct.

¹⁸⁵ Ces données sont tirées de l'étude de Moody's "Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2011" citée par plusieurs des répondants.

Les répondants soulignent enfin que les actifs d'infrastructures sont pénalisés par les restrictions liées aux notations. Les actifs d'infrastructures étant généralement BBB ou BB, ceux-ci seraient pénalisés par le quota de 33% d'actifs BBB dans le portefeuille de négociation et les restrictions prévues pour ces actifs dans le cadre du *matching adjustment* (voir ci-après). Ces restrictions liées aux notations posent un problème en cas de dégradation de la note d'un actif : celui-ci se retrouverait inéligible au portefeuille, en conséquence de quoi son détenteur serait forcé de le vendre.

Effet 8 : Une dés-incitation dans les placements dans les actions cotées et non cotées due aux pondérations trop élevées

Selon 10 répondants, les charges de capital appliquées aux actions cotées et non cotées sont trop importantes et pourraient conduire les assureurs à réduire leurs placements dans ces actifs.

Pour les actions cotées, les répondants qui argumentent leur position affirment que les exigences de capital sont trop élevées et reflètent la volatilité à court terme davantage que les risques à long terme. L'approche unique de Solvabilité II qui applique une charge de capital de 39% de la valeur de marché d'une action ne prend pas en compte les flux futurs de dividendes. Selon le *Legal and General Group*, en comparaison avec une obligation d'entreprise sur 10 ans notée A, une action devrait avoir un retour 8 fois plus rentable pour compenser la charge de capital. En ce qui concerne les actions non cotées, les exigences de capital s'élèvent à 49%. Pour les répondants, ce taux, équivalent à celui retenu pour les placements en *hedge funds* et dérivés de *commodities* serait trop important.

Le seul répondant à argumenter sa position est l'AFIC: « *Le taux de chargement en fonds propres particulièrement élevé pour les investissements en capital-investissement est arbitraire, d'autant que son calcul repose sur les caractéristiques du LPX50, l'indice boursier composé des 50 plus grandes sociétés cotées de capital-investissement mondiales. La représentativité du LPX 50 est remise en cause sur deux plans majeurs : (i) sa composition surpondère les opérations de « buy-outs » (93% de l'indice) et l'exposition au marché « Etats-Unis » (35%) comparé à la réalité des investissements en capital-investissement des sociétés d'assurance européennes dans ces 2 catégories (respectivement 10% et 12%). (ii) La nature contractuelle non liquide des placements en capital-investissement ne peut être captée par un indice d'actions cotées, qui plus est relativement concentré. De surcroît cet indice mélange fonds et sociétés de gestion, ce qui le disqualifie pour l'évaluation de la performance et de la volatilité des seuls fonds.»*

Cet effet est unanimement corroboré par les entretiens français :

- « *Les actions, je pense que c'est un vrai sujet effectivement, c'est-à-dire que nous avons vocation à investir sur des actions. Cette vocation est contrariée finalement par le montant des fonds propres que l'on nous demande de mettre en face des actions. Les actions c'est un marché qui a présenté, dans pratiquement toutes les crises, une qualité très importante de ce qui est liquide, ce n'est pas toujours le marché des obligations. Pour autant, Solvabilité II considère qu'effectivement cet actif doit être très fortement pénalisé et c'est les fameux 39 % de choc baissier sur les actions considérées, mais donc là c'est 49 %. Donc cet impact, effectivement, a pour effet d'évincer les actions dans les actifs des compagnies d'assurances.»* (Banque-assurance, Directeur des investissements)

- « *Et si je prends le risque de marché, je regarde la contribution du choc actions, la contribution du choc immobilier, etc. Concrètement, l'action, la proportion c'est fois 4 par rapport à sa part dans les actifs, et l'immobilier c'est fois 3. Grosso modo, c'est ça. Chez nous c'est $4*8=32$; $3*8=24$. $32+24$ c'est-à-dire que ces deux-là représentent quasi 60 % des besoins en capital, là où ils font 15 % de notre allocation d'actifs.* » (Assurance, Directeur des risques, RDV 05/2013)
- « *Ce qui est clair, c'est que le private equity a fait un peu les frais de cette affaire dans la mesure où la plupart des compagnies d'assurances s'en sont séparées pour des raisons de ratio.* » (Consultant, RDV 06/2013)

Effet 9 : Une dés-incitation dans les produits structurés avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme due aux pondérations trop élevées

Pour 8 répondants, le traitement des produits avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme est pénalisant pour l'investissement à long terme. Pour certains, le traitement prudentiel des obligations sécurisées et prêts hypothécaires ne prendrait pas suffisamment en compte l'atténuation du risque liés au collatéral. Pour d'autres le traitement pénalisant des ABS pourrait conduire à décourager les assureurs à investir dans les actifs titrisés alors que ces produits pourraient permettre d'améliorer le financement du crédit aux PME. Enfin, l'association des assureurs britanniques trouve la pondération inappropriée pour les produits de rentes de retraites (« *annuités* ») dans la mesure où ce sont des produits illiquides par nature (rente à vie pour les retraités) permettant aux assureurs d'investir à long-terme selon le modèle « *buy and hold* » sans être exposés aux fluctuations des marchés.

L'ensemble de ces effets sont corroborés par les praticiens français qui pointent du doigt par ordre d'importance la calibration des fonds propres réglementaires. Ces derniers mettent également en garde contre la méthodologie VaR à un an utilisée pour ce calcul et voient des impacts sur la relation des assureurs avec leur clientèle par rapport à la nature des contrats d'assurance vie qu'ils proposent.

Effet 10 : Incitation à privilégier des stratégies de court-terme liée à l'utilisation d'une VaR à un an (échantillon français)

Le problème du court-termisme de la réglementation Solvabilité II s'illustre parfaitement avec l'horizon d'un an retenu pour le calcul de la VaR. Solvabilité II impose en effet un niveau de fonds propres correspondant à une VaR à 1 an de 99,5%. Elle correspond au montant de capital minimum dont l'assureur doit disposer pour absorber les pertes potentielles à horizon un an avec une probabilité de 99,5% (alors même que la durée de ses engagements peut être de 10 ans...). Le choix de cet horizon d'une année peut poser question au regard de l'activité d'assurance. Les acteurs que nous avons interrogés ont unanimement critiqué ce positionnement de Solvabilité II pour un horizon d'une année.

- « *Je dirais que le premier point pour moi, c'est l'horizon qui a été choisi pour déterminer la nature du besoin de capital réglementaire qui est un horizon de stress à un an. Bon, cet horizon d'un an ne correspond pas du tout à l'horizon de gestion de notre modèle. En assurance-vie, on est sur les horizons très longs. Et un an nous fait porter une contrainte extrêmement lourde en matière de stress sur des actifs qui sont des actifs de long terme. Donc je dirais, avant même de parler ensuite des paramétrages, il me semble qu'à la base, ce choix qui a été fait de ce stress à un an, est extrêmement pénalisant pour tous les investisseurs de long terme. Il a fallu faire*

une cote mal taillée entre tout un tas d'activités d'assurance très différentes les unes des autres. » (Assurance, Directeur des investissements, RDV 05/2013)

Et verbatims 82 et 83 en annexe

Certains répondants estiment que le choix de l'horizon dans Solvabilité II repose sur un alignement avec les règles prudentielles bancaires de Bâle. En effet, Bâle II et III retiennent la notion de probabilité de défaut à l'horizon d'un an. Cet horizon aurait été retenu non pas en tenant compte de l'activité bancaire ou assurantiel mais simplement pour des raisons de capacité de calcul statistique.

« On considère que l'on est dans le même Level Playing Field que les banques, donc on applique des principes bancaires. » Et eux, ils sont dans un système de Value at Risk qui est comme dans une probabilité de défaut donnée en un an. Mais pour nous assureur, c'est super-dur en termes d'investisseurs à long terme. On va se dire qu'on investit à long terme, mais à tout moment, on doit être capables d'absorber un choc rarissime... » (Assurance, COO, RDV 05/2013)

Et verbatims 84 et 85 en annexe

Effet potentiel 11 : Des stratégies de placements plus conservatrices i.e. incitation dans les placements obligataires souverains due aux pondérations plus faibles

Ces impacts potentiels liés à la calibration des actifs risqués mis en exergue par les répondants français concernent uniquement la structure de portefeuille avec une incitation à baisser la sensibilité aux risques et donc à adopter des stratégies plus conservatrices. Les répondants ont tous souligné cette sanction réglementaire de la catégorie actions qui les conduits à se désengager de cette classe d'actif.

Les acteurs du secteur assurance estiment donc que la pondération en fonds propres de certains actifs est de nature à modifier leur stratégie de placement. En sanctionnant les actifs de diversification, Solvabilité II induit de fait une préférence pour les actifs obligataires publics au détriment des autres compartiments de l'économie. Les répondants se demandent si les assureurs pourront conserver la fonction de financeur de l'économie dans l'apport en capital ou financement par actions et dette privée.

- *« Solvabilité II a profondément modifié les structures des portefeuilles des assureurs. Toutes les compagnies d'assurances ont réduit de manière drastique leur exposition aux actions, non pas qu'elles n'aimaient plus les actions, mais simplement le capital qu'il fallait mettre en face pour porter ce stock d'actions était trop important, et donc du coup, ça a poussé les portefeuilles vers plus d'obligations, vers plus de titres de créance. Par exemple nous, on avait 12 % d'actions et on est passé à 4-5%. »* (Assurance, Directeur général France, RDV 04/2013).
- *« Et puis dans le monde des obligations - parce que le régulateur est quand même un opérateur public - tout est fait pour porter des obligations d'État plutôt que des obligations privées »* (Assurance, Directeur général France, RDV 04/2013).

Et verbatims 86 à 90 en annexe

Les normes prudentielles ont des effets immédiats sur les métiers. Ainsi l'impact prudentiel est systématiquement quantifié avant chaque opération, et en fonction de ce résultat l'opération peut être maintenue ou abandonnée.

« Si on doit conseiller de faire telle ou telle opération, telle ou telle acquisition ou telle cession, enfin bref, j'utilise, je regarde les impacts de l'opération que j'analyse sur la solvabilité, et ça, c'est un critère, c'est un vrai driver pour les sociétés. Elles font ou elles ne font pas en fonction des impacts sur la solvabilité. » (Consultant, RDV 06/2013)

Un seul répondant tranche avec ce discours général arguant que cet impact est exagérément mis en avant par les assureurs dans leur volonté de se faire passer pour des financiers de l'économie.

« On dit souvent que Solvabilité II dissuade les assureurs de faire des actions. Ça n'est pas ce que je tire de nos études. Nos études montrent que les assureurs ont plutôt un peu moins d'actions en France qu'ils n'auraient en optimisant les choses, en tenant compte des règles telles qu'elles sont vraiment et non pas telles qu'elles sont imaginées. » (Consultant, RDV 04/2013)

D'ailleurs, ce décalage entre le discours des assureurs et le comportement effectif est corroboré par des statistiques sur l'évolution de la composition du portefeuille des assureurs français entre 2002 et 2012 tirées de son rapport 2013 et issues des données Banque de France. On observe en effet que la part actions et des OPCVM actions des sociétés d'assurance vie (non vie) a certes diminué de 23,1% (30,4%) à 21% (26%) sur la période avec des pics à environ 29% (30,1% et 29,2%) en 2006 et 2007, mais on est loin des baisses drastiques d'allocations comme en témoigne les répondants.

Tableau 36 : Composition du portefeuille des assureurs français de 2002-2012 en %
La structure des placements des sociétés vie, de capitalisation et mixtes

(valeur de bilan, répartition en %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Obligation et OPCVM à revenu fixe	71,1 %	71,3 %	70,5 %	68,9 %	66,0 %	66,2 %	70,5 %	69,7 %	72,0 %	72,6 %	73,6 %
Actions et OPCVM à revenu variable	23,1 %	22,8 %	23,8 %	26,2 %	29,0 %	29,2 %	24,4 %	25,6 %	23,5 %	21,8 %	21,0 %
Immobilier	3,4 %	3,2 %	3,1 %	2,9 %	2,8 %	2,7 %	2,9 %	2,8 %	2,6 %	2,9 %	3,3 %
Prêts	1,3 %	1,5 %	1,2 %	1,0 %	1,0 %	0,9 %	1,0 %	0,6 %	0,6 %	0,7 %	0,6 %
Autres actifs dont IFT	1,0 %	1,2 %	1,5 %	1,0 %	1,2 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	2,0 %	1,5 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

La structure des placements des sociétés dommages

(valeur de bilan, répartition en %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Obligation et OPCVM à revenu fixe	52,3 %	53,4 %	54,4 %	55,5 %	56,2 %	57,9 %	56,9 %	59,2 %	61,4 %	60,6 %	61,4 %
Actions et OPCVM à revenu variable	30,4 %	30,9 %	30,6 %	29,5 %	30,1 %	29,2 %	30,3 %	28,1 %	27,1 %	26,9 %	26,0 %
Immobilier	9,4 %	8,5 %	7,6 %	6,8 %	6,7 %	6,1 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	5,7 %	5,8 %
Prêts	2,2 %	2,2 %	2,2 %	2,5 %	1,9 %	2,0 %	1,5 %	1,6 %	1,2 %	1,8 %	1,8 %
Autres actifs dont IFT	5,6 %	5,0 %	5,3 %	5,7 %	5,2 %	4,7 %	5,0 %	4,9 %	4,3 %	4,9 %	5,0 %
Total	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Source : FFSA, rapport annuel, 2013

Par ailleurs, au niveau européen on observe un certain effet pays dans les arguments des répondants, en particulier entre les compagnies d'assurance françaises et britanniques. Les compagnies d'assurance françaises insistent davantage sur le financement des infrastructures, et notamment la calibration des exigences prudentielles concernant la dette d'infrastructure, et dénoncent la pénalisation des actifs ne bénéficiant pas de notations publiques, qui pourrait affecter le financement des infrastructures.

Les compagnies d'assurance britanniques sont davantage préoccupées par le traitement des produits bénéficiant de garanties de long terme, et notamment les produits de retraites. Pour elles, Solvabilité ne devrait pas obliger les assureurs qui offrent de tels produits à détenir des montants disproportionnés de capital : cela les empêcherait d'investir dans des actifs de long

terme qui pourraient leur être appariés, y compris les actifs d'infrastructure. Pour eux, la mise en place d'un ajustement égalisateur approprié pourrait être une solution.

Effet 12 : Vers plus de contrats en unités de comptes

Par ailleurs, la mise en place de Solvabilité impacte la relation avec les clients. Ainsi les assureurs ont tendance de plus en plus à vouloir distribuer des contrats en unités de comptes, dans lesquels le risque est porté par les assurés, ou bien dans les contrats en euros à garantir un taux de rendement de 0%.

- « *Maintenant, il faut avoir conscience du coût de chacune de ces garanties. Et aujourd'hui, un des avantages de Solvabilité II, c'est d'avoir certainement fait prendre conscience que telle garantie par rapport à telle autre coûte trois fois plus cher. Ce qu'on ne voyait pas du tout dans Solvabilité I. Donc, cette appropriation, quelque part, du coût du risque dans le métier de l'assurance, Solvabilité II a ça de positif.* » (Assurance, Directeur des risques, RDV 05/2013).

Par ailleurs, pour 27 répondants, il serait problématique d'adapter les principes de Solvabilité II à la directive IORP, qui doit redéfinir le cadre prudentiel pour les fonds de pension. En particulier, les répondants insistent sur l'inadaptation aux spécificités du secteur des fonds de pension de l'évaluation *mark-to-market* du passif, tel qu'envisagé dans le cadre de Solvabilité II, avec ses conséquences en matière de pro-cyclicité et de volatilité. Pour 5 répondants, il est néanmoins nécessaire d'assurer un « *level playing field* » pour le système de financement alternatif que pourraient constituer fonds de pension, fonds d'investissements, fondations et assurances pour éviter le contournement des exigences réglementaires et le *shadow banking*. Le financement des banques serait par ailleurs menacé par Solvabilité II, selon 5 répondants. Les assureurs pourraient en effet réduire leur exposition aux actifs bancaires, réduisant ainsi les bases de financement des banques et leurs capacités de fournir des investissements à long terme. En particulier, le traitement prudentiel de la dette de long terme des banques pourrait s'avérer particulièrement pénalisant.

On le voit bien il y a un effet commun lié au mode de valorisation et au calibrage des fonds propres prudentiels qui tendent à favoriser des actifs moins risqués. La généralisation de la juste valeur associée à un horizon d'un an des fonds propres réglementaires introduit une vision court-termiste alors que l'activité d'assurance se déroule dans le temps. C'est là que les normes prudentielles et comptables se renforcent et leurs effets peuvent se cumuler. Cela pourrait être dommageable pour les financements de l'investissement à long terme.

Le tableau suivant résume les résultats des effets potentiels de Solvabilité II sur les stratégies de placements des assureurs.

Tableau 37 : Effets potentiels de Solvabilité II sur les stratégies de placement des assureurs

	Mode de calcul des exigences	Traitement prudentiel spécifique	Echantillon
Effet 1 : Une volatilité plus élevée	<i>Full fair value</i>		Français
Effet 2: Pro-cyclicité plus grande	<i>Full fair value</i>		Français
Effet 3 : Pro-cyclicité du sous-module de spread	<i>Full fair value</i>		Européen
Effet 4 : effet cumulé de la volatilité et de la pro-cyclicité : des comportements court-termistes	<i>Full fair value</i>		Européen et Français
Effet 5 : Préférence pour les actifs moins risqués et moins volatiles	<i>Full fair value</i>		Européen
Effet 6 : Remise en cause de la gestion « <i>buy and hold</i> »	<i>Full fair value</i>		Français
Effet 7 : Dés-incitation des financements de projets infrastructures		Calibration	Européen
Effet 8 : Dés-incitation dans les placements actions cotées et non cotées		Calibration	Français
Effet 9 : Dés-incitation dans les produits structurés avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme		Calibration	Européen
Effet 10 : Incitation à privilégier des stratégies de court-terme		Mode de calcul de la VaR	Français
Effet potentiel 11 : Incitation dans des stratégies plus conservatrices		Calibration	Européens et Français

Source : auteurs

Tableau 38 : Synthèse des impacts de solvabilité II sur l'activité assurantielle

	Placements obligataires	Placements actions	Placements diversification (immobilier, <i>private equity</i> , infrastructure...)	Horizon de placement	Portefeuille de loans
Calibration/ pondération	Favorable	Défavorable (forte pondération)	Défavorable (forte pondération)	Baisse pour éviter la hausse des fonds propres	
Evaluation à la juste valeur	Favorable	Défavorable (très volatile)	Défavorable (illiquide)	Baisse pour éviter la volatilité d'une année sur l'autre	
VaR à 1 an				Baisse pour coller à l'horizon de calcul	

Source : auteurs

C. Discussion et recommandations (2013)

1. Propositions des répondants (2013)

La plupart des propositions émanent du secteur des assurances. Les parties prenantes insistent particulièrement sur le recalibrage des exigences de capital (adaptation du calcul de la formule standard, création d'une classe spécifique d'actifs pour les infrastructures) ainsi que la mise en place de mécanismes contra-cycliques pour remédier aux conséquences néfastes introduites par les méthodes d'évaluation en valeur de marché. Lors de la consultation européenne sur l'investissement à long terme, l'EIOPA a elle-même lancé une consultation sur des propositions d'amélioration de Solvabilité II afin de rendre ses arbitrages sur de tels mécanismes. Cette partie présente les principales recommandations des répondants avant la publication des arbitrages de l'EIOPA. Ces recommandations seront appréhendées dans la partie suivante au regard de l'évolution de la réglementation.

Tableau 39 : Nombre de répondants par type de propositions

Propositions	Des mécanismes contra-cycliques pour remédier aux conséquences des méthodes d'évaluation		Un recalibrage des exigences prudentielles	
	Ajustement égalisateur (<i>matching adjustment</i>)	Correction pour volatilité (Volatility adjustment)	Recalibrage du calcul de la formule standard	Créer une classe spécifique de risque pour les projets d'infrastructure
Répondants	13	7	19	7

Source : calcul des auteurs

Proposition 1 : Elargir le domaine d'éligibilité de l'ajustement égalisateur

Selon les propositions de l'EIOPA, l'ajustement égalisateur est un mécanisme prévu dans le cadre de Solvabilité II qui vise à prendre en compte le taux de rendement des actifs dans la détermination du taux d'actualisation lorsque les flux prédictibles d'actif et de passif sont parfaitement adossés. Dans ce cas, le risque de *spread* serait limité au risque de crédit de l'actif. L'ajustement égalisateur permettrait de lisser les effets d'une augmentation des *spreads* affectant l'actif des assureurs en réduisant le niveau des provisions techniques au passif. Il serait cependant restreint aux portefeuilles d'actifs et de passifs répondant à certains critères d'éligibilité qui visent précisément à garantir la prédictibilité des flux et l'adossement actif-passif.

Pour 13 répondants, l'introduction d'un ajustement égalisateur « approprié » dans le cadre de Solvabilité II devrait favoriser l'investissement à long terme en favorisant les actifs qui disposent des mêmes caractéristiques que les passifs des assureurs et fonds de pension (de long terme, peu liquides...). Peu de répondants entrent dans les détails des contours que pourraient prendre un tel ajustement. Certains répondants souhaiteraient notamment élargir le domaine d'éligibilité de ce mécanisme. Pour Aviva en particulier, il serait pertinent de remplacer les restrictions strictes liées à la qualité de crédit par une limite quantitative pour les actifs de faible qualité de crédit. Cela permettrait d'éviter l'« effet falaise » mentionné précédemment dans la partie concernant les actifs d'infrastructure.

Proposition 2 : Elargir le domaine d'éligibilité pour la correction pour la volatilité

Selon les propositions de l'EIOPA, la correction pour volatilité est un mécanisme contra-cyclique prévu dans le cadre de Solvabilité II destiné à lisser l'effet des mouvements de *spreads* sur le bilan prudentiel des organismes. Il se présente comme une prime sur la partie liquide de la courbe des taux sans risque appliqué par les organismes pour actualiser leurs provisions techniques. Il s'agirait d'un dispositif permanent et prédictible, utilisable sans conditions d'éligibilité.

Pour 7 répondants, l'introduction d'un tel mécanisme permettrait de favoriser l'investissement à long terme. Là encore, ils ne rentrent pas dans les détails techniques.

Proposition 3 : Recalibrer les exigences de capital par la modification du calcul de la formule standard

Pour 19 répondants, les exigences de Solvabilité II doivent être recalibrées pour éviter de pénaliser l'investissement à long terme. Ils ne font pas de propositions précises et s'en tiennent à insister sur la nécessité de modifier le calcul de la formule standard pour mieux prendre en compte certains actifs de long terme. Les grandes compagnies d'assurances craignent en effet que la formule standard ne serve de *benchmark* (référence) pour leurs modèles internes de risques. Là encore, les répondants déclarent attendre les propositions de l'EIOPA.

Proposition 4 : Créer une classe spécifique de risque pour les projets d'infrastructures

Pour 7 répondants, une classe spécifique de risque devrait être créée pour les projets d'infrastructure. Il pourrait s'agir d'une classe de risque avec des exigences de capital moindre, associée aux projets d'infrastructures à risque moins élevé. Cette catégorie resterait néanmoins à définir précisément au regard de la forme d'investissement (nature de l'endettement, degré de contrôle et de supervision, durée...) et de l'actif sous-jacent (reprise d'un site existant – « *brown field* » ou nouveau projet – « *green field* », garanties publiques...).

On observe un certain effet pays dans les arguments des répondants : les compagnies d'assurance britanniques insistent davantage sur la mise en place d'un ajustement égalisateur dont le contour serait, au moment où se tient la consultation, trop restrictif concernant les actifs éligibles (actifs à *cash flows* fixes, avec une notation au minimum BBB). En particulier, les restrictions en matière de notation des actifs pourraient exclure de nombreux actifs qui correspondent à l'activité des assureurs, tels que les actifs d'infrastructure, voire conduire à des ventes forcées en cas de dégradation de la note d'un actif (effet falaise). Elles souhaiteraient notamment intégrer les produits bénéficiant de garanties de long terme tels que les « *British annuities* ». Les compagnies d'assurance britanniques et françaises s'accordent sur la nécessité de la mise en place d'une correction pour volatilité calibrée de manière appropriée. Enfin, les compagnies d'assurances françaises et allemandes (la FFSA et la *German Insurance Association*) s'accordent sur la nécessité de créer une classe spécifique pour prendre en compte le profil de risque des actifs d'infrastructures.

2. Discussion des recommandations (2013 et 2015)

Discussion et recommandations (2013-2014)

Cette partie vise à discuter les arguments des différentes parties prenantes au regard de la littérature et des trois dimensions de la définition de l'investissement à long terme (voir chapitre 2) afin de définir quelques principes de recommandations. Comme la réglementation a évolué entre le moment où nous avons constitué nos échantillons et ce rapport final, nous compléterons cette analyse en prenant en compte les aménagements réglementaires effectués en 2014 et 2015. L'analyse des réponses au sein de notre échantillon européen et français a permis de mettre en exergue une dizaine d'impacts potentiels liés d'une part au mode de calcul des exigences prudentielles et d'autre part, au traitement prudentiel spécifique de certains actifs de long terme.

Dans le premier groupe d'effet, c'est le choix d'adopter un cadre prudentiel qui s'appuie sur la *full fair value* qui est en cause. On retrouve les effets déjà évoqués et analysés dans la partie comptable de ce rapport sur la *fair value* (voir chapitre 4 Partie B). Parmi ces effets, il y a une volatilité plus élevée et une pro-cyclicité plus grande, la diminution de l'horizon de placements, la remise en cause de la gestion « *buy and hold* » et *in fine* la préférence pour les actifs moins risqués et moins volatiles (obligations d'Etats) au détriment d'actifs risqués (action cotées et non cotées, infrastructures...). Au regard de notre analyse critique des fondements théoriques de la juste valeur (voir chapitre 3 section 1 et chapitre 4 partie B), nous considérons que l'ensemble de ces effets sont fondés. Toutes les recommandations qui ont été faites dans la partie comptable sont donc valables ici. Nous sommes également favorables à l'élargissement des actifs éligibles des mécanismes contra-cycliques pour réduire ces effets dans le cadre prudentiel. En effet, toutes les recommandations qui visent à rendre les stratégies moins pro-cycliques et moins volatiles vont dans le sens de la troisième dimension de l'investissement à long terme (stratégies de long terme des financeurs).

Dans le second groupe d'effets, c'est la pondération des fonds propres réglementaires pour certains actifs spécifiques considérés à long terme qui est en cause. Parmi ces effets, on retrouve de fortes dés-incitations à financer des projets infrastructures, à investir en actions cotées et non cotées au profit d'obligations souveraines ou de stratégies court-termistes renforcées par l'utilisation d'une VaR à un an.

Les associations sectorielles françaises et allemandes proposent un traitement prudentiel spécifique pour les actifs liés à des projets d'infrastructure de risque faible. Nous soutenons cette recommandation car les infrastructures (non carbonées dans la mesure du possible) sont précisément le type d'actifs de long terme conformément à la dimension 1 (projets d'investissements productifs tangibles) qu'il faut favoriser pour relancer une croissance durable. Il en va de même des actions non cotées, à condition que ces placements visent spécifiquement l'apport en capital de sociétés innovantes comme les fonds de fonds de capital investissement (projets d'investissement productifs intangibles).

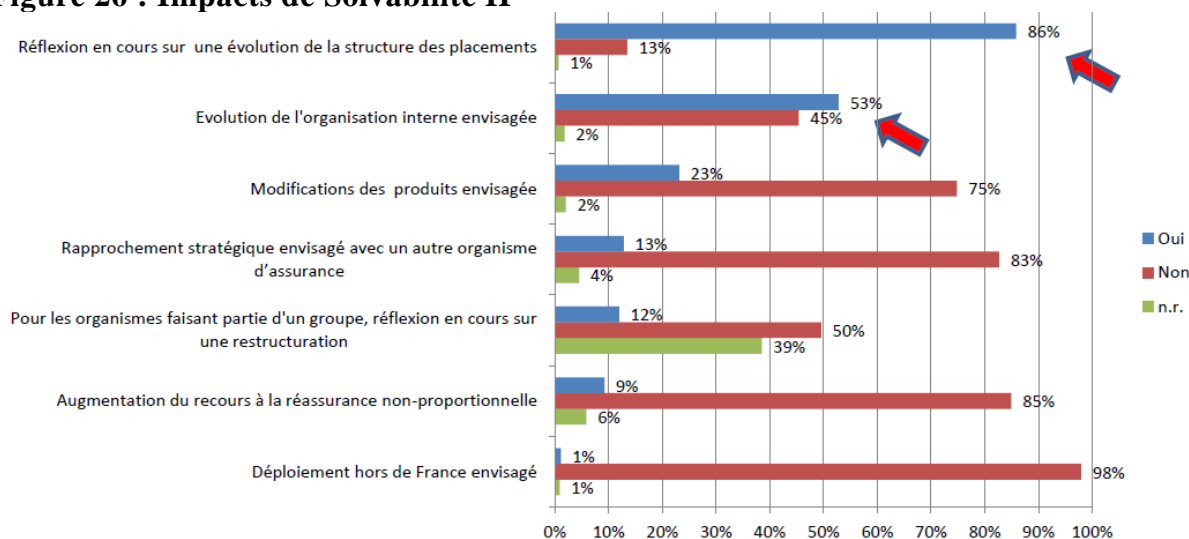
Les actions qui font également partie des instruments pouvant financer de tels infrastructures pourrait également bénéficier d'un traitement prudentiel allégé mais là encore, sous réserve de respecter les conditions définies dans la dimension 3 relative au comportement effectif des financeurs : (i) un *turn over* du portefeuille faible ou limité au *rebalancing* afin de rendre compatible ce mode de financement par actions échangées sur des marchés liquides, avec la

dimension 1 ou encore (ii) une gestion *buy and hold* que les assureurs considèrent ne pas pouvoir faire en raison des modes d'évaluation. De la même façon, l'allègement des pondérations liées aux produits structurés avec collatéral ou bénéficiant de garanties de long terme une fois encore doit être conditionné à l'utilisation de collatéraux de bonne qualité.

Le choix de cet horizon d'une année pour la VaR peut poser question au regard de l'activité d'assurance. Derien (2010) souligne que la réforme rencontre de nombreuses critiques sur l'aspect court terme de sa vision qui va à l'encontre de l'activité même des assureurs, à savoir des engagements qui s'échelonnent au-delà d'une année. Ainsi, que l'on se place du point de vue d'un assureur-vie ou dommage les durées des passifs excédant largement l'année et de fait les placements effectués en représentation ont eux-aussi un horizon supérieur à un an. Cependant pour Lissowski (2012), cette critique est exagérée car retenir un horizon plus lointain n'aurait sans doute pas modifié substantiellement les exigences de couverture des compagnies.

Les principaux effets attendus se situent au niveau des stratégies de placements qui devront évoluer afin de s'adapter aux nouvelles exigences de calcul de marge de solvabilité (Lamarque 2014). Certains intervenants avaient pris les devants ce qui les a conduit à réduire leurs positions sur les actifs financiers les plus risqués (comme les actions) pour se tourner vers des produits à faible risques comme les obligations souveraines. Ces évolutions ne sont pas sans risque pour le financement de l'économie (Lamarque 2014). Ces résultats sont corroborés par l'étude de l'ACPR (2013). La figure suivante présente les résultats d'une enquête de l'ACPR sur les impacts de solvabilité II sur le métier d'assureur.

Figure 26 : Impacts de Solvabilité II



Source : Conférence Solvabilité II : Préparer 2016 (ACPR 2013)

Ainsi, au regard des propos recueillis auprès des praticiens français et européens, il apparaît que Solvabilité II centre son action sur la stabilité financière et la protection des assurés, au détriment de l'activité d'investisseurs à long terme des assureurs. Les acteurs interrogés mettent en exergue la contradiction entre les contraintes réglementaires qui incitent à se désengager des actifs risqués et des actifs à long terme avec le rôle sociétal de l'assurance de financement de l'économie. En somme, ils estiment que Solvabilité II a une vision court-termiste de l'activité qui conduira inexorablement les sociétés à changer leur modèle économique afin de favoriser les instruments les moins volatiles et les plus liquides. Au

regard des nouvelles exigences, le rôle d'investisseurs de long terme des assureurs ne semble pas être une priorité prudentielle. Nous souscrivons à cette analyse sous réserve que ces assureurs se comportent effectivement comme des financeurs de long terme, selon une gestion de long terme définie dans la troisième dimension de notre définition de l'investissement à long terme (voir chapitre 2).

Discussion et recommandations (2015)

Des actes délégués ont été publiés en janvier 2015 et des amendements ont été faits aux actes délégués de septembre 2015. Ces textes valident un certain nombre de modifications importants. Alors qu'auparavant, il n'y avait pas de calibrage spécifique pour les infrastructures, les textes proposent un calibrage pour certains actifs, réduisant de fait les biais court-termiste de cette réglementation. La dette liée aux projets d'infrastructures est désormais considérée comme moins risquée. De même, les limites liées aux restrictions liées aux notations de projets d'infrastructures n'existent plus. Les actifs d'infrastructures étant généralement BBB ou BB, ceux-ci seraient pénalisés par le quota de 33% d'actifs BBB dans le portefeuille de négociation et les restrictions prévues pour ces actifs dans le cadre du *matching adjustment* (voir ci-après). Ces restrictions liées aux notations posaient un problème en cas de dégradation de la note d'un actif : celui-ci se retrouverait inéligible au portefeuille (« effet falaise »), en conséquence de quoi son détenteur serait forcé de le vendre. De plus, le traitement des actions est moins défavorable avec la mise en place du *dampener* (assouplisseur) pour assouplir l'approche unique de Solvabilité II appliquait une charge de capital de 39% de la valeur de marché d'une action ne prend pas en compte les flux futurs de dividendes. Toutes ces modifications vont dans le bon sens à condition qu'elles soient assorties de conditions énoncées dans le chapitre 2.

Chapitre 7 : Les contraintes réglementaires du secteur retraite en Europe, fondement théorique et impact sur l'investissement à long terme

A. Systèmes de retraites et fonds de pension

La plupart des pays développés ont mis en place des mécanismes d'assurance retraites à la fin du XIXe siècle qui se sont surtout développés après la seconde guerre mondiale. On considère généralement trois piliers¹⁸⁶ pour classer les systèmes de retraites. Le premier pilier est celui du système public par répartition, qui assure une pension de retraite de base et est généralement financé par prélèvement sur les salaires. Le mécanisme repose sur une solidarité intergénérationnelle dans laquelle les individus actifs paient pour ceux inactifs. Le deuxième pilier regroupe les régimes de retraites d'entreprises qui correspondent aux fonds de pension. Le troisième pilier représente les plans d'épargne et contrats de rente souscrits à titre individuel. Tous les autres régimes de retraite facultatifs font partie en général du troisième pilier.

Fonds de pension à prestations définies versus fonds de pension à cotisations définies

Etant donné la forte hétérogénéité des fonds de pension, on considère traditionnellement deux critères pour les distinguer : le statut privé ou public de l'entreprise (*sponsor*) qui va créer le fonds de pension et la nature des engagements¹⁸⁷ contractuels entre employeurs et employés. Le fonds de pension sera considéré comme public, s'il couvre des employés du secteur public que ce soit au niveau de l'Etat (*state*), de la ville (*municipal*), du comté, (*county*)... Le second critère différencie les fonds de pension à prestations définies (*defined benefit*) et ceux à cotisations définies (*defined contributions*). Les fonds de pension publics et privés peuvent être classés, soit comme des fonds à prestations définies soit comme des fonds à cotisations définies ou bien des fonds hybrides¹⁸⁸.

Dans le cas des fonds de pension à prestations définies, l'affiliation des salariés est automatique et le montant des prestations à verser au retraité est fixé à l'avance et garanti par l'employeur. L'engagement contractuel est précis. Les prestations¹⁸⁹ sont fonction du montant des salaires¹⁹⁰ et du nombre d'années cotisées selon des formules prédéfinies (pour atteindre un taux requis de remplacement du salaire). Elles ne dépendent pas exclusivement des rendements du portefeuille du fonds de pension. Si les rendements diminuent plus que prévu, l'employeur est dans l'obligation d'augmenter ses contributions pour tenir ses engagements contractuels. Dans la mesure où il supporte les risques financiers (risque de marché, de crédit,

¹⁸⁶ Le système des piliers constitue la classification la plus utilisée pour caractériser et comparer les systèmes de retraite dans les pays de l'OCDE

¹⁸⁷ Selon le type de fonds, les clauses de partage des risques entre fonds et épargnants sont différentes.

¹⁸⁸ Il faut également distinguer les régimes hybrides qui allient les caractéristiques des fonds de pension à prestations définies et de ceux à cotisations définies. Le système hybride le plus répandu est celui des prestations en espèces (*cash benefit ou cash balance*).

¹⁸⁹ En général, l'employeur s'engage à verser aux salariés des prestations de retraite qui s'élèvent en général à 1 % du salaire par année travaillée.

¹⁹⁰ Les prestations peuvent être basées sur les derniers salaires ou les salaires moyens. La moitié des fonds à prestations définies sont basées sur les derniers salaires mais de plus en plus de prestations sont basées sur le salaire moyen (Franzen, 2007).

risque d'inflation), en plus des risques biométriques (longévité, dépendance...), ces régimes sont jugés plus contraignants pour l'employeur. Toutefois, en cas de rendements positifs, ce dernier peut également diminuer ses contributions. La rente obtenue au final dépend de facteurs exogènes tandis que la contribution de l'entreprise (*sponsor*) est endogène. Si l'employeur confie généralement la gestion des actifs du fonds à un administrateur, on peut aisément présumer qu'il sera partie prenante du processus de décision d'investissement. En Allemagne, la totalité des fonds de pension sont à prestations définies, 70 % aux Pays-Bas et plus de 75 % au Royaume-Uni en termes d'encours (Montperrus-Véroni, 2009).

Dans les régimes à cotisations définies¹⁹¹, l'affiliation est facultative et le montant des prestations n'est pas garanti. L'engagement contractuel de l'employeur concerne uniquement les cotisations versées durant la vie active. Des comptes retraite-épargne sont alimentés par des contributions¹⁹² de l'employé et de l'employeur, qui sont par la suite investies sur les marchés financiers. Au salarié revient la détermination de la stratégie d'investissement pour son compte épargne retraite. Celui-ci effectuera son choix dans une gamme de placements¹⁹³ plus ou moins variés. A la retraite, l'employé reçoit le solde de ce compte sous la forme de capital. A la différence des fonds à prestations définies, la valeur du compte de retraite sera exclusivement déterminée par le rendement des placements du portefeuille. En conséquence, c'est l'employé qui porte le risque d'investissement durant la phase d'accumulation mais aussi le risque de longévité et d'inflation après la retraite.

Parce qu'ils ont des engagements contractuels prédéterminés, les fonds de pension à prestations définies sont soumis à différents types de risques (Davis, 2002) liés au taux d'intérêt (qui permettent de actualiser les engagements), l'inflation, les risques de mortalité ou encore les risques liés aux placements et aux changements réglementaires. Tous peuvent impacter le montant des prestations à verser aux salariés par le fonds de pension. Pour réduire ces risques, les fonds de pension mettent en place une gestion Actif-Passif dite ALM -*Asset Liability Management* (Blake 2007; Blake and Inkmann 2004; Blome et al 2007).

B. Fondements théoriques des exigences réglementaires des fonds de pension

La chaîne d'investissement des fonds de pension à prestations définies implique principalement quatre protagonistes : l'administrateur du fonds, les consultants-conseillers, les gérants d'actifs et les bénéficiaires qui entretiennent des relations contractuelles entre eux. Le bénéficiaire est en général un salarié, qui cotise pour des droits à la retraite et attend en retour du fonds de pension qu'il lui procure un revenu sécurisé au moment où il cessera son activité professionnelle. L'administrateur représente sans aucun doute l'un des personnages centraux de la chaîne d'investissement. Il est responsable de l'administration, de la gestion et du contrôle des actifs confiés au fonds de pension. Il est l'équivalent du conseil d'administration d'une société qui a la responsabilité de protéger les intérêts des actifs des actionnaires. C'est pourquoi, il doit gérer les actifs dans l'intérêt des bénéficiaires en leur assurant un revenu sécurisé sous peine d'engager sa responsabilité. La taille croissante du marché des fonds de pension, l'importance des choix à faire et le besoin d'information objective ont peu à peu créé les conditions d'une offre de conseils. En effet, si

¹⁹¹ Au sein de ces régimes à cotisations définies, les fonds 401(k) se taillent la part du lion. Ils représentaient moins de 10 % des fonds à cotisations définies avant 1990 et plus de 45 % en 1998. (Voir, Ashcroft, 2009)

¹⁹² L'employeur et l'employé cotisent au plan parfois à un taux de 5 % du salaire.

¹⁹³ Elles sont souvent investies dans la société de l'employé et pour beaucoup dans des *mutual funds* actions et obligations et monétaires.

l'administrateur est le responsable de la décision finale d'investissement, il ne s'occupe pas de toutes les étapes inhérentes au processus d'investissement, et surtout ne gère pas directement les fonds. Pour cela, il fait appel à des prestataires de service extérieurs, parmi lesquels les consultants et les gérants d'actifs, qui sont en quelque sorte des experts censés améliorer l'allocation d'actifs du fonds.

Les consultants peuvent intervenir dans plusieurs étapes du processus d'investissement (allocation d'actifs, sélection des gérants, monitoring des gérants...). En dépit de l'influence de ces consultants, le recours à leurs services de conseil n'implique pas, en général, de transfert de responsabilité auprès des consultants. On peut en déduire une première zone d'ombre sur la paternité de la prise de décision. Le gérant, quant à lui, agit comme un agent pour le compte de fonds de pension. En déléguant¹⁹⁴ à ce gérant tout ou partie la gestion des actifs du fonds de pension, l'administrateur compte d'une part sur sa gamme d'activités pour générer des rendements supérieurs, et d'autre part sur la réalisation d'économies d'échelle, en prenant soin de fournir au gérant un objectif de risque ou de rendement, défini plus ou moins strictement. On en déduit un double niveau de délégation qui se superpose, avec une première relation de délégation entre les investisseurs finaux et le fonds de pension par la voix de son administrateur, et une seconde, entre l'administrateur et les gérants externes. L'administrateur du fonds se trouve donc au cœur d'une double délégation.

Ces deux relations peuvent s'interpréter chacune comme une relation d'agence, dans la mesure où cette relation se définit comme « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (principal) engage une autre personne (agent) pour exécuter, à son nom, une tâche qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent (...) moyennant une rémunération » (Jensen, Meckling, 1976). C'est donc une relation caractérisée par une asymétrie d'information entre deux protagonistes qui ont des intérêts divergents. Ces deux caractéristiques ont pour conséquence l'apparition de conflits qui entraînent des coûts et qui engendrent une réduction des bénéfices de l'échange. On distingue généralement deux niveaux d'asymétries. L'agent possède une information sur son type et une information sur l'effort qu'il est prêt à consentir pour exécuter cette tâche. De ces deux types d'informations, mal connus du principal, en particulier, au moment de la signature de contrat, peuvent découler respectivement un risque de sélection adverse et d'aléa moral, conduisant à la capture d'une rente informationnelle par l'agent (Laffont, Tirole, 1993). Ce phénomène peut être accentué si l'agent présente des comportements opportunistes. Autrement dit, il peut utiliser cet avantage informationnel pour ne rechercher que son propre intérêt, parfois même en utilisant la ruse¹⁹⁵. C'est pourquoi la théorie de l'agence, afin de réduire ce risque de capture du principal, insiste sur la mise en place de mécanismes de contrôle et d'incitation qui passent généralement par un contrat qui incite l'agent à agir dans l'intérêt du principal (incitations explicites), mais aussi par des incitations implicites comme les effets de réputation, si on prend en compte le temps. L'objectif est double¹⁹⁶ : réduire l'asymétrie informationnelle par des mécanismes de révélation de l'information détenue par l'agent, et en

¹⁹⁴ La délégation de gestion peut s'apparenter à une relation de mandat qui est un contrat de représentation par lequel un mandant (l'investisseur), donne pouvoir à un mandataire (le gérant) de conclure en son nom et pour son compte un ou plusieurs actes juridiques avec un tiers. Le mandant, s'il ne gère pas pratiquement le fonds, reste responsable tout comme le gérant est responsable mais seulement par rapport aux obligations contenues dans le contrat (d'où l'intérêt de décrire un contrat de la façon la plus précise possible).

¹⁹⁵ Il peut par exemple déformer certaines informations ou les divulguer de façon incomplète.

¹⁹⁶ L'idée est de mener en parallèle ces deux types de mécanismes, car si l'on s'attache uniquement à la révélation de l'information, l'agent peut ne pas être incité à l'effort.

même temps, inciter celui-ci à réaliser l'effort nécessaire afin d'atteindre l'objectif fixé par le principal.

C. Une double relation d'agence : bénéficiaires/administrateur et administrateur/société de gestion externe

La relation bénéficiaires/administrateur du fonds de pension

La première forme de délégation se situe en amont de la chaîne d'investissement. Les fonds de pension gèrent des actifs de long terme. En conséquence, entre le moment où ils reçoivent les cotisations des salariés et le moment où ils libèrent leurs prestations, il s'écoule un temps propice à la relation d'agence. Les problèmes d'agence qui en découlent justifient l'encadrement¹⁹⁷ réglementaire des activités des fonds de pension.

Dans cette relation, les bénéficiaires sont les principaux et les administrateurs, les agents. Il y a une asymétrie entre l'administrateur et les bénéficiaires dans le sens où ces derniers ne disposent pas des mêmes informations sur la gestion du fonds de pension. Ils ne prennent aucune décision¹⁹⁸ en matière d'allocation et sont incapables de contrôler le comportement de l'administrateur («incapacité technique et impossibilité de fixer *ex ante* les actes de l'administrateur en raison de l'incertitude sur l'avenir inhérente au processus de gestion»). Les bénéficiaires ne peuvent pas non plus sanctionner la mauvaise gestion de l'administrateur. Contrairement à l'administrateur, qui a la charge de la gestion du fonds, les bénéficiaires ne peuvent pas réexaminer la politique d'investissement. Leurs intérêts peuvent diverger car l'entreprise entretient souvent des liens étroits avec l'administrateur. La sélection de ce dernier par l'entreprise (*sponsor*) illustre bien le degré de dépendance entre ces deux acteurs. L'administrateur peut, dès lors, être incité à prendre en compte, voire, à privilégier, dans la gestion du fonds, les intérêts de l'entreprise, au lieu de les gérer dans l'intérêt exclusif des bénéficiaires.

Ce risque de collusion¹⁹⁹ peut être préjudiciable pour les bénéficiaires ultimes (Lavigne et al. 2000). En effet, en cas de sous-provisionnement, l'engagement sous-provisionné est inscrit au passif de l'entreprise initiatrice. Comme c'est une dette de premier rang, elle pèse sur ses ressources financières. Ces difficultés financières du fonds de pension peuvent impliquer une augmentation de ses cotisations, qui peut également avoir des conséquences sur sa situation financière. L'entreprise peut alors être incitée à fermer le fonds. Au contraire, si le fonds est sur-provisionné, comme cela a été le cas dans les années 1990, l'excédent ne peut être inscrit à l'actif du bilan de l'entreprise. Cette interdiction peut dissuader les entreprises de sur-provisionner, même si les abondements bénéficient d'exonérations fiscales. Les entreprises peuvent baisser leurs cotisations et le surplus ne profite pas aux bénéficiaires. Autrement dit, les fonds de pension peuvent représenter une réserve financière pour l'entreprise (Lavigne, 2000).

La présence de représentants syndicaux au conseil d'administration de l'entreprise ou bien parmi les administrateurs a été présentée comme une solution pour réduire ce risque de coalition. Ces derniers seront plus à même de contrôler le comportement des administrateurs

¹⁹⁷ Voir Davis, Hu (2009) et Davis (2001a).

¹⁹⁸ Contrairement aux fonds à cotisations définies où les affiliés choisissent parmi un choix plus ou moins large de combinaison de placements possibles.

¹⁹⁹ Le nombre et le mode de désignation des administrateurs dépendent souvent du choix des dirigeants. Ils peuvent même se désigner comme administrateur unique du fonds de pension (Lavigne et al. 2000). Cela dépend de la taille du fonds.

et de s'assurer qu'ils gèrent bien les fonds dans l'intérêt exclusif des bénéficiaires finaux. Si certains fonds publics comptent parmi leurs administrateurs des représentants syndicaux, c'est rarement le cas des fonds privés. Une gouvernance des fonds efficace implique la mise en œuvre de contre-pouvoirs véritables au sein de la chaîne d'investissement des fonds de pension pour réduire les conflits d'intérêts. Cela peut passer par une meilleure formation des *trustees*, la clarté des missions, un meilleur monitoring de la performance, une meilleure gestion des risques ou encore la présence de représentants des syndicats de salariés au sein du conseil d'administrateurs pour défendre leurs intérêts (Clarck, Urwin, 2008 ; Ambachtsheer et al., 1998, Ambachtsheer et alii., 2008 ; Stewart, Yermo, 2007 ; Yermo, 2008 ; Hees, Impavido, 2003). C'est le cas, par exemple, du fonds de pension à prestations définies néerlandais, PGGM, qui offre des pensions de retraite. Il a un conseil d'administration pour instance responsable de la politique générale et des négociations avec les employeurs partenaires des plans de retraite. Ce conseil comprend des représentants des employeurs et des employés et un président indépendant. La politique qu'il définit est exécutée par un comité restreint de personnes qui s'occupent à temps plein de la gestion du fonds : l'administrateur des pensions, le directeur des affaires financières et le directeur gestionnaire des investissements. Parce que PGGM a des responsabilités sociales en même temps que financières, il existe un conseil participatif qui émet des avis sur les enjeux stratégiques qui lui sont soumis. Les syndicats qui ne sont pas déjà représentés au conseil d'administration le sont dans celui-ci.

Une autre voie possible a été la délégation de gestion. Aux États-Unis, cette solution a été particulièrement plébiscitée avec la promulgation de la loi ERISA en 1974. Cette loi a eu une portée importante car, en adoptant un standard de prudence issu du droit des *trusts*²⁰⁰, elle a indirectement encouragé la délégation de gestion par l'administrateur. Le législateur a considéré que c'était la solution à l'arbitraire des employeurs. De ce fait, le marché des gérants a émergé dans les années 1970, engendrant un niveau de délégation supplémentaire. De même, cette loi a changé la nature de cette première relation de délégation. Plutôt qu'une relation d'agence, celle-ci doit être vue comme une relation de confiance (*trust*).

La relation administrateur / sociétés de gestion externe

Le second niveau de délégation identifié concerne la relation entre l'administrateur et les gérants externes²⁰¹. Les administrateurs font appel à ces gérants pour gérer une partie du portefeuille du fonds de pension. Ce deuxième niveau de délégation prend dans la réalité des proportions et des formes très différentes. L'administrateur peut décider de déléguer une partie des encours auprès d'une filiale de gestion d'actifs dédiée, d'une société de gestion externe ou bien d'intermédiaires comme les fonds de fonds. Il peut déléguer une ou plusieurs étapes du processus d'investissement : l'allocation stratégique du portefeuille, l'allocation tactique, la sélection de titres dans une classe d'actifs ou encore des poches de gestion particulièrement active qui nécessite une certaine expertise... Les deux premières constituent les deux principales étapes.

L'allocation stratégique est la première étape du processus de gestion. Cette allocation consiste à choisir la répartition constante du portefeuille entre les différentes classes d'actifs (actions, obligations indexées, obligations nominales, titres étrangers), en fonction des objectifs de l'investisseur, de la prévision des rendements futurs, de l'analyse de leurs

²⁰⁰ Le *trust* est la forme juridique majoritaire des fonds de pension aux États-Unis.

²⁰¹ Seule la relation entre deux entités distinctes se conforme à ce type de relation de délégation. Une partie des encours des fonds de pension est exclue du champ de la délégation de gestion lorsque les fonds sont gérés en interne.

variances et covariances et de la génération de scénarios pour explorer les allocations robustes aux risques extrêmes. Cela revient à définir le portefeuille de référence et correspond à une décision de long terme sur la disposition du portefeuille entier. C'est une étape cruciale. Brinson, Hood, Beebower (1986) et Brinson, Singer, Beebower (1991) montrent que cette allocation est un déterminant majeur du rendement du fonds de pension. L'allocation tactique consiste à faire régulièrement, soit systématiquement, soit discrétionnairement, des ajustements dans le portefeuille pour tenir compte des opportunités de court terme, tout en restant proche de l'allocation de départ. Il s'agit donc de modifier les pondérations des classes d'actifs par rapport au portefeuille de référence dans la limite des écarts admis.

On distingue deux principales approches : le modèle du mandat équilibré (*balanced mandate model*) et le modèle du *benchmark* personnalisé (*customized benchmark model*) (Montagne, 2006). Dans le premier, l'administrateur confie l'allocation stratégique et tactique des actifs du fonds à une société de gestion. La performance du gérant est mesurée en référence à certains objectifs définis à l'avance par l'administrateur. C'était le modèle dominant des fonds à prestations définies dans le secteur privé jusque dans le milieu des années 1990. Dans la seconde, la décision d'allocation stratégique reste à l'administrateur du fonds. Mais l'allocation tactique, qui est déléguée aux sociétés de gestion d'actifs, épouse les configurations particulières des marchés, parce qu'elles suivent étroitement les *benchmarks* qui sont des indices de marché, via un mandat spécial. Ce modèle est devenu la norme aujourd'hui pour la gestion des fonds de pension (Le Quéré, 2008). On va voir que cette dernière forme d'organisation de la gestion des fonds de pension va constituer la principale faiblesse de leur gouvernance des fonds.

Plus récemment, l'externalisation de la gestion a progressé à mesure que les encours institutionnels se sont placés dans des classes d'actifs non traditionnels, telles que l'immobilier, le capital-investissement (*private equity*), les *hedge funds* ou encore le monétaire dynamique. Cette tendance rejoint celle du découpage « *coeur-satellite*²⁰² » qui consiste, pour les investisseurs institutionnels, à définir une allocation stratégique donnée, puis à répartir les actifs gérés dans deux « poches », *core* (80 %-90 %) et *satellite* (10 %-20 %). La poche « *core* » du portefeuille est placée dans des classes d'actifs traditionnels (obligations, grandes capitalisations...), suivant une stratégie de gestion plutôt passive, pouvant ou non être déléguée. La poche « *satellite* » vise, quant à elle, la recherche de performance plus élevée ou d'une diversification plus poussée du risque. C'est cette poche de gestion (très activement gérée) qui se traduit par un placement dans des classes d'actifs non traditionnels ou par des stratégies sophistiquées. Elle fait appel généralement à la délégation externe, parce qu'elle suppose une expertise spécifique. Ce deuxième type de relation de délégation sera étudié plus en détail dans le cas des *hedge funds*. Le risque tient à ce que soit exercé un mauvais *monitoring* des gérants, dès lors que l'externalisation porte sur un produit de niche peu transparent pour lequel l'administrateur dispose de faibles compétences.

Les fonds de pension peuvent également recourir à des fonds de fonds, autrement dit, un intermédiaire financier qui s'intercale entre l'investisseur et la société de gestion. Ce gérant de fonds de fonds ne propose pas ses propres fonds d'investissement. Il compose un portefeuille intégrant différents fonds gérés par des gérants extérieurs à sa propre société de gestion, supposés à la fois plus spécialisés et performants. La valeur ajoutée²⁰³ du gérant de fonds de fonds tient en théorie à ses capacités de sélectionneur de fonds et de détection des meilleurs

²⁰² Cette stratégie relève de la gestion actif-passif qui va être explicitée dans le chapitre 2.

²⁰³ C'est le cas en particulier dans le domaine de la gestion alternative dans lequel les investisseurs institutionnels répugnent à investir directement.

gérants dans un univers d'abondance et de sophistication de l'offre. Il en résulte un niveau de délégation supplémentaire qui complique à nouveau l'établissement d'un mécanisme d'incitation efficace. En effet, si ce deuxième niveau de délégation présente un certain nombre d'avantages²⁰⁴, il pose des défis liés aux asymétries d'information et aux intérêts divergents entre les administrateurs (principal) et gérants externes (agent).

D. Des réglementations nationales hétérogènes selon les pays et la nature des fonds de pension

Si le cadre réglementaire des fonds de pension diffère selon les pays (Srinivas et al., 2000 ; Stewart, 2010), on peut distinguer deux formes²⁰⁵ principales: la première forme est relative aux restrictions quantitatives (*quantitative asset restrictions*) c'est-à-dire que le gouvernement impose aux fonds de pension des limites spécifiques relatives à des investissements dans certaines classes d'actifs ou à l'utilisation de certains instruments jugés trop risqués (Davis, 2001 ; Davis 2002; Hu, 2009). Cette forme a été adoptée par l'Allemagne et le Canada qui ont mis en place, par exemple, de seuils maximaux pour la détention d'actions et des actifs réels (*property*). La Norvège se distingue remarquablement avec des limites quantitatives sur les actions, sur les obligations des entreprises *sponsor*. La seconde forme, qui est relative au concept de prudence, a été appliquée aux États-Unis²⁰⁶, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Nouvelle-Zélande et en Australie (OCDE, 2009). A quelques exceptions près, ces deux formes réglementaires recoupent celles des pays continentaux et anglo-saxons. Les régulateurs anglo-saxons ont toujours été traditionnellement plus indulgents sur la prise de risque des fonds de pension que leurs homologues continentaux. Les règles des régulateurs continentaux ont été souvent critiquées. Considérées comme moins flexibles, certaines études montrent qu'elles impliquent des performances moins élevées (Davis, Hu, 2009). Seulement, ces règles, en limitant ou interdisant certains placements jugés risqués, peuvent s'avérer utiles, en période de turbulence ou de crise.

E. Impacts des contraintes réglementaires du secteur retraite

Dans la mesure où les fonds de pension gèrent l'épargne collectée auprès des salariés par capitalisation en la plaçant sur les marchés financiers dans le but exclusif de financer leurs retraites, la question de l'allocation d'actifs est cruciale. En effet ces intermédiaires financiers ont des engagements contractuels vis-à-vis des épargnants dont le respect dépend de la manière dont ils gèrent leurs actifs. C'est précisément pour cette raison que leurs activités de placements sont encadrées par la loi.

On considère en général trois types de déterminants de cette allocation d'actifs: les caractéristiques individuelles (taille, nature des engagements contractuels), les caractéristiques institutionnelles (mise en place d'un fonds de garantie) et l'environnement réglementaire. En effet, comme les engagements contractuels impliquent des risques financiers et non financiers liés aux risques démographiques, ces derniers définissent l'objectif de placement et le profil

²⁰⁴ La gestion déléguée est apparue également comme une solution pour réduire ces conflits d'intérêts entre administrateur et entreprise *sponsor* (Lavigne et al. 2000). Pour les classes d'actifs traditionnels cela peut être moins cher mais pas pour la gestion active. Ce coût peut réduire les bénéfices des investisseurs finaux.

²⁰⁵ Ces approches réglementaires ont été théorisées par Clark (2006) comme les trois angles d'un triangle réglementaire *moral, statute et market*.

²⁰⁶ Depuis 2006, il y a quelques limites quantitatives essentiellement les actions des employeurs, des *Real Estate* des employeurs.

de risques. Toutefois, ce profil peut être accentué par des exigences réglementaires de nature diverse. Selon leur profil de risques, les fonds de pension cherchent à calculer un portefeuille optimal basé sur le rendement et la variance des actifs financiers conformément à la théorie de Markowitz (1952). Cette théorie du portefeuille standard vise à diversifier le portefeuille en réduisant les risques avec un portefeuille composé d'actifs qui ont des corrélations faibles en termes de rendement-risque. Ainsi une importante question pour les fonds pension est si les fonds de pension doivent de détenir des actifs plus ou moins risqués²⁰⁷ pour diversifier leurs risques de respecter leurs engagements.

1. Impact de la régulation sur les stratégies de placement des fonds de pension US, Néerlandais et Canadiens : une analyse quantitative (1990-2011)

Les travaux présentés dans cette section s'intéressent aux contraintes réglementaires et comptables d'une catégorie d'investisseurs postulés à long terme : les fonds de pension à prestations définies. Ils mettent en évidence l'importance de ces deux types de contraintes dans le choix de placement des investisseurs et leurs effets plus ou moins négatifs au regard de l'investissement à long terme.

Les intermédiaires financiers agissent dans des cadres réglementaires divers plus ou moins contraignants qui visent à mettre en place une protection effective des parties prenantes. Toutefois, si les régulateurs sont soucieux d'ajuster les mécanismes pour éviter l'insolvabilité des institutions financières, ils sont également attentifs aux conséquences inattendues de cette régulation : certaines contraintes pouvant devenir un obstacle au financement de l'économie réelle. Ce choix de se focaliser sur la régulation se justifie d'autant plus que les débats actuels sur les révisions des réformes réglementaires européennes du secteur bancaire (Bâle III/CRD IV), assurantiel (Solvabilité II) ou retraite (IORP) sont intenses. La lenteur du processus réglementaire ou de la normalisation comptable révèle la difficulté de réaliser l'objectif réglementaire en minimisant les effets indésirables.

Plus précisément, ces contraintes réglementaires peuvent en effet façonner le comportement des investisseurs de manière intentionnelle mais aussi in-intentionnelle. Ce dernier effet fait l'objet d'intenses débats théoriques (Basak et Shapiro, 2001). Par exemple, les exigences en capital sont accusées de générer des comportements pro-cycliques (Pennacchi, 2005; Gordy et Howells, 2006; Bec et Gollier, 2009; Repullo et Suarez, 2013; Papaioannou et al., 2013), spécifiquement quand les *buffers* de solvabilité sont calibrés en utilisant des modèles de risques estimés sur des historiques courts. De même, l'évaluation à la valeur de marché qui est une autre exigence réglementaire, est considérée comme un élément de distorsion dans le choix de portefeuille des institutions financières (Allen et Carletti, 2008), de limitation de la prise de risque (Severinson et Yermo, 2012) et d'incitation à des comportements pro-cycliques (Novoa, Scarlata et Solé, 2009).

Malgré ce débat théorique, il y a peu d'évidences empiriques sur les effets pratiques de la régulation sur les placements des institutions financières. L'intérêt de s'intéresser aux fonds de pension en particulier réside dans le fait qu'il y a une grande diversité des contraintes selon les pays (contrairement au secteur bancaire et assurantiel qui ont un cadre relativement harmonisé) et une évolution importante de la nature des contraintes sur les 20 dernières années. De telles décisions sont vues dans la littérature comme des sources importantes de la

²⁰⁷ According to the two-fund separation theory Sharpe (1990), all investors and pension funds in particular are hypothesised to make their investment choice between two funds, i.e. a risk-free asset or fund and a risky portfolio comprising risky assets (e.g. equities and bonds).

performance des fonds et donc de leurs revenus (Brinson et al., 1986, 1991; Munnell, Soto, 2007; Bikker et al., 2011; Aglietta et al., 2012; Andonov et al., 2012; Chambers et al., 2012).

Récemment, Boon, Brière, Rigot²⁰⁸ (2015) nous cherchons à déterminer si la régulation a un impact sur le choix d'allocation d'actifs des fonds de pension. Nous nous focalisons sur deux dimensions importantes qui ont été largement débattues théoriquement : la capacité à investir dans des actifs risqués (comme le suppose l'investissement à long terme) et le comportement pro-cyclique (à l'opposé d'une gestion de long terme). En particulier, nous visons à évaluer la magnitude économique des facteurs réglementaires qui expliquent les choix d'allocations en comparaison d'autres facteurs identifiés comme des déterminants de l'allocation d'actifs : les caractéristiques institutionnelles et individuelles des fonds de pension (Chemla, 2005; Rauh, 2009; Dyck, Pomorski, 2011; Crossley, Jametti, 2013, etc.).

Grâce à une base de données individuelles sur des fonds de pension à prestations définies sur les allocations d'actifs aux Etats-Unis, Canada et Pays Bas, sur une période longue (1990-2011), nous avons l'opportunité d'investiguer si les changements réglementaires ont un impact sur les choix d'allocations d'actifs. Plus précisément, nous comparons d'abord les différents cadres réglementaires des diverses catégories de fonds de pension (public, privé, industriels), comprenant des contraintes liées aux placements (*asset regulation*), aux engagements contractuels (*funding regulation*) et aux modes d'évaluation des actifs ainsi que leur évolution sur la période 1990-2010. Alors que les études empiriques précédentes examinaient séparément ces facteurs pour expliquer l'allocation d'actifs, cette étude quantifie l'importance relative de ces facteurs dans différents pays (Bikker et al., 2012; Andonov et al., 2013).

L'analyse empirique montre que les facteurs réglementaires ont autant voire plus d'importance sur l'allocation d'actifs que les caractéristiques individuelles des fonds de pension (maturité, taille, choix d'indexation sur les pensions) et institutionnels (mécanisme de garantie). Parmi les différentes options réglementaires, l'article montre que les exigences en capital basées sur le risque et la reconnaissance des passifs non financés dans le bilan de l'employeur (*sponsor*) ont le plus grand impact. Plus précisément, les exigences de capital basées sur le risque, la reconnaissance dans le bilan de passifs non financés, des taux d'intérêt d'actualisation plus bas et une période de recouvrement plus courte conduisent les fonds de pension à baisser leur allocation d'actifs dans les actifs risqués. Il est intéressant de noter que les exigences en capital basées sur le risque quantitatif conduit à une baisse des expositions en actions.

Nos résultats confirment également que les caractéristiques individuelles et institutionnelles des fonds de pension ont un impact significatif sur l'allocation d'actifs conformément à Dyck et Pomorski, 2011; Rauh, 2009; Bikker et al., 2011 ; mais moins que ceux réglementaires. Par exemple, les fonds de pension avec des participants jeunes investissent plus dans les actifs risqués, de la même façon que ceux qui bénéficient d'un fonds de garanties des retraites.

2. Impact de la norme IAS 19 sur les engagements de retraite des sociétés financières cotées européennes

Nous l'avons vu, la littérature économique distingue différentes formes de régulations qui peuvent être classées selon trois dimensions : (1) les restrictions relatives aux placements

²⁰⁸ "Regulation and pension funds risk taking", Working paper (2015)

(limites quantitatives sur certaines classes d'actifs considérées comme risquées ; (2) des exigences comptables pour les actifs (évaluation à la juste valeur, avec ou sans lissage, évaluation actuarielle) et pour le passif (taux d'actualisation autorisés, reconnaissance des passif non financés dans le bilan du sponsor...) et (3) des exigences de financement ou solvabilité (un ratio de financement dit *funding ratio* minimum, des exigences de capital basées sur le risque, autorisation d'une période de recouvrement en cas de sous financement/capitalisation ...). Ces exigences réglementaires peuvent potentiellement avoir un impact sur les investissements des fonds de pension.

La littérature souligne que les évaluations basées sur la valeur de marché amplifient la sensibilité aux changements de court terme dans les rendements financiers, qu'elles limitent la prise de risque des fonds de pension (Severinson and Yermo, 2012) et encouragent les comportements pro-cycliques (Novoa, Scarlata and Solé, 2009). Elle met également en exergue que plus un taux d'actualisation est élevé, plus le fonds de pension aura une allocation d'actifs risquée (Pennachi and Rastad, 2011; Andonov et al., 2013). Enfin, selon certaines études, la reconnaissance des passifs dans le bilan du sponsor est supposée diminuer l'allocation dans les actifs risqués afin de réduire la volatilité dans le bilan du sponsor en périodes de turbulences. Bodie, Light, Morck, and Taggart (1987) trouvent également une corrélation positive entre le rendement des sponsors et le ratio de financement (*funding ratio*). Bergstresser, Desai, and Rauh (2006) révèlent que les gérants de sociétés font face à des incitations importantes (telles que lors des situations relatives aux opérations de fusion et acquisition, une performance financière en déclin, et une politique de rémunération basée sur des indicateurs financiers et comptables) pour gérer leurs comptes de résultats à travers notamment leurs décisions liés aux hypothèses concernant le taux de rendement attendu sur les actifs de retraite. Enfin, plus récemment, Amir, Guan et Oswald (2010) démontrent qu'en moyenne les firmes américains et britanniques investissent près de 62% de leur portefeuille liés à leurs engagements de retraite à prestations définies en actions et que le changement de stratégies vers des stratégies plus conservatrices est corrélé positivement à une hausse du niveaux de financement du régime de retraite, une hausse de taux moyen d'imposition et du levier financier.

Ainsi au regard de cette littérature, Louisy-Louis, Rigot (2015) ont déduit des hypothèses de recherche suivantes :

- Hypothèse 1: les sociétés avec des taux d'actualisation plus élevés sont plus enclines à augmenter leurs allocations dans les actifs boursiers.
- Hypothèse 2: les sociétés avec des ERR (*expected rate of return*) plus élevés sont plus enclines à augmenter leurs allocations dans les actifs boursiers
- Hypothèse 3: les sociétés avec des ratios de financement (*funding ratios*) plus élevés sont plus enclines à augmenter leurs allocations dans les actifs boursiers

A partir d'un échantillon composé de données sur les sociétés financières cotées (*STOXX Europe Total Market Index en Europe*), Louisy-Louis, Rigot (2015) ont testé ces hypothèses sur un panel de firmes européennes. Peu d'études économiques empiriques s'intéressent en effet à cette dimension de la réglementation comptable et la plupart des études ciblent les Etats-Unis. Ces données concernent surtout les pays européens car cet indice couvre 95% de la capitalisation boursière de 17 pays européens incluant l'Autriche, Belgique, Pays-Bas, Finlande, Portugal, Espagne, Suède, Suisse, Danemark, France, Allemagne, Royaume-Uni, Grèce, Irlande, Italie, et Jersey. Au final, les sociétés financières représentent 9% de l'effectif total de l'indice. Après élimination (données aberrantes ou ne correspondant pas à nos

exigences empiriques), nous captons 80% des sociétés financières comprises dans l'indice de départ.

Nos résultats montrent une corrélation positive forte entre l'ERR et les actifs du fonds. Autrement dit, plus les actifs des fonds génèrent des rendements élevés, plus les gérants du fonds vont investir dans des actions et améliorer la performance du fonds. Pour l'hypothèse concernant le *funding ratio*, nous trouvons une relation très significative entre *funding ratio* et investissement en actions.

La question centrale que nous avons voulu illustrer au travers de cette étude empirique est une problématique récurrente dans le monde de la recherche en comptabilité, à savoir la tension entre la pertinence et la fiabilité de l'information comptable. A titre illustratif, tout comme Brown and Wilcox (2009), Napier (2009), Novy-Marx and Rauh (2011), et Novy-Marx (2013), nous pensons que le choix du taux d'actualisation ne devrait pas simplement répondre à des exigences de transparence et de comparaison mais devrait répondre à des questionnements conceptuels (qui n'ont été que partiellement traités au cours du *due process* de 2006 à 2011 ayant conduit à la révision de l'IAS 19 en 2011).

Discussion / recommandations

Sur le fond, la révision de la norme IAS 19, bien qu'ambitieuse au début, a conduit à un résultat inabouti pour deux raisons essentielles : la nouvelle approche comptable de l'IASB est de se focaliser sur i) la juste valeur et ii) la primauté des actionnaires. La juste valeur permet, en se référant à des indicateurs établis par les marchés, d'introduire des principes de comparabilité (qui faisait défaut avec le choix de l'ERR laissé à la discrétion des sociétés) dans la comptabilisation. Cependant, la juste valeur introduit aussi plus de volatilité dans les chiffres comptables et s'éloigne singulièrement de la comptabilisation des engagements de retraite : les engagements de retraite sont enregistrés par les sociétés sur des horizons allant de 20 à 30 ans voire plus, alors que les obligations d'Etats ou de sociétés ayant des horizons comparables se font rares. Par ailleurs, la primauté des actionnaires renforce la vision d'un monde tourné vers la valeur liquidative des actifs des sociétés : le but étant de déterminer le montant d'un dividende et le potentiel de croissance de l'action en bourse. On pourrait aller même plus loin en avançant que la révision IAS 19 a créé une tension entre les intérêts des actionnaires et ceux des retraités. Toutefois, certains détracteurs diront que le but d'une société est de générer des profits en atteignant ses objectifs et non pas d'entretenir un système de retraite.

Sur la forme, remplacer l'*expected rate of return* (ERR) par le *discount rate* (DR) n'apporte qu'une solution pratique et ne résout pas les problèmes conceptuels que soulève la révision de l'IAS 19. C'est le cas, par exemple du taux unique qui équivaut à considérer que les engagements de retraite et les actifs de retraite présentent les mêmes caractéristiques en termes de risques financiers et contractuels. Afin de résoudre le dilemme de l'ERR et du DR, une piste serait d'établir un référentiel permettant d'élaborer une notation du risque des sociétés lié aux engagements de retraite (tel un modèle de notation similaire à S&P ou Moody's, non pas lié à la dette financière, mais plutôt au passif lié aux engagements de retraite). Le DR serait donc fonction de cette notation auquel on ajouterait une prime de risque en fonction des caractéristiques des sociétés, des prestations offertes, du nombre d'employés, de retraités, etc. Evidemment ce modèle nécessite une conception plus détaillée et soulève des problématiques (i.e. par qui et comment serait élaboré ce système de notation, quelle périodicité, quel coût, etc.)

3. Les caisses de retraites françaises ne sont pas soumises à la comptabilité en juste valeur

Nous avons mené 11 entretiens semi-directifs auprès d'acteurs du secteur de retraite français. Nous avons interrogé principalement des responsables de caisse de retraite, mais aussi des praticiens des régimes retraite au sein d'entreprises privées gérant des fonds à prestations définies.

Tableau 40 : Entretiens avec des acteurs du secteur retraite français

Caisse de retraite	
Caisse de retraite des médecins français	Responsable Obligations
CRPN	Directeur
BNPP Retraites épargne entreprise	Chargé de relations avec les réseaux
Réunica	Directeur financier
ERAFF	Directeur investissements
Knights Vinke (2)	<i>Executive Director of Finance & Operations Deputy Chief Executive Officer</i>
Union Mutualiste Retraite	Directeur général
Argic-Arco	Directeur financier
Société générale	Responsable <i>benefits & comité de rémunération</i>
Atos Origin	<i>Group SVP, Pensions, Insurance & Tax</i>

Les responsables des caisses de retraites françaises que nous avons interrogés, ont indiqué ne pas être soumis aux normes IFRS. De par leur position d'organismes non cotés, ils n'ont pas l'obligation d'appliquer les normes comptables internationales.

Tableau 41 : Réglementation comptables des caisses de retraites françaises

Normes comptables et caisses de retraite		
Institutions	Normes internationales	Normes appliquées
Caisse de retraite des médecins français	« On n'est pas dépendant des normes IFRS »	« On a un plan comptable qui est un plan du code de la Sécurité sociale »
Caisse de retraite des personnels navigants	« Non ! Nous n'appliquons pas les IFRS »	« Nous appliquons des normes françaises, au coût historique »
Réunica	« Mais on n'est pas soumis aux normes IFRS. Ce n'est pas prévu. »	« Ce sont des normes comptables qui sont propres, qui sont définies par nos fédérations AGIR-ARRCO pour la retraite et pour les prévoyances, la partie assurance, le code « sécurité sociale ». »
Union mutualiste retraite	« Non, on n'est pas soumis aux IFRS »	« L'UMR relève du code de la mutualité »
Argic-Arco	« Nous ne sommes pas soumis aux IFRS et heureusement ! »	« On a un règlement financier qu'on arrête nous-mêmes. »
Etablissement de retraite additionnelle de la fonction publique	« Non, on n'est soumis à rien du tout »	« enfin on a un plan comptable qui est spécifique. Le CIUOS, Plan comptable unifié des organismes de Sécurité sociale »

Cette situation leur convient parfaitement car ils expriment les conséquences que pourrait avoir une généralisation de la comptabilisation en juste valeur des instruments financiers sur leurs portefeuilles de titres.

Prioritairement les acteurs évoquent la volatilité qu'engendrerait l'usage de normes introduisant la juste valeur :

- « *La juste valeur n'a pas d'intérêt pour nous. Ce qui importe pour nous, c'est d'avoir des résultats, relativement stables, avec une volatilité limitée. Tout ce qui crée de la volatilité des résultats n'est pas pertinent pour des régimes qui assurent.* » (Retraite, Directeur financier)
- « *Nous sommes une caisse professionnelle, nos assurés ne comprendraient pas d'avoir des résultats volatiles, il faut une stabilité* » (Retraite, Directeur)
- « *L'inconvénient des normes IFRS, à mon avis, c'est quand même l'évaluation à la valeur de marché. On a quand même dans nos activités, dans nos bilans, des portefeuilles financiers importants. Donc, ça impacterait de façon très importante le résultat annuel des institutions. Si on a 300 millions de variations d'une année sur l'autre de valeurs des actifs, ou même plus, c'est davantage que le résultat d'exploitation. Les normes IFRS introduirait une très forte volatilité parce que les actifs financiers, ça va être 90 % du total des actifs.* » (Retraite, Directeur financier)

En n'étant pas soumises aux normes IFRS et aux fluctuations de marché, ces institutions peuvent maintenir une stratégie de placement à long terme indépendante des variations de marché. Selon un répondant l'application de Solvabilité II aux acteurs du secteur retraite (fonds de pension, caisse de retraite et assurance) conduirait à :

- « *Deux comportements : premier comportement, faire du business où il y a pas de risques. Pas de risques = faibles fonds propres. Et le second : concentration des acteurs, du coup. Je n'arrive pas à élever les fonds propres. Je me rapproche d'un plus gros pour mutualiser mes frais fixes pour que ça soit plus rentable, plus efficace.* » (Assurance, Responsable grands comptes)

En effet on a pu constater que dans les caisses de retraites que nous avons pu interroger la part des actifs risqués actions cotées et non cotées et de l'immobilier est beaucoup plus importante que dans les sociétés soumises aux normes IFRS.

Tableau 42 : Portefeuille de placements des institutions interrogées

Répartition du portefeuille de placements des institutions interrogées (déclaratif)					Portefeuille réglementé
En %	Actions	Obligations	Immobilier	Diversifications	
Caisse de retraite des médecins français	Invest majoritaire en actions			Dont Private equity 1%	oui
Caisse de retraite des personnels navigants	30%	40%	20%	10%	
Réunica		60% minimum dont 40% Etat 60% Corporate			
Union mutualiste retraite		60			
Argic-Arco					
Etablissement de retraite additionnelle de	24%	75%		% 1	

la fonction publique					
-------------------------	--	--	--	--	--

Source : les auteurs à partir des entretiens

Les investissements actions sont relativement diversifiés à l'international (au-delà de la zone euro) afin de mieux capter les primes de risques. Par ailleurs l'horizon action à long terme est au-delà des 10 ans.

- « *Sur les actions, le portefeuille est vraiment diversifié à l'international. À l'international, il y a beaucoup de valeurs euros, mais il y a de l'international et aussi de l'émergent, puisque là, c'est le schéma actif réel. Aller chercher de la croissance là où elle se trouve et la croissance se trouve aujourd'hui dans les BRIC* ». (Retraite, Responsable obligations)
- « *En ce qui concerne les actions, je ne pense pas que le risque est plus diversifié puisque nous avons l'Europe, les États-Unis, le reste du monde, donc on est, en principe, un petit peu moins risqué, donc l'horizon est plutôt de 10 à 12 ans.* » (Retraite, Directeur)

Conclusion générale

Nos études sur les effets des normes comptables IFRS sur l'investissement et le financement de long terme des banques et des assurances ont mis en évidence des effets différenciés des normes comptables IFRS selon les intermédiaires financiers. Elles nous conduisent à affirmer que ces normes ne sont pas neutres pour les activités de long terme voire peuvent avoir des effets négatifs pour certains types de placements (actions et actifs de diversification en particulier). Nous avons pu constater que la norme actuelle IAS 39 n'a pas eu d'impact sur les activités de crédits. Ce qui n'est pas le cas du secteur assurance, pour lequel la combinaison des normes IAS 39 et IFRS 4 phase 1 a eu des effets court-termistes sur leur gestion des activités de long terme. Nous avons aussi mis en exergue les critiques de la norme IFRS 9 qui entrera en application à partir de l'exercice 2018 (pour les établissements bancaires) au regard de la méthode d'évaluation et de comptabilisation des placements en actions à moyen et long terme. Nos propositions visent à rééquilibrer les normes IFRS pour que les actifs détenus à long terme soient évalués de manière plus cohérente et ne soient pas pénalisés par les règles comptables. Cependant au-delà des normes comptables, les règles prudentielles apparaissent comme plus pénalisantes encore pour l'investissement à long terme. On observe en effet que les exigences prudentielles (ratios de solvabilité, de liquidité et de levier) impactent négativement les portefeuilles de crédits et de titres risqués comme les actions cotées et non cotées et les infrastructures, même si ces effets défavorables doivent être relativisés au regard des ROE élevés. On constate que l'effet négatif des normes comptables et prudentielles se cumule sur les placements dans des titres risqués au profit d'obligations d'Etats.

Tableau 43 : Tableau récapitulatif des impacts des normes comptables et prudentielles sur l'investissement à long terme

Effet des normes	Normes comptables IFRS	Normes Prudentielles	Effet total :
Neutre 0			Effet cumulatif ++
Favorable +			Effet cumulatif - -
Défavorable -			Effet neutre +-
Banques			
Portefeuille de crédits	Neutre (IAS 39)	Défavorable (ratio liquidité)	0 -
Allocation d'actifs risqués (Actions, <i>private equity</i> , infrastructures)	Défavorable (IAS 39 et IFRS 9)	Défavorable (ratio solvabilité)	- -
Allocation d'actifs non risqués (obligations)	Défavorable (IAS 39 <i>tainting rule</i>) Favorable (IFRS 9 <i>business model ssi</i> respect du <i>SPPI test</i>)	Favorable (ratio solvabilité)	- + +
Titrisation	Neutre (IFRS 10 et IAS 39-IFRS 9)	Neutre	0 0
Utilisation de dérivés		Défavorable (ratio de levier, liquidité)	-
Compagnies d'assurance			
Allocation d'actifs risqués	Défavorable (IAS 39 et IFRS 9) Immobilier de placement : Neutre (IAS 40)	Défavorable (ratio de solvabilité)	- -
Allocation d'actifs non risqués (obligations)	Défavorable (IAS 39 <i>tainting rule</i>) Favorable (IFRS 9 <i>business model ssi</i> respect du <i>SPPI test</i>)	Favorable (ratio solvabilité)	- +

Source : les auteurs

Bibliographie non exhaustive (comptabilité)

- ACPR. 2013. « Conférence Solvabilité II : Préparer 2016. »
- . 2014a. « Le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives. » *Analyses et synthèses* Juin (31).
- . 2014b. « Modalités de calcul des ratios prudentiels dans le cadre de la CRD IV. »
- . 2014c. « Préparation à Solvabilité II : Traduction partielle des spécifications techniques EIOPA du 30 avril 2014 : valorisation du bilan prudentiel. »
- Aglietta, Michel et Antoine Rebérioux. 2004. *Les dérives du capitalisme financier*. s.l.: Ed. Albin Michel.
- Aka, Marie-Lore et Marie-Laure Troupel. 2015. « IFRS 9 : ce qui va changer, quand et comment s'y préparer ? » *Revue Banque* Février (782).
- Allen, Franklin et Elena Carletti. 2008a. « Mark-to-market accounting and liquidity pricing. » *Journal of accounting and economics* 45 (2-3): 358-378.
- . 2008b. « Mark-to-market accounting and liquidity pricing. » *Journal of accounting and economics* 45 (2-3): 358-378.
- Amis, P et E Rospars. 2005a. « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : Un enjeu de stabilité financière. » *Revue de la stabilité financière* 7: 49-62.
- . 2005b. « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : Un enjeu de stabilité financière. » *Revue de la stabilité financière* 7: 49-62.
- ANC. 2013. « Think long-term first. Comments for the French accounting standards authority to EC green paper. »
- André, Paul, Anne Cazavan-Jeny, Wolfgang Dick, Chrystelle Richard et Peter Walton. 2009. « Fair Value accounting and the banking crisis in 2008: shooting the messenger. » *Accounting in Europe* 6: 3-24.
- Armstrong, Christopher, Mary Barth, Alan Jagolinzer et Edward Riedl. 2010. « Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. » *Accounting review* 85 (1): 31-61.
- Ball, Ray et Philip Brown. 1968. « An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. » *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178. bth.
- Barlev, Benzion et Joshua Rene Haddad. 2003. « Fair value accounting and the management of the firm. » *Critical perspective on accounting* 14 (4): 383-415.
- Barth, Mary. 1994. « Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks. » *The accounting review* 69: 1-25.
- Barth, Mary, William Beaver et Wayne Landsman. 1996. « Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. » *The accounting review* 71 (4): 513-537.
- Barth, Mary E. et Wayne R. Landsman. 2010. « How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis? » *European Accounting Review* 19 (3): 399-423. bth.
- Barth, Mary, Wayne Landsman et James Wahlen. 1995. « Fair value accounting: effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows. » *Journal of banking & finance* 19: 577-605.
- Beauvieux, Julien. 2015. « La cure d'amaigrissement des banques d'investissement menace la liquidité. » *L'Agefi*, 20 Mars édition.
- Beaver, William. 1968. « The Information Content of Annual Earnings Announcements. » *Journal of Accounting Research* 6 (3): 67-92. bth.
- Beck, Roland, Petr Jakubik et Anamaria Piloii. 2013. « Non-Performing loans : What matters in addition to the economic cycle? » *Working paper of ECB* February (1515).

- Benyakhlef, Maryline, Gil Zelany, Thierry Gueguen et Pascale Lemoigne. 2003. « Impact des normes comptables internationales sur la comptabilité française. » www.creg.ac-versailles.fr.
- Bernanke, Ben. 2009. *Financial Reform to Address Systemic Risk*. Washington DC: s.n.
- Bernard, Victor, Robert Merton et Krishna Palepu. 1995. « Mark-to-Market Accounting for Banks and Thrifts: Lessons from the Danish Experience Victor L. Bernard, Robert C. Merton and Krishna G. Palepu *Journal of Accounting Research* Vol. 33, No. 1 (Spring, 1995) (pp. 1-32). » *Journal of Accounting Research* 33 (1): 1-32.
- Bignon, Vincent, Yuri Biondi et Xavier Ragot. 2004. *Une analyse économique de la juste valeur*. Vol. 4. Prisme. Paris: Centre Saint Gobain pour la recherche en économie.
- Bischof, Jannis, ulff Bruggemann et Holger Daske. 2014. « Fair Value Reclassifications of Financial Assets During the Financial Crisis (June 30, 2014). » Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1628843>.
- Blankespoor, Elizabeth, Thomas J. Linsmeier, Kathy R. Petroni et Catherine Shakespeare. 2013. « Fair Value Accounting for Financial Instruments: Does It Improve the Association between Bank Leverage and Credit Risk? » *Accounting Review* 88 (4): 1143-1177. bth.
- Bougen, Philip et Young Joni. 2012. « Fair value accounting: Simulacra and simulation. » *Critical perspectives on accounting* 23 (4-5): 390-402.
- Capkun, Verdán, Anne Cazavan-Jeny, Thomas Jeanjean et Lawrence Weiss. 2008. « Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local gaaps to IFRS in Europe. » Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1125716>.
- Capron, Michel et Eve Chiapello. 2005. « Les transformations institutionnelles: l'Europe recule, l'IASB s'impose. » In *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, 49-89. s.l.: s.n.
- Casta, Jean François. 2003. *La comptabilité en juste valeur permet-elle une meilleure représentation de l'entreprise?* s.l.: Les cahiers du CEREG. <file:///C:/Documents%20and%20Settings/SaM/Mes%20documents/SaM/Etudes/Th%C3%A8se/Articles%20class%C3%A9s%20par%20th%C3%A8me/Juste%20valeur%20et%20cout%20historique/CASTA%20Cereg200307.pdf>.
- CEBS. 2004. « Guidelines on prudential filters for regulatory capital. »
- Chen, Wei, Hun-Tong Tan et Elaine Ying Wang. 2013. « Fair value accounting and managers' hedging decisions. » *Journal of Accounting Research* 51 (1): 67-103.
- Chiapello, Eve et Karim Medjad. 2006. « Une privatisation inédite de la norme: le cas de la politique comptable européenne. » *Sociologie du travail* 49 (1): 46-64.
- Christensen, Hans et Nikolaev Valeri. 2013. « Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test? » *Review of Accounting Studies* 18 (3): 734-775.
- Colasse, Bernard. 2001. « Il est encore question d'un cadre conceptuel français inutile hier, improbable demain. » *Revue française de comptabilité* avril (332): 27-29.
- . 2005. « La régulation comptable entre public et privé. » In *Les normes comptables internationales, instruments du capitalisme financier*, La Découverte, 27-48. s.l.: s.n.
- Comité de Bâle. 2012. « Letter to IASB and FASB on Financial Instruments: Impairment. »
- . 2013. « Charte du comité de bâte sur le contrôle bancaire. »
- Commission bancaire. 2004. « Quel traitement prudentiel pour les nouvelles normes comptables. » In *Rapport de la commission bancaire pour l'année 2004*, 157-172. s.l.: s.n.
- . 2005. « Les conséquences du passage aux normes ifrs dans les groupes bancaires français. » In *Rapport annuel de la commission bancaire*, 157-168. s.l.: s.n.
- Commission Bancaire. 2006. « Rapport annuel. »

- Cormier, Denis, Samira Demaria, Pascale Lapointe-Antunes et Robert Teller. 2009. « First-Time Adoption of IFRS, Managerial Incentives, and Value-Relevance: Some French Evidence. » *Journal of International Accounting Research* 8 (2): 1-22.
- Curcio, Domenico et Iftekhar Hasan. 2015. « Earnings and capital management and signaling: the use of loan-loss provisions by European banks. » *European Journal of Finance* 21 (1): 26-50. bth.
- Dandé, Jean-François et Omar Benamara. 2014. « IFRS 9 : un modèle pour permettre aux banques d'appliquer le principe de macro-couverture ? » *Revue banque* (772).
- Danjou, Philippe. 2013. « Une mise au point concernant les international financial reporting standards. » IASB.
- . 2014. « Le cadre conceptuel. » Conférence IMA présenté à Paris.
- Degos, Jean-Guy et D Merle. 2006. « L'incidence des normes IAS/IFRS sur les actifs immobiliers. » *Cahier électronique du Crecci*.
- Deloitte. 2013. « Réformes de la comptabilité de couverture : Un reflet fidèle de la gestion des risques. »
- Derien, Adrien. 2010. « L'horizon temporel dans Solvabilité II. » *Bulletin français d'actuariat* 10 (19): 43-62.
- Disle, Charlotte et Christine Noel. 2007. « La révolution des normes IFRS Une convergence de la comptabilité vers la finance ? » *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion* Mai-Juin (224-225): 17-27.
- Dufour, Dominique et Grégory Heem. 2012. « Dufour, D., Heem, G. (2012). « Crise financière et comptabilité : Le cas du reclassement des instruments financiers dans les banques européennes ». *Economie et Sociétés*, série "Entreprise et finance", vol. n°2, p.553-569. » *Economie et sociétés, série Entreprise et finance* (2): 553-569.
- Eccher, Elizabeth, K Ramesh et S Ramu Thiagarajan. 1996. « Fair value disclosures by bank holding companies. » *Journal of accounting and economics* 22: 79-117.
- EFRAG. 2014. « The EU endorsement status report (Position as at 19 December 2014). »
- Ellul, Andrew, Chotibhak Jotikasthira, Christian T. Lundblad et Yihui Wang. 2014. « Mark-to-market accounting and systemic risk: evidence from the insurance industry. » *Economic Policy* 29 (78): 297-341. doi:10.1111/1468-0327.12030.
- Ernst & Young. 2005a. « How fair is fair value ? » IFRS stakeholders series. s.l.: s.n.
- . 2005b. « How fair is fair value ? » IFRS stakeholders series. s.l.: s.n.
- Escaffre, Lionnel, Philippe Foulquier et Philippe Tournon. 2008. *Juste valeur ou non : un débat mal posé*. s.l.: EDHEC Position Paper.
- European Commission. 2015. « Feedback from the public consultation on the impact of IFRS in the EU. »
- Expert Group on the IAS regulation. 2014. « An overview of the literature on the role of IFRS in the financial crisis. »
- Fama, Eugène. 1970. « Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. » *Journal of finance* 25 (2): 383-417.
- FFSA. 2012. « Solvabilité 2 doit intégrer des mesures contra-cycliques adaptées aux assureurs, investisseurs de long terme. »
- Fiechter, Peter. 2011. « The Effects of the Fair Value Option under IAS 39 on the Volatility of Bank Earnings. » *Journal of international accounting research* 10 (1): 85-108.
- G30. 2013. « Long-term finance and economic growth. » s.l.: Working group on long-term finance.
- Gélard, Gilbert. 2001. « Le cadre conceptuel de la France ne sera pas franco-français. » *Revue française de comptabilité* mai (333): 28-29.
- . 2004. « Entretiens. » *Les Echos* (13 mai): 107.

- Georgescu, Ona Maria et Christian Laux. 2015. « Financial Reporting, Financial Regulation, and Financial Stability: Evidence from German Bank Failures in 2007-2008. » *Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2238421>.*
- Giordano-Spring, Sophie et Monique Lacroix. 2007. « Juste valeur et reporting de la performance : débats conceptuels et théoriques. » *Comptabilité contrôle audit Thématique*: 77-96.
- Gjesdal, Froystein. 1981. « Accounting for stewardship. » *Journal of Accounting Research* 19 (1): 208-231.
- Guillard, Vincent. 2014. « IFRS 9 – Nouvelles dispositions pour la comptabilité de couverture. » In *Conférence IMA France*. s.l.: s.n.
- Gyunther, Reginald. 1967. « Accounting Concepts and Behavioral Hypotheses. » *The accounting review* 42 (2): 274-290.
- Hadjadj-Gomes, Noemie. 2015. « Solvabilité 2 : focus sur le dampener actions. » *L'Agefi*.
- Hamdi, Badreddine et Houda Elabidi. 2009. « L'information comptable en juste valeur : quelle utilité pour l'investisseur. » In *La place de la dimension européenne dans la comptabilité*. Strasbourg: s.n.
- Hitz, Joerg-Markus. 2007. « The Decision Usefulness of Fair Value Accounting - A Theoretical Perspective. » *European accounting review* 16: 323-362.
- IASB. 1989. « Conceptual framework. »
- . 2015. « Exposure Draft ED/2015/3 Conceptual Framework for Financial Reporting. »
- Jaggi, Bikki, James Winder et Cheng-Few Lee. 2010. « Is There a Future for Fair Value Accounting After the 2008–2009 Financial Crisis? » *Review of Pacific Basin Financial Markets & Policies* 13 (3): 469-493.
- Janin, Remy, Charles Piot et Pascal Dumontier. 2012. « Les IFRS et l'utilité informationnelle du resultat global en Europe : le role des cabinets d'audit. » In *Comptabilité et innovation*. s.l.: s.n.
- Jarolim, Natascha et Carina Öppinger. 2012. « Fair value accounting in times of financial crisis. » *Journal of Finance and Risk Perspectives* 1 (1): 67-90.
- Jaudoin, Olivier. 2001. « Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique. » *Bulletin de la Banque de France* Novembre (95).
- Khurana, Inder et Myung-Sun Kim. 2003. « Relative value relevance of historical cost vs. fair value : evidence from bank holding companies. » *Journal of accounting and public policy* n°22: 19-42.
- Lamarque, Eric. 2014. *Stratégie de la banque et de l'assurance*, Dunod. s.l.: s.n.
- La Martinière (de), Gérard et Philippe Trainar. 2003a. « Fair value accounting and the insurance business. » *Révue d'économie financière (English ed)* (71): 93-105.
- . 2003b. « Fair value accounting and the insurance business. » *Révue d'économie financière (English ed)* (71): 93-105.
- Landsman, Wayne. 2007. « Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. » *Accounting and business research* 19: 19-30.
- Laux, Christian et Christian Leuz. 2009. « The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. » *Accounting, Organizations, and Society* 34: 826-834.
- . 2010a. « Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis? » *Journal of Economic Perspectives* 24 (1): 93-118. bth.
- . 2010b. « Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis? » *CFA Digest* 40 (2): 33-34. bth.
- Lefebvre, François. 2012. *Mémento IFRS 2012*. s.l.: s.n.

- Leflaive, Viviane et Gael Rognon. 2013. « IFRS 4 phase 2 - contrats d'assurance : la révolution annoncée est elle pour demain ? » *Revue française de comptabilité* (470): 36-39.
- Lepetit, Jean-François. 2014. *Dysfonctionnement des marchés financiers*, Economica. s.l.: s.n.
- Lindberg, Deborah et Deborah Seifert. 2010. « A new paradigm of reporting on the horizon: IFRS and implications for the insurance industry. » *Journal of insurance regulation* 28 (2): 229-252.
- Lissowski, Antoine. 2012. « En attendant Solvabilité II. » In . s.l.: s.n.
- Magnan, Michel. 2009. « Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor? » *CIRANO scientific publications* Mai (27).
- Martaud, Didier et Pascal Morand. 2010. « Normes comptables et crise financière : Propositions pour une réforme du système de régulation comptable. » La Documentation française.
- Matherat, Sylie. 2008. « Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques. » *Revue de la stabilité financière* Octobre (12).
- Maystadt, Philippe. 2013. « Should IFRS standards be more European. Mission to reinforce the EU's contribution to the development of international accounting standards. »
- Mistral, Jacques. 2003. « Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise. » In *Les normes comptables et le monde post-Enron*, La documentation française, 7-56. s.l.: s.n.
- Morgan Stanley et Wyman Oliver. 2015. « Wholesale & Investment Banking Outlook Mis-allocated Resources: Why Banks Need to Optimise Now. »
- Muller, Julian. 2013. « An accounting revolution ? The financialisation of standard. » *Critical perspectives on accounting* in press.
- Nelson, Karen. 1996. « Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS n°107. » *The accounting review* 71 (2): 161-182.
- Nouy, Danielle. 2008. « BÂLE II face à la crise : quelles réformes ? » *Revue d'économie financière* 7 (Hors série): 367-374.
- Obert, Robert. 2010. « Genèse du concept de la juste valeur dans les normes comptables (partie 2). » *Revue française de comptabilité* Janvier (428): 30-34.
- . 2014. « Instruments financiers : de nouvelles règles internationales. » *Revue française de comptabilité* Octobre (480): 42-47.
- Ohlson, James. 1995. « Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. » *Contemporary Accounting Research* 11: 661-687.
- Orléan, André. 1999. *Le pouvoir de la finance*. Odile Jacob. Paris: s.n.
- Page, Michael. 2014. « Business models as a basis for regulation of financial reporting. » *Journal of Management & Governance* 18 (3): 683-695. bth.
- Paper, Xavier et Emmanuel Gagneux. 2002. « Le traitement comptable des opérations de titrisation des créances. » *Option finance*.
- Perry, James et Andreas Nolke. 2007a. « The Political Economy of International Accounting Standards. » *Review of International Political Economy* 12 (4): 559-586.
- . 2007b. « The Political Economy of International Accounting Standards. » *Review of International Political Economy* 12 (4): 559-586.
- Plantin, Guillaume, Haresh Sapra et Hyun Song Shin. 2008. « Marking-to-market: Panacea or Pandora's box? » *Journal of Accounting Research* 46 (2): 435-460.
- . s.d. « Marking-to-market: Panacea or Pandora's box? » *Journal of Accounting Research*.

- Raffournier, Bernard. 2007. « Les oppositions françaises à l'adoption des IFRS : examen critique et tentatives d'explication. » *Comptabilité contrôle audit Thématique* (Décembre): 21-42.
- Reghay, Driss. 2013. « Les principes comptables relatifs à la titrisation : l'enjeu de la consolidation du véhicule de titrisation. »
- Richard, Jacques et Christine Colette. 2005. *Système comptable français et e normes IFRS*, Dunod. Paris: s.n.
- Ricol, René. 2002. « Vers une normalisation comptable internationale, condition de la transparence de l'information financière. » In *Mélanges en l'honneur de Pierre Bezard*, 137-146. s.l.: s.n.
- Sapra, Haresh. 2010. « The Economic Trade-Offs in the Fair Value Debate. » *Chicago Booth Research Paper* 09-35. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1481777>.
- Severinson, Clara et Juan Yermo. 2012. « The effect of solvency regulations and accounting standards on long-term investing. » *OECD working papers on finance, insurance and private pensions* 30.
- Swenson, Dan W. et Thomas E. Buttross. 1993. « A return to the past: disclosing market values of financial instruments. » *Journal of Accountancy* 175 (1): 71-77. bth.
- Teller, Robert. 2008. « Juste valeur et globalisation comptable : questions autour du processus de normalisation comptable internationale. » *Revue sciences de gestion* 64: 91-106.
- Théron, Pierre. 2014. « Quel référentiel IFRS post crisis pour les assureurs ? »
- Tort, Eric. 2006. « Les immeubles de placements : des régimes complexes et différenciés. » *Revue française de comptabilité* (387): 38-42.
- Van Hulle, Karel. 1996. « L'harmonisation comptable européenne : une gouvernance en devenir. » *Revue française de comptabilité* 275 (février): 29-38.
- . 2001. « Harmonization of accounting standards: a view from European Community. » *Accounting in Europe*: 161-172.
- Véron, Nicolas. 2007. « The global accounting experiment. »
- . 2008. « Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis. » *Accounting in Europe* 5: 63-69.
- Vial, Géraldine. 2014. « Les enjeux du prochain big bang comptable. » *L'argus de l'assurance*.
- Walton, Peter. 2003. « La normalisation comptable internationale : origine, pratiques et enjeux. » *Revue française de gestion* 29 (147): 21-32.
- Walton, Peter et Gilbert Gélard. 2013. « Des banques européennes plébiscitent le maintien d'IAS 39. » *Revue française de comptabilité* (466): 6-7.
- Watts, Ross L. et Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. s.l.: Englewood Cliffs NJ : Prentice-Hall.
- Whittington, Geoffrey. 2008. « Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View. » *Abacus* 44 (2): 139-168.
- Zeff, Stephan. 1998. « The coming confrontation in international accounting standards. » *The Irish accounting review* 5 (2): 89-117.
- Zhang, Ying et Jane Andrew. 2014. « Financialisation and the conceptual framework. » *Critical perspectives on accounting* 25 (1): 17-26.

Bibliographie non exhaustive (investissement à long terme et réglementation prudentielle)

- Adrian, T., Shin, H. S., (2010), « Liquidity and leverage », *Journal of financial intermediation*, 19(3), 418-437.
- Aglietta, M. et Reberioux, A., (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris.
- Aglietta, M., Rigot S., (2009), *Crise et Rénovation de La Finance*, Odile Jacob, Paris.
- Arjani, N., (2009), « Procyclicality et Bank Capital », *Bank of Canada Financial System Review*, June, 33-39.
- Auvray T., Dallery T., Rigot S., (2015), « Remettons la finance au service de l'économie », *Economie Politique*, n°65, janvier.
- Baron, D.P., Myerson R. B., (1982), « Regulating a monopolist with unknown costs », *Econometrica*, vol. 50, n°4, 911-930
- Barut M.L., Rouillé N., Sanchez M., (2015). « L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie », *Revue de la stabilité financière*, n°19.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010b) (LEI Report), "An Assessment of the Long-Term Impact of Stronger Capital et Liquidity Requirements", Basel.
- Basel Committee on Banking Supervision, (1988), *International convergence of capital measurement et capital standards*, Bank for International Settlements, Basel, July
- Basel Committee on Banking Supervision, (1996), *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, Bank for International Settlements, Basel, January
- Basel Committee on Banking Supervision, (2004), *Basel II: International Convergence of Capital Measurement et Capital Standards: a Revised Framework*, Bank for International Settlements, Basel, June
- Basel Committee on Banking Supervision, (2009), *Enhancements to the Basel II framework*, Bank for International Settlements, Basel, July (*also known as Basel II.5*)
- Basel Committee on Banking Supervision, (2010a), *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards et monitoring*, Bank for International Settlements, Basel, December
- Basel Committee on Banking Supervision, (2013), *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio et liquidity risk monitoring tools*, Basel Committee on Banking Supervision, January
- Baudru, D., Kechidi, M., (1998), « Les investisseurs institutionnels étrangers : vers la fin du capitalisme à la française ? », *Revue d'Économie Financière*, vol. 48, n° 4, p. 67-78.
- Baudru, D., Lavigne, S., (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français », *Revue d'Économie Financière*, vol. 63, n° 3, p. 91-105.
- Bensaid, B., Pagès H., Rochet J.C., (1995), « Efficient Regulation of Banks' Solvency », *Mimeo*, Banque de France.
- Berger, A. Herring, R., Szego, P. (1995), « The role of capital in financial institutions », *Journal of Banking et Finance* 19, (3/4), Special Issue, June, p. 393-430.
- Betbèze J.-P., Bordes Ch., Couppey-Soubeyran J., Plihon D., (2011), *Banques centrales et stabilité financière*, rapport du CAE n° 96, Paris, La Documentation française.
- Blundell-Wignall, Roulet C., (2013), « Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle », *Working Paper*.

Borio, C. (2003), « Towards a macroprudential framework for financial supervision et regulation? », BIS Working Papers No. 128.

Borio, C. (2009), « Ten propositions about liquidity crises », BIS Working Papers No. 293.

Borio, C. (2010), « Implementing a macroprudential framework: Blending boldness et realism », BIS mimeo, 22 July.

Brunnermeier, M., Crocket, A., Goodhart, C., Persaud, A., Shin, H., (2009), « The fundamental principles of financial regulation », Geneva Reports on the World Economy 11, CEPR, January.

Brunnermeier, M.K., Lasse Heje Pedersen, (2009), « Market Liquidity et Funding Liquidity, » Review of Financial Studies 22(6): 2201-2238.

Campbell, J. & Viceira, L., (2005) « The Term Structure of the Risk Return Trade-off », Financial Analyst Journal, vol 61 (1) p. 38.

Coupey-Soubeyran J., Garnier O. et Pollin J.-P. (2013), *Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire*, rapport du CAE n°104, Paris, La Documentation française.

Croce, Stewart and Yermo J. (2011), « Promotion of long-term investment by institutional investors: selected issues and policies », OECD journal - Issue 1

D'Souza, C., Engert W., Gravelle T., Orsi L., (2010), « Contingent Capital et Bail-In Debt: Tools for Bank Resolution, » Bank of Canada Financial System Review, December, 51-56.

Danielsson, J., Embrechts, P., Goodhart, C., Keating, C., Muennich, F., Renault, O., et Shin, H.S., (2001), « An academic response to Basel II, Financial Market Group, Special Paper, n°130, London School of Economics.

Dewatripont, M., Tirole, J. (1993), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT press, Cambridge, Massachussets.

Diamond, D.W., Dybvig P., (1983), « Bank run, deposit insurance, et liquidity », Journal of Political Economy, vol. 91, n° 3, 401-419

Elliott D., Salloy S., Oliveira Santos A., (2012), «Assessing the Cost of Financial Regulation» IMF Working papers, IMF, September

FMI (2014), « How big is the implicit subsidy for banks considered too important to fail? », in Global Financial Stability Report, chapter 3.

Freixas, X., Gabillon E., (1998), « Optimal Regulation of a Fully Insured Deposit Banking System », Mimeo, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona.

Gauthier, C., Lehar A. et Souissi M., (2010), « Macroprudential Regulation et Systemic Capital Requirements », Bank of Canada Working Paper 2010-4.

Giommarino, R.M., Lewis T.R., Sappington D.E.M., (1993), « An Incentive Approach to Banking Regulation », Journal of Finance, 48, 1523-1542.

Gollier C., (2015), « Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France », Revue de la stabilité financière, n°19.

Gollier, C., (2002), « Time Diversification, Liquidity Constraints and Decreasing Aversion to Risk on Wealth », Journal of Monetary Economics 49(7): 1439-1459.

Gollier, C., Janci, D. (2010), « Profil et rôle des investisseurs de long terme », in Glachant, J., Lorenzi, J-H., Quinet, A. & Trainar, P. Eds. Investissements et investisseurs de long terme. La Documentation Française: Conseil d'Analyse Economique.

Gordy, M., Howells B., (2004), « Pro-cyclicality in Basel II: can we treat the disease without killing the patient? », Federal Reserve Board

Haldane, A., Madouros, V., (2012), « The dog and the Frisbee », speech given at the Jackson Hole Symposium, Wyoming, 31 August.

Hecht, J. (2014), « Is net stock issuance relevant to capital formation ? Comparing heterodox models of firm-level capital expenditures across the advanced and largest developing economies », *Cambridge Journal of Economics*, 38 (5), 1171-1206.

Hellwig, M., (2008), « Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime mortgage financial crisis », Max Planck Institute, November.

Honohan P., Klingebiel D., (2000), « Controlling Fiscal Costs of Banking Crises », World Bank Working Paper.

Institute of International Finance, (2011), « The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework », IIF, September.

J.P. Morgan/Reuters. 1996. RiskMetrics – Technical Document, 4. Ed, New York et London

Jensen, M.C., (1986), « Agency costs of free cash flow, corporate finance et takeovers », *American Economic Review*, 76(2), p. 323-329.

Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A., (2014), « The Great Mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles », NBER Working Paper, n° 20501.

Kashyap A., Stein J., (2004), « Cyclical Implications of Basel-II Capital Standards », Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, V. 28, 18-31.

Kay, J., (2012), « The Kay Review of UK Equity Markets and Long- Term Decision Making».

Kessler D., (2015), « Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », *Revue de la stabilité financière*, n°19.

Kneer, C. (2013), « Finance as a magnet for the best and brightest : Implications for the real economy », De Nederlandsche Bank working paper, n° 392, septembre.

Laeven L., Valencia F., (2008), « Systemic Banking Crises: A New Database », IMF Working Paper, WP/08/224.

Laffont, J.-J., J. Tirole (1986), « Using Cost Observation to Regulate Firms », *Journal of Political Economy*, 94, 614-641.

Laffont, J.-J., J. Tirole. (1993), *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*”, MIT Press.

Longworth D., (2011), « A Survey of Macroprudential Policy Issues » Working paper.

Lordon, F. (2002), *La politique du capital*, Odile Jacob, Paris, 347 p

Macroeconomic Assessment Group (2010), «Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital et Liquidity Requirements – Final Report », Basel Committee on Banking Supervision, December.

Markowitz H.M., (1952), « Portfolio selection », *Journal of Finance*, vol. 7, 77-91.

Modigliani, F., M.H. Miller (1958) : « The cost of capital, corporation finance et the theory of investment », *American Economic Review*, 48, 261-297.

Ogus, A., (1995), *Rethinking self-regulation*, Oxford Journal of Legal Studies, vol. 15, 97-108

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

Philippon, T. et Reshef, A. (2012), « Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry : 1909-2006 », The Quarterly Journal of Economics, vol. 127 (4), p. 1551-1609.

Scialom L. et Tadjeddine, Y. (2014) « Banques hybrides et réglementation des banques de l'ombre », Note Terra Nova, 17 novembre.

Slovik, P. et B. Cournède (2011), "Macroeconomic Impact of Basel III", OECD Economics Department Working Papers, No. 844, OECD Publishing, February

Villeroy de Galhau, F. (2015), « Le financement de l'investissement des entreprises », Rapport pour le Premier ministre.

Zingales, L. (2015), « Does Finance Benefit Society ? », NBER Working Paper, n° 20894.

Annexes

Annexe 1 : Guide d'entretien - Normes Comptables Banque

1. Quels sont les référentiels comptables appliqués par le groupe ?
 - a. Niveau groupe : comptes consolidés
 - b. Niveau entité : comptes individuels
 - c. Niveau prudentiel ? Bâle II ? Bâle 2.5 ? Bâle III ?

2. Quels sont les normes comptables IFRS qui ont un impact positif ou négatif sur l'activité d'investissement / financement à LT ?
 - a. IAS 39
 - i. classement des actifs
 - ii. provisionnements *incurred loss & provisions* pour dépréciation durable
 - iii. comptabilisation et valorisation des dérivés
 - b. Remarque : dans le bilan BNPP : il y a beaucoup de JV P&L sur option, pourquoi ?
 - c. Y a-t-il une différence entre la classification IFRS et *french Gaap* ?
 - d. Avis sur IFRS 9 ?
 - i. Qu'est ce qui pose problème aux banques dans IFRS 9 ?
 1. Sur le classement des actifs financiers ?
 2. Sur les *impairments* ?
 - ii. Rem sur assurance : la disparition de la *tainting rule* devrait être favorable aux assureurs (plus de facilité à classer en CHA) ? OU retrait de possibilité de gestion tactique ?

3. Postes prêts
 - a. Comment sont évalués les prêts : coût historique ou JV ?
 - b. Quels sont les effets des normes IFRS sur la comptabilisation des crédits (CT, MT et LT) ?
 - c. Est-ce que la comptabilité IFRS est défavorable à l'activité de crédits à CT-MT-LT ?
 - d. Est-ce que la comptabilité IFRS pourrait pousser à sortir les prêts risqués du bilan (titrisation) ?
 - e. Est-ce que la comptabilité IFRS pourrait être défavorable à l'octroi de crédit en fonction des destinataires PME vs grande société ?

- i. Position sur le provisionnement des crédits : *incurred loss vs expected loss*
 - ii. Convergence avec Bâle III
 - f. Quelles sont les interactions avec Bâle III ?
- 4. Peut-on identifier des impacts des normes IFRS sur les différents métiers de la banque :
 - a. Banque de détail : crédit ?
 - b. Banque de financement
 - c. *Asset management* ?
- 5. Quels sont les impacts positifs ou négatifs des normes IFRS sur l'investissement / financement à LT ?
 - a. Volatilité ?
 - b. Pro-cyclicité
 - c. Court-termisme ?
 - d. Comparabilité ?
- 6. Quelle est la part approximative des éléments évalué à la juste valeur dans le bilan d'une banque ? A l'actif et au passif ?
- 7. Quelle est la proportion des 3 niveaux de juste valeur utilisés ? (valeur de marché, observables directement ou indirectement, de modèle)
 - a. Remarque : seulement 27% en valeur de marché
- 8. Comment s'articulent les données issues de la comptabilité avec les données prudentielles ?
- 9. Quels seront les impacts de Bâle 3 sur l'activité de financement à LT des banques ?
 - a. *Net stable funding ratio* ?
 - b. Effets du ratio de liquidité (LCR) sur la structure du portefeuille d'actifs financiers des banques ? (sur-représentation des obligations d'état)
- 10. Quels sont les interactions entre les normes IFRS et la réglementation :
 - a. Bâle II et Bâle III
 - b. Avis sur la réglementation micro prudentielle (Bâle II) versus macro prudentielle (Bâle III) ?
 - c. Sur Bâle III : quelles sont les incohérences entre la réglementation comptable et prudentielle ?
 - d. Les filtres prudentiels existent-ils encore ?
 - e. Périmètre prudentiel bancaire : y a-t-il des différences avec le périmètre de consolidation ?
- 11. Les règles imposées par Bale 3 sont-elles : meilleures pour la gestion d'un groupe bancaire ? Pertinentes en termes d'information pour les destinataires de l'information? Efficaces pour prévenir une crise ? court-termiste ? Pro-cyclique ?

12. Est-ce que vous connaissez une base d'informations où l'on pourrait trouver les informations types : nature et maturité des prêts pour un panel de banque ...

Annexe 2 : Liste des institutions contactées

Banque	Assurance	Caisse de retraite	Autres	Normalisateur-Régulateur
BNPP IS	SwissLife	Caisse de retraite des médecins français	AF2I	ACPR
Crédit agricole	BNPP Cardif (3)	CRPN	Fixage	ANC + (ACPR)
La banque postale AM	Générali	BNPP Retraites épargne entreprise	Ricol et Lasterie (3)	IASB
Crédit agricole	SMABTP	Réunica	2PM AM	Commission européenne (3)
BNPP AI	AG2R La Mondiale	ERAFFP	Deloitte	EFRAG
BSI bank	Crédit agricole Predica	Knight vinke (2)	Insti7 (2)	IFRIC
BNPP CBI	Axa private equity	Union Mutualiste Retraite	PWC	
BNPP DG (4)	AG2R La mondiale	Argic-Arco	Allen & Overy	
CDC (5)	CNP	Société générale	Premium consulting	
FBF	FFSA	Atos Origin	OCDE (chercheur)	
BPCE	Macif		Université Paris 10 (professeur)	
BPI France (2)	Crédit agricole Predica			
EBI	Axa			
CDC infra	Générali			
	SCOR			
	CNP			
	Groupama AM			

Annexe 3 : La composition des comités de l'EFRAG

Membres du conseil de l'EFRAG

Noms	Pays	Secteurs	Lien normalisateur
Roger Marshall (président)	UK	Cabinet conseil	<i>FRC Accounting Council</i>
Claes Norberg (vice president)	Suède	<i>Confederation of Swedish Enterprise</i>	
Andreas Barckow	Allemagne	Cabinet conseil	<i>German Accounting Standards Board</i>
Hans Buysse	Belgique	Finance	
Angelo Casò	Italie	Audit	IFAC
Patrick de Cambourg	France	Cabinet conseil	ANC
Stig Enevoldsen	Danemark	Cabinet conseil	1987-1996 IASC Board member
Gérard Gil	France	Banque	ANC
Benoit Jaspard	Belgique	Assurance	IASB Standard Advisory Council (2001 – 2005)
Alphonse Kugeler			
Jorge Gil Lozano	Espagne	Banque	
Patrice Marteau	France	Non financier	<i>IASB Advisory Council (2006 – 2012)</i>
Laurence Rivat	France	Cabinet conseil	IFRIC (2009-2014)
Peter Sampers	Pays bas	Professeur	<i>Dutch Accounting Standards Board</i>
Anders Ullberg	Suède	Industrie	<i>Swedish Financial Reporting Board</i>
Mark Vaessen	UK	Cabinet conseil	

Composition du TEG

	Pays	Secteur	Lien normalisateur
Mike Ashley	UK (<i>vice chairman</i>)	Banque	<i>UK Accounting Standards Board from 1 January 2004 to 2010</i>
Françoise Flores	France (<i>chairman</i>)	Cabinet conseil	
Anthony Appleton	UK		<i>Country liaison United Kingdom, FRC AC</i>
Phil Aspin	UK		
Christian Chiarasini	France	Cabinet conseil	IFRIC depuis 2002
Geert Ewalts	Pays bas	Assurance	Dutch Accounting Standards Board
Tommaso Fabi	Italie	Cabinet conseil	<i>Country liaison Italy, OIC</i>
Günther Gebhardt	Allemagne	Professeur	
Nicklas Grip	Suède	Finance	
Heinz Hense	Allemagne	Industrie	<i>Accounting Standards Interpretations Committee of the Accounting Standards Committee of Germany</i>
Sven Morich	Allemagne		<i>Country liaison Germany, ASCG</i>
Serge Pattyn	Belgique	Banque	
Andrew Spooner	UK	Cabinet conseils	
Andrea Toselli	Italie	Cabinet conseils	
Ambrogio Virgilio	Italie	Cabinet conseils	

Annexe 3 : Liste des *verbatim* des entretiens semi-directifs

- 1) « Pour un assureur, cela peut sembler étrange, mais il y a très peu d'obligations dans la catégorie HTM. C'est parce que les contraintes étaient telles sur cette catégorie » (Assurance, Responsable comptable)
- 2) « Le HTM est rarement utilisé, car il était très pénalisant ». (Superviseur français, chargé de mission)
- 3) « Il y a une règle dans la norme IAS 39 qui est assez brutale, qui dit : « OK, vous avez mis ça en HTM, c'est très bien, mais vous n'avez plus le droit d'y toucher. Vous ne pouvez pas faire d'arbitrage, et si vous faites la moindre violation de ce principe sacro-saint, à ce stade, vous êtes disqualifié. Et vous êtes obligé de rétrograder votre portefeuille de HTM à la juste valeur. Donc, ils ne l'utilisent pas, car le moindre écart les amène à devoir faire un reclassement dans des conditions instables » (Normalisateur international, membre du Board).
- 4) « Le passage des prêt en mark to market par résultat, peut clairement avoir un impact très important. D'abord, en dehors de l'impact, les banques se disent « mais comment je valorise tous les prêts immobiliers ? Et bien on n'en sait rien ! L'IASB nous demande de le faire mais premièrement, c'est très complexe. Il y a une incertitude totale sur quelle est la valeur, parce qu'en pratique je ne les cède pas. On peut se les revendre entre banques mais il n'y a pas de cotation ou autres et c'est de la syndication au départ. Et deuxièmement, quel est le sens pour moi de reconnaître des gains ou pertes latents sur des prêts que je vais avoir jusqu'au bout sauf si s'ils sont remboursés par anticipation ? C'est là où on voit l'inadéquation totale entre la norme et l'activité bancaire. Parce qu'en fait ils ne tiennent pas du tout compte du business-model réel. Ils regardent juste les caractéristiques des flux en disant : de toute façon, si vous laissez quelque chose au coût pour que l'analyste comprenne les choses, il faut que ce soit quelque chose de simple parce qu'à partir du moment où c'est compliqué le coût ne peut pas refléter parfaitement la complexité. » (Régulateur national, chargé de mission)
- 5) « Déjà parce que généralement vous publiez vos résultats plutôt que vos capitaux propres » (Assurance, Adjoint du responsable de la comptabilité).
- 6) « Vous ne pouvez pas avoir des actifs évalués d'une certaine façon et des passifs évalués de manière tout à fait différente. Après, vous êtes obligé d'avoir une certaine cohérence entre la méthode d'évaluation de vos actifs et passifs. Donc, nous ne résoudrons pas le problème uniquement avec IFRS 4 » (Assurance, association professionnelle)
- 7) « Le deuxième écart, c'est un grand écart, parce qu'on fait du shadow accounting. C'est le fait que l'actif, dans les normes IFRS, est essentiellement en valeurs de marché alors qu'au passif, on est en valeur historique. Donc entre les deux, on fait une participation-bénéfice différée qui peut être, soit à l'actif, soit au passif, soit en moins-value ou en plus-value Avec tout ça, le bilan, il n'est pas homogène. » (Assurance, Responsable des risques)
- 8) « Les différences de méthodes d'évaluation entre actif et passif nous ont conduit à demandé ce mécanisme de participation aux bénéfices différée pour être capables d'équilibrer les deux. (...) C'est un gros concept qui, potentiellement, peut disparaître dans les nouvelles normes et qui correspond aussi, pour le rattacher à votre investisseur à long terme, à cette philosophie-là. » (Assurance, Responsable des normes comptables)

- 9) « Vous êtes amené à mettre moins de non-obligataire, et à ne pas adosser les actifs, comme vous pourriez le faire au plan économique et stratégique parce que vous ne pouvez simplement pas vous permettre de constater des pertes sur ces actifs ». (Assurance, Directeur de l'investissement).
- 10) « Des mesures de la performance entièrement en juste valeur (...) et de solvabilité volatiles conduisent, conduiraient, et conduiront les assureurs à réduire le montant de l'obligataire entreprise afin de ne pas s'exposer à des fluctuations dans le partage et la répartition des actions, pour ne pas être soumis aux fluctuations des marchés boursiers » (Assurance, association professionnelle).
- 11) « Oui, et en même temps, nous devons être positionnés sur les actifs où nous contrôlons la volatilité, nous devons nous repositionner sur les actifs dont la valeur marchande peut au final être mieux contrôlée » (Assurance, adjoint chef de la comptabilité).
- 12) « Cela signifie que vous allez raccourcir considérablement votre horizon de temps » (Assurance, Directeur de l'investissement).
- 13) « La notion de cycle, c'est que, quand nous prenons un contrat de retraite, nous savons que nous partons sur 25, 30 ou 40 ans avec une personne assurée : la question qui se pose est : devons-nous comptabiliser le résultat de ce contrat de retraite de la même manière que quand un fabricant produit un téléphone où le cycle de production dure une semaine à 10 jours, dans le but de le vendre ? » (Assurance, Directeur général)
- 14) « Ensuite, le problème est que cela n'a pas beaucoup de sens d'utiliser le coût pour mesurer les fonds propres. Donc, finalement, la seule façon de mesurer les fonds propres dans la comptabilité, c'est la juste valeur, c'est la valeur de marché ». (Superviseur européen, directeur de groupe de travail).
- 15) « Au sens de l'IASB, ce qui est une intention devient une forme de propriété avec la contrainte de ne pas arbitrer. Dans ces conditions non, je ne suis pas un investisseur à long terme: quand je vois le bateau couler, je ne coule pas avec. Je ne peux pas être en pilote automatique tel que l'IASB le suppose ». (Assurance, Chef de la gestion des risques)
- 16) « Quand il est nécessaire de renforcer immédiatement les positions pour éviter des pertes de valeur, c'est une incitation pour l'assureur à vendre assez rapidement ses actions. Ainsi, même si il pourrait les garder s'il ne devait les valoriser à la valeur de marché » (Banque-Assurance, Directeur des risques)
- 17) « En effet, il serait préférable de faire une gestion active, en fait. Ce que l'on fait à l'heure actuelle n'est pas pertinent. » (Consultant)
- 18) « Elles peuvent avoir un biais court-termiste, mais en même temps, elles s'adressent donc à des actionnaires minoritaires qui doivent avoir, qui ont en tête quand même une gestion de leurs portefeuilles assez court-termiste. » (Consultant)
- 19) « Et donc, si vous voulez, un mécanisme dans lequel vous avez vos investissements « mark to market », votre rémunération, le jugement, et tout le bazar, sont sur le « mark to market », ne peut conduire qu'à une attitude de court terme, c'est évident ! » (Banque, Responsable de la comptabilité association professionnelle)
- 20) « La question est maintenant que la sécurité financière devrait être assurée et qu'il faut adopter des mécanismes qui évitent les amplifications du système. Mais lorsque vous soutenez des engagements en juste valeur, alors ils doivent vivre dans le temps : là, vous y ajoutez la pro-cyclicité » (Assurance, directeur général)
- 21) « Et donc dans IAS 40, il y avait une option et nous, on a pris l'option sécuritaire qui était de rester sur le coût historique et d'amortir sur la base du coût historique et donc, depuis, toutes nos immobilisations rentrent sur cette base-là. L'immobilier

- d'exploitation, nos propres immeubles, c'est la même chose. Le placement comme l'exploitation sont au même régime. » (Directeur des investissements, Assurance)*
- 22) *« La position de l'IASB sur la catégorie OCI et son utilisation n'est pas encore complètement satisfaisante. » (Assurance, Directeur des investissements)*
- 23) *« Chez les assureurs la poche HTM a été faible par rapport à ce qu'il y aurait pu avoir. Et cela volontairement, afin de ne pas prendre le risque d'un déclassement. Mais avec IFRS 9 il serait envisageable d'augmenter la part d'obligations évaluée au coût. Mais cette décision se prendra au regard de l'évaluation des passifs. » (Assurance, Responsable des normes comptables)*
- 24) *« Pour autant, il existe des actifs qui - je dirais de manière un peu systématique - sont classés dans la catégorie « variation de marché dans le résultat », qui sont notamment, par exemple, des instruments dérivés. De notre point de vue, c'est problématique lorsqu'on utilise effectivement les stratégies d'instruments dérivés pour faire ce que nous appelons des macro-couvertures de classes d'actifs parce que on n'est pas du tout symétriques entre la comptabilisation de l'actif sous-jacent et celle de l'instrument de couverture. » (Assurance, Directeur des investissements)*
- 25) *« IAS 39, tel qu'approuvé dans l'Union Européenne, finalement, on s'y était fait, il y avait quelques impacts positifs » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 26) *« Ce qu'on appelle le Carve Out, c'est la différence entre la norme telle qu'adoptée par la commission et la norme telle que publiée par l'IASB, ce Carve Out offre (du point de vue du superviseur, les banquiers ne vous tiendront pas du tout le même discours) mais offre des flexibilités plus que nécessaires, pour qu'elles puissent bien traiter comptablement comme opérations de couverture leur opération de couverture économique » (Régulateur national, Chargé de mission)*
- 27) *« Enfin, quand je dis que le même principe s'applique à l'actif et au passif, ce n'est pas tout à fait vrai puisque sur les dérivés incorporés, la symétrie entre les actifs et les passifs ne s'appliquent pas, ce qui est aussi une de nos critiques. C'est-à-dire que dans le cas des actifs, si vous avez un dérivé incorporé, vous devez mettre l'actif en « fair value ». Alors que dans le cas des passifs, si vous avez un dérivé incorporé, vous pouvez l'extraire et ne mettre en « fair value » que le dérivé incorporé qui a été extrait, et non pas la composante » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 28) *« Même si ne n'était pas l'intention du Board – ce qu'ils nous disent aujourd'hui – dans la pratique, on devrait en fait mettre un grand nombre de nos produits en « fair value ». Ce qui évidemment est totalement stupide donc ils sont en train de réfléchir et de nous proposer des solutions alternatives pour éviter cette interprétation » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 29) *« Le problème c'est qu'effectivement on sent bien que si on est trop strict il y a toute une série d'instruments financiers qui devraient logiquement être considérés comme des instruments simples et basiques, qui vont basculer simplement parce qu'il y a une forme d'indexation qui est un peu plus sophistiquée que ce qui est plain vanilla. Le problème c'est qu'une fois qu'on a ouvert cette porte, jusqu'où va-t-on ? » (Normalisateur national, Chargé de Mission)*
- 30) *« Et même il y a des cas où vous faites un prêt à taux variable, par exemple, indexé sur l'Euribor trois mois comme sur certains crédits immobiliers, la révision du taux ne se fait qu'au bout d'un an - c'est des crédits que typiquement on offre à la clientèle - eh bien ceux-là, dans un premier temps, on considérerait qu'ils ne respectaient pas la qualité de vanille, c'est-à-dire simplement de l'intérêt et du principal avec l'intérêt qui est la valeur temps de l'argent plus le risque de crédit. Aller passer ce genre de prêts immobiliers à la clientèle en fair value, avec les difficultés de l'estimation des fair*

- value, sur les trucs pas liquides comme ça, c'est un peu dangereux. » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 31) *« Plus précisément si on prend les actifs de crédit, on a cette notion de déroulement du temps, c'est une activité financière de bilan, on adosse un actif et un passif et la marge va se faire dans le temps. Et donc, c'est pour ça que la juste valeur est peu pertinente pour ces activités-là. » (Auditeur)*
- 32) *« Mais la phase 2 de cette norme est sur tout ce qui est dépréciation, et aujourd'hui... ce qui est certainement une bonne chose, on va demander aux banques de ne pas regarder que les pertes avérées, puisque beaucoup de personnes considèrent que le système IAS39 est discrédité, mais prendre en compte les pertes attendues » (Banque, Responsable normes comptables)*
- 33) *« Parce qu'en réalité, la norme 39 est apparue à l'usage, comme, en pratique, déclenchant du provisionnement trop tardif. Quand on a vu la crise financière de 2007, qui est devenue une crise de crédit, on s'est rendu compte que, avec 39, les banques avaient provisionné trop tard. Et il fallait changer la philosophie et dire « il faut être beaucoup prospectifs, vous ne pouvez pas attendre... Et c'est trop tard : quand vous voyez que ça se produit, c'est que c'est trop tard, déjà ». (Normalisateur international, membre du Board)*
- 34) *« Donc, l'IASB a fait des propositions, on est en train de discuter de ça, mais ce qu'on leur dit c'est, fondamentalement, de laisser place au jugement et surtout à l'utilisation des pratiques de risk-management actuel. On a tout un tas de critères et un dispositif qui nous permettent de faire ça - et qu'il reste simplement sur les principes et ne pas imposer une méthodologie et une règle qui ne va pas s'appliquer ou qui va être très coûteuse à mettre en œuvre, et in fine, d'ailleurs, qui ne va pas refléter réellement ce qu'on fait et donc avec des difficultés à expliquer des évolutions de provisions qu'on ne maîtrise pas. » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 35) *« Ça va avoir un impact majeur, massif ! Ça va avoir un impact massif sur les provisions, ça va peut-être doubler les provisions des banques, cette évolution comptable. Ou du moins peut-être 50% d'impact, je ne sais pas si c'est doublé, mais peut-être 50% d'augmentation des provisions, par rapport aux provisions comptables actuelles. » (Normalisateur international, membre du Board)*
- 36) *« C'est vrai que le problème d'avoir des provisions trop conservatrices, c'est à la fois sur le prix des financements eux-mêmes, mais aussi sur la durée, c'est-à-dire qu'on va avoir tendance potentiellement à privilégier des financements courts aussi, puisque plus les prêts seront longs, et plus l'expected loss à maturité risque d'être important et du coup dès qu'on va avoir un passage en bucket 2, on va se prendre un expected loss à maturité beaucoup plus importante sur des financements longs. » (Banque, Responsable des normes comptables)*
- 37) *« Le ratio de liquidité à court terme est un bon ratio. » (Banque, CFO assistant)*
- 38) *« Avec les ratios de liquidité qui seront mis en place, vous devez avoir, dans des proportions plus larges, le financement nécessaire pour faire des crédits à terme. Et donc si vous n'avez pas ces ressources pour faire ces crédits à terme, vous devrez les réduire. Et si vous voulez les maintenir, vous devrez changer la structure de vos ressources, c'est-à-dire faire appel à des ressources plus longues, qui seront plus cher parce qu'à ce moment-là c'est le marché qui fait la transformation, ce n'est plus vous. Et si vous achetez ces ressources plus cher, vous allez forcément impacter les crédits que vous consentez. » (Banque, Responsable comptable)*
- 39) *« Sur le ratio de liquidité vous avez le problème de la transformation inverse. C'est-à-dire qu'on vous demande d'avoir des dettes plus longues que ce que vous prêtez à vos clients. Au final, s'il est mal calibré, puisque comme c'est sur du long terme, on va*

regarder la maturité de la dette, la dette de toutes les ressources que peuvent avoir les banques en termes de liquidité par rapport aux placements, ou à ce qui est prêté aux clients. Donc là, on vous demande d'avoir des ressources plus longues que ce que vous prêtez à votre client. Clairement, si c'est le cas, ça veut dire qu'il va falloir facturer le client. (...) Quand on lui prête à deux ans, il faudra lui refacturer à cinq ans. Ce n'est pas forcément une bonne chose pour l'économie. Il faut arriver à calibrer quelque chose qui permet quand même... le métier de la banque, c'est plutôt de faire de la transformation dans l'autre sens, parce qu'il y a beaucoup de dépôts qui sont à maturité. Statistiquement, on sait que ça va rester quand même à un certain temps, mais une fois à maturité, donc c'est d'arriver, justement, à utiliser ces dépôts, utiliser une partie pour financer l'économie, forcément à un horizon un petit peu plus long. Le métier de la banque, normalement, historiquement, ça consistait à faire cette transformation. Ces ratios imposent de faire le contraire. » (Banque, CFO assistant)

- 40) *« Le ratio de liquidité à long terme n'est pas du tout économique, car pour nous matcher la duration passifs avec la duration actifs, ça nous empêche de faire la transformation. Donc, « ça pèse » très vite sur la rentabilité, ça diminue l'intérêt pour nous de certaines opérations, donc, ça accentue le fait qu'on va prêter probablement un peu moins ou alors qu'on va devoir trouver ces investisseurs qui sont prêts à se mettre en face pendant les n années pendant lesquelles le deal va se poursuivre. » (Banque d'investissement, COO)*
- 41) *« Le ratio de liquidité à long terme renchérit le coût des passifs bancaires – parce qu'elles sont obligées d'emprunter beaucoup plus long – et donc elles ont moins envie de faire leur métier, elles ont moins envie de financer l'économie à long terme » (Consultant)*
- 42) *« Alors, on cherche justement à attirer de plus en plus de dépôts, chose qu'on ne faisait pas avant, puisqu'effectivement le dépôt donc corporate, puisque nous, c'est notre clientèle naturelle, parce que les sociétés sont aussi riches en cash. (...) Et donc voilà, on met en place des dépôts le plus à terme possible. Alors, c'est très variable ça peut être du 3-6, 1 an, 2 ans, enfin ça dépend. Après c'est une question de rémunération, on essaye de tirer au maximum la durée pour pouvoir ensuite prêter en fonction de ça. Et donc on est d'ailleurs, en ce moment, en train d'imaginer, en interne, la manière de gérer le portefeuille d'actifs, adosser à ce portefeuille des dépôts nouveaux, en disant : dès que j'ai ramassé un dépôt à 2 ans et qu'on pense qu'il est stable - parce qu'il faut mobiliser aussi la stabilité de ces dépôts -, je vais pouvoir, derrière, financer ; donc je vais essayer de déterminer à quel taux je peux refinancer pour : je prends le coût de financement, ma petite marge, puis c'est là que je refacture aux clients qui ont besoin de financer son projet. C'est ça notre modèle. Alors qu'avant, franchement, enfin avant tous les matins du coin, on empruntait ce qu'on voulait quoi. » (Banque, d'investissement, CFO)*
- 43) *« Je pense que la question cruciale, c'est « où je mets le curseur ? » Si je mets le curseur « je favorise à fond le financement de l'économie », vous allez me dire « OK, c'est très bien ». Le problème, c'est que si toutes les banques prennent à fond des risques, s'il y en a trois qui se cassent la figure – je caricature volontairement – dans cinq ans, on aura un gros financement de l'économie. À l'inverse, si on met le curseur trop sur le « je charge en fonds propres », j'aurai des banques en bonne santé, mais j'aurai un problème de financement de l'économie. Je pense que tout le sujet, c'est de trouver où je mets le curseur entre les deux. Et donc il ne me paraît pas illogique, pour trouver une bonne place pour ce curseur, il me paraît même logique de bien quantifier les risques. Et donc dans ce cadre-là, il ne me paraît pas illogique que les financements à long terme, porteurs de plus de risques, qu'il y ait une prime en termes*

- d'exigences de fonds propres ou qu'il y ait un coût qui soit supérieur. » (Régulateur, chargé de mission)*
- 44) *« Il s'est produit le phénomène de deleveraging. Pour expliquer le ratio de solvabilité, il y a deux choses possibles, soit d'apporter son capital, soit de dire c'est l'actif à risques. Comme augmenter son capital aujourd'hui - dans les circonstances de marché et compte tenu de ce qui se profile en termes de rentabilité bancaire pour l'avenir, c'est-à-dire des taux de rentabilité qui n'ont plus rien à avoir avec ce que ça a été en période pré-crise - c'est très compliqué ; ce n'est pas impossible, mais c'est compliqué. Donc, les banques ont dû réduire leurs actifs. Comment est-ce qu'elles ont réduit leurs actifs ? En vendant des actifs ou en arrêtant certaines activités et il y a eu des sommes considérables qui ont été réduites, de ce point de vue-là. » (Consultant)*
- 45) *« Donc plus vous exigez de fonds propres plus le coût des ressources est important pour les banques parce qu'effectivement les fonds propres c'est une ressource plus coûteuse que les dépôts des déposants puisqu'un actionnaire va exiger 15 % de rentabilité ou de retour sur investissement. Donc plus on exige de fonds propres plus le coût va devenir important donc forcément pour maintenir leurs marges les banques sont obligées de prêter à des taux plus importants et au final si les taux sont trop importants ça va... » (CE, chargé de mission)*
- 46) *« La solvabilité est quand même violemment impactée par Bâle III et là, ça pose une autre question : quelle est la rentabilité des banques d'investissement. Parce qu'il nous faut beaucoup plus de capital pour opérer, par conséquent, si on veut maintenir des return on equity qui soient respectables, qui attirent les investisseurs, etc., il faut qu'on dégage plus de résultat. Et là, on retombe dans une problématique compliquée. » (Banque d'investissement, COO)*
- 47) *« Les ratios réglementaires précédents n'étaient pas mordants, en ce sens qu'il ne créait pas une contrainte supplémentaire plus drastique que la contrainte précédente. Autrement dit, on ne se fondait que sur le ratio de solvabilité pour déterminer les conditions d'octroi de prêt. On ne tenait pas de compte de la liquidité parce qu'on arrivait, naturellement en quelque sorte, à la contrainte de liquidité. Autrement dit, la contrainte la plus contraignante, c'était le ratio de solvabilité et non pas la liquidité. Aujourd'hui, la liquidité devient contraignante et le « leverage », demain, pourrait être encore plus contraignant ou avoir des conséquences... » (Banque, CFO)*
- 48) *« Autrement dit, le « leverage » étant sur un total de bilan, vous ne savez pas, dans votre bilan, quelle est la nature des risques. Et en faisant le total, vous allez prendre, pour la même valeur de risques, un crédit simple à un client particulier et puis un crédit structuré sur un fonds, ce qui est stupide. Parce que j'ai plus de risques dans un crédit structuré sur un fonds, que dans un crédit à l'habitat à un particulier et donc, on revient au ratio de solvabilité. » (Banque, Directeur comptable)*
- 49) *« Le ratio de levier c'est un ratio qui est assez frustré, et qui ne prend pas en compte les risques, donc finalement, qui va pénaliser les modèles économiques les moins risqués, puisque, que vous ayez des actifs qui soient liés à la centralisation du Livret A ou que vous ayez des actifs qui vous donnent du 10 %, mais qui sont très risqués, finalement, vous ne devrez mettre en face de ces actifs, que 3 % de tier one... ça va pénaliser le financement de certaines activités, peu risquées, mais des activités pour des contreparties qui n'ont pas forcément accès au financement... » (Banque Responsables normes comptables et prudentielles)*
- 50) *« Aujourd'hui, je ne veux pas tirer de conclusions définitives sur des sujets qui sont mouvants, parce que, par ailleurs, on essaie de démontrer que le « leverage ratio » c'est stupide, parce qu'il consiste en fait à revenir 25 ans en arrière. Puisque c'est un ratio global, sur un total de bilan et qu'il ne tient pas compte des risques. (...) Alors*

que tout l'objectif depuis 25 ans, enfin depuis le premier ratio Cooke (1.37.12) en 1988, c'est justement d'affiner l'analyse des risques en termes de solvabilité. Et aujourd'hui, on dit : « la solvabilité c'est une chose, mais c'est trop compliqué parce que maintenant les modèles entrent en compte, ce n'est pas comparable d'un établissement à l'autre, etc. ». Donc on veut mettre en place un ratio simple, plus facile à gérer pour le régulateur, qui fait fi, d'une certaine façon... » (Banque, Responsable comptable)

- 51) « Et si après ça, globalement, vous avez un ratio de « leverage », qui devient plus contraignant que les ratios utilisés précédemment, c'est le « leverage » qui va devenir mordant, et donc c'est lui qui va induire des contraintes supplémentaires en matière de coût des opérations. » (Banque, Responsable comptable)
- 52) « Bâle III notamment et aussi les contraintes de liquidité, les contraintes de Leverage ratio, font que les banques ne vont plus pouvoir financer l'économie comme ça se faisait auparavant donc on va tendre vers un modèle à l'américaine. » (Consultant)
- 53) « Donc là aussi, le ratio de levier, et là je parle à titre personnel, mais je pense que c'est un peu la vision des banques, on n'est pas opposé au ratio de levier en tant qu'indicateur de suivi explicatif, parce qu'il faut bien reconnaître que pour beaucoup d'activités de marchés, on aurait peut-être bien fait effectivement de s'intéresser au niveau de levier sur un certain nombre de sujets, mais un ratio de levier sur le financement de l'économie réelle de notre territoire, ça ne peut être qu'un frein, s'il est calibré trop haut, au financement de l'économie. » (Banque, Responsable normes comptables et prudentielles)
- 54) « Par contre, il y a certaines règles qui pourraient être avoir comme effet que les actifs pondérés augmentent de par la titrisation, là ce serait une pénalité qui ne nous paraît pas être une bonne chose, parce que, justement, la titrisation permet une plus grande liquidité, puisqu'on a plusieurs contreparties qui peuvent acheter ce genre de produit. A terme cela sera nocif pour le financement de l'économie. » (Banque, responsables des normes prudentielles)
- 55) « Il y a des grandes différences entre l'Europe et les Etats-Unis. En Europe, la majorité des crédits se situe toujours sur le bilan des banques, aux États-Unis c'est l'inverse, et nous pensons qu'il faut quelque chose entre les deux si nous voulons maintenir notre rôle de financement de l'économie. On ne peut pas à la fois imposer aux banques d'avoir plus de capital par rapport aux actifs qui sont sur leur bilan, et en plus défavoriser la liquidité, restreindre la possibilité de réallouer ce qui est sur le bilan des banques vers d'autres partenaires qui, en fait, ont une demande dans ce genre d'investissements. » (Banque, responsables des normes prudentielles)
- 56) « Oui, bien sûr, la titrisation peut être un mode de financement à long terme. La titrisation peut presque être mise dans l'Originate to Distribute, presque. La titrisation, ça consiste à prendre des crédits du monde du crédit, du monde du prêt, et à les mettre en paquet, à les trancher d'une certaine façon, à faire des tranches de ces crédits d'une certaine façon, et à les revendre, les tranches, séparément sous forme de titres ; c'est-à-dire à habiller juridiquement ces tranches. À mettre ces tranches dans des véhicules juridiques, et ces véhicules juridiques se financent en émettant des obligations. Et on vend ces obligations à des investisseurs. Donc on fait le pont entre un monde et l'autre, donc on part du monde des crédits et on aboutit dans le monde des marchés. C'est quelque chose qui peut aider puissamment à réduire, c'est pour ça qu'aux États-Unis c'est extrêmement développés, et ça contribue ; et même, c'est institutionnel puisqu'il y a des énormes agences gouvernementales qui organisent ça pour les crédits immobiliers, qui le font passer par elles ». (Banque, Directeur général délégué)

- 57) « Je mets de côté l'aspect actions, parce que je sais qu'il y a eu des critiques sur Bâle 3 qui a très fortement chargé en fonds propres les investissements d'actions. C'est aussi pour ça que les banques se délestent un peu de leur portefeuille d'actions autres qu'en trading. » (Régulateur, chargé de mission)
- 58) « Alors, est-ce que les banques sont des investisseurs aujourd'hui ? Non, parce que vous avez toutes les incitations, qu'elles soient prudentielles ou comptables, pour ne pas faire ce genre de choses, puisqu'au plan prudentiel, vous êtes pénalisé de détenir des actions... Ça vous coûte une fortune, en matière de ratio de solvabilité, en matière de ratio de liquidités, et en matière de ressources permanentes... Enfin vraiment, en matière prudentielle, on fait tout pour que vous n'en ayez pas, et ça marche... on n'en a quasiment pas. » (Banque, association professionnelle)
- 59) « Si vous voulez, une réglementation où on dirait « oui, c'est des actions et les actions effectivement sur le très long terme, à 50 ans, ça a des effets bénéfiques sur l'économie et donc à ce titre-là il faudrait appliquer une pondération plus faible, non. Ça, c'est pas du tout la manière de penser qu'auront les superviseurs. » (Régulateur, chargé de mission)
- 60) « Ce qui préoccupe le superviseur c'est la qualité de la contrepartie. Si c'est un Etat noté triple A on peut considérer que c'est de l'investissement de long terme parce que c'est la dette sur 30 ans. Mais si la dette est émise par un Etat qui est noté triple A, dans ces cas-là on va appliquer une pondération de 0 %, c'est-à-dire qu'on va calculer une exigence en fonds propres sur un montant de 0, ce qui veut dire 8 % de fonds propres c'est le montant des exigences en fonds propres, appliqué sur 0 ça donne 0, c'est-à-dire que pour 1 000 € d'actif que possède une banque dans une obligation d'Etat notée triple A on va exiger 0 de fonds propres. Au fond, ça compte. Je veux dire qu'ensuite l'Etat va pouvoir, en émettant ces obligations, investir sur du long terme. » (CE, chargé de mission)
- 61) « Je pense qu'avec Bâle 3, la comptabilité revient de manière assez forte, puisque Bâle 3 a déjà supprimé un certain nombre de filtres prudentiels qui retraitsaient les états comptables. » (Responsable normes comptables et prudentielles, Banque)
- 62) « La théorie développée, notamment avant la crise – était que les normes comptables évoluaient et qu'au fur et à mesure de leur évolutions, le comité de Bâle allait faire disparaître les filtres. » (Directeur comptable, Banque)
- 63) « Sur le cas du filtre prudentiel, je pense que avec les dernières avancées de Bâle 3, il garde le filtre. Il y aura peut-être un débat avec les comptables mais pour l'instant c'est la victoire de la (...) stabilité financière. » (Directeur des risques, Banque)
- 64) « Au niveau du prudentiel, la logique était de supprimer les filtres, donc en principe on serait plutôt rapproché de la comptabilité. Sauf que tout ça est mouvant, et que les évolutions comptables ne sont pas forcément les choses les plus souhaitables en prudentiel... » (Chargé de mission, ANC)
- 65) « La position de l'ACPR, a toujours été de défendre l'adossement du prudentiel à la comptabilité ; ça c'est une position historique forte. Et le corollaire est que ça implique de prendre en compte en comptabilité le business-model. Sujet cher à l'ANC. » (Chargé de mission, ACPR)
- 66) « La suppression des filtre c'est un petit peu irréaliste. Je pense qu'ils auront toujours besoin d'avoir des filtres. Le problème c'est d'en avoir peu. Mais éliminer tous les filtres, non. » (Membre du Board de l'IASB)
- 67) « Nous, par exemple, on a limité les investissements dans la dette souveraine, parce que ça... le jour où ça fluctue, j'ai besoin de capital, mais ça ne peut pas être le truc. Moi, je crois dans la France, dans l'Italie et la Belgique, j'aime investir, mais il y a des limites ! Si je dois commencer à mettre énormément de capital, parce que les

comptables laissent flotter, et les prudentiels disent : « non, non, c'est bon comme ça, on prend la valeur comptable »... c'est ce qui est le problème !... » (Directeur financier, Banque)

- 68) « *La norme prudentielle est une norme qui est là pour influencer le comportement, alors que la norme comptable n'est pas là pour influencer le comportement, elle doit être neutre au regard du comportement. Alors que la norme prudentielle, elle est là pour forcer les banques à agir d'une certaine façon. Les encourager ou les forcer, les contraindre : à limiter la prise de risques, à être plus prudentes, etc. Et donc, elle a forcément, par rapport à l'information objective, un biais. Un biais de prudence, un biais de contrainte. Et donc, c'est forcément incompatible de répondre aux deux objectifs en même temps.* » (Membre du Board de l'IASB)
- 69) « *Maintenant, on est totalement opposés, résolument opposés à dire : tiens, les régulateurs ils veulent 3 ans de provisions devant, ou ils veulent aller à contre-cycle, ou ils veulent qu'on en mette de côté dans les périodes de vaches grasses, pour ne pas crever de faim dans les périodes maigres, ça on dit non. Parce que ça ce n'est plus faire de la comptabilité, c'est effectivement un rôle de régulateur.* » (Membre de l'EFRAG)
- 70) « *On n'a pas de siège d'observateur. Mais on a des relations de travail avec le comité comptable et le comité de Bâle. Des rencontres bilatérales fréquentes. Et par ailleurs, eux sont observateurs de nos travaux, dans bien des cas, ils sont invités à toutes les réunions techniques, sur nos projets. Ils répondent aux consultations.* » (Membre du Board de l'IASB)
- 71) « *Après il y a des gens comme ceux qui travaillent à la Commission qui, en principe, peuvent faire le lien. Mais la difficulté, c'est effectivement que l'IASB considère que les objectifs de la comptabilité sont complètement différents de ceux du prudentiel, et que l'objectif de la comptabilité, c'est de traduire les comptes d'une réalité économique, et de donner de la transparence sur cette situation économique, tandis que le prudentiel c'est vraiment de mettre de côté, en quelque sorte, de l'argent, des fonds propres, pour encaisser des chocs futurs. L'objectif n'est pas de traduire une situation économique, mais c'est d'être prudent et d'avoir des fonds propres et des matelas de sécurité pour encaisser des chocs futurs.* » (Chargé de mission CE)
- 72) « *C'est-à-dire que la réglementation dit « à tout moment ». Bien sûr, il y a des arrêtés comptables et les calculs se font sur la base d'arrêtés comptables, mais le régulateur dit « à tout moment ». Vous n'êtes pas solvables juste pour l'arrêté. Vous êtes solvables, sur le principe. Je veux dire qu'à tout moment, vous avez cette capacité d'absorption d'un choc sur 1/200 en mark to market. Donc là, ça veut dire quoi ? Ça veut dire qu'on est Full mark to market. Mais, full, c'est-à-dire qu'on prend des actifs qui n'ont pas vocation à être liquidés, par exemple des loans, des prêts, on nous dit « vous appliquez du mark to market là-dessus typiquement. Vous allez financer l'économie long terme, mais à tout moment, il faut que vous puissiez liquider votre bilan ». Et donc ça, c'est quand même assez contradictoire.» (Assurance, COO)*
- 73) « *Donc Solvabilité II aujourd'hui, l'actif, il intervient dans le bilan prudentiel donc il va jouer la contrepartie de la réévaluation, il sera dans les capitaux propres qui seront mis en face des SCR, voilà ! Donc le niveau de capitaux propres qu'on va mettre en face du SCR dépendent de la situation de marché à l'instant T, ce qui n'était pas le cas en Solva I.* » (Assurance, Direction comptable)
- 74) « *Mais oui, je pense que l'un des problèmes, au-delà... puisque les sociétés font tout pour bien calibrer leur ratio de solvabilité. En fait, le ratio de solvabilité est extrêmement volatile.* » (Consultant)

- 75) « Et l'autre problème, c'est plus avec des paramètres de calcul. Mais c'est quand même sur la stabilité des SCR, puisqu'il y a des institutions qui ont des passifs qui sont longs, donc ils ont parfois beaucoup d'actions. » (Consultant)
- 76) « Je vous donne un exemple lors d'une conférence de la FFSA Gabriel Bernardino qui est le Président de l'EIOPA, répondait à une question sur la volatilité des ratios sous Solvabilité II : sa réponse, ça a été : « ce sont les marchés qui sont volatiles, donc c'est normal qu'on retrouve cette volatilité dans les ratios. » Personnellement, je suis en désaccord profond avec ce point de vue. Que les marchés soient volatiles, c'est une réalité. Donc si ces marchés sont volatiles, à ce moment-là, on peut potentiellement demander un besoin en capital plus important pour faire face à cette volatilité en disant que ça sert d'amortisseur. En revanche, le besoin en capital lui-même ne peut pas être volatile. C'est-à-dire que si j'ai une volatilité, peut-être que je vais vous demander d'avoir 120 de capital au lieu de 100, mais en revanche, je vous demande durablement d'avoir 120, parce que sinon, l'entreprise qui doit piloter son financement, si un coup, on lui demande 120, un coup on lui demande 80, un coup on lui demande 150, d'un mois sur l'autre, je ne peux pas piloter mon financement. » (Assurance, Directeur des risques)
- 77) « Pas nécessairement ! Dès lors que, par exemple sous l'effet de la valorisation des passifs, des produits qui sont effectivement matchés, à supposer que ces investissements soient faits pour financer, enfin, des produits d'assurance qui sont correctement matchés entre actif et passif, le fait qu'il y ait de la fair value à l'actif n'aura aucun impact sur les fonds propres de l'assureur et sur sa situation. C'est tout le but du paquet OMNIBUS 2. Donc il ne devrait pas y avoir de désincitation de ce côté-là. » (CE, Chargé de mission)
- 78) « En clair, les normes prétendument prudentielles vous disent que si le marché est au plus haut, tout va très bien et que vous pouvez prendre encore plus de risques ; mais si ça baisse, ça va vous dire qu'il faut absolument que vous cassiez des positions à long terme et que vous preniez les pertes parce que ça pourrait être pire et qu'à ce moment-là, vous allez enfoncer votre ratio. Donc les normes comptables et prudentielles sont à l'origine de la plupart des crises financières. » (Consultant)
- 79) « La procyclicité, c'est clairement qu'on voit que dans les moments où ça va mal, ce qui a paru -c'est ça qui a été problématique en 2011-, c'est qu'on a des conditions de marché dégradées, ces conditions de marché dégradées... comme le ratio de Solva2 est volatil, si Solva2 avait été en vigueur, qu'est-ce qui se serait passé ? Je suis fin 2011, j'ai des conditions de marché dégradées ; comme j'ai des conditions de marché dégradées, l'ensemble des ratios sur la place des assureurs, les ratios de solvabilité de la place se dégradent. Donc d'un seul coup, tous les assureurs de la place vont devoir faire un appel au capital au même moment. Le capital qui est peu disponible, cher, on va le rendre encore moins disponible et plus cher parce que tout le monde va y faire appel au même moment. Voilà, c'est en ça que c'est procyclique. » (Assurance, Directeur des risques)
- 80) « Selon moi Solvabilité II va induire un comportement plus court-termiste » (Consultant)
- 81) « Donc Solvabilité II a deux caractéristiques : c'est un choc à un an donc c'est plutôt court terme et ça a fait fuir tous les actifs ayant une volatilité importante. » (Assurance, Directeur des risques)
- 82) « Le problème de base de Solvabilité 2, c'est la VAR à 1 an. Or, clairement, si nous, on se retrouve dans une situation -ce qui peut nous arriver- de marché dégradé à 1 an- je ne vais pas dire que ce n'est pas grave -je ne peux pas réaliser la vente de mes actifs à 1 an pour pouvoir satisfaire mes engagements vis-à-vis des assurés. Quand je

dis la durée moyenne de mon passif, c'est 15 ans, je peux les garder et voilà. Et on voit que les durées des cycles c'est plutôt entre 7 et 10 ans. Je peux me permettre d'avoir, dans ce bilan, une partie en négatif sans avoir à les réaliser. » (Assurance, Directeur des risques)

- 83) « *C'est la référence à la VaR un an, 99,5 qui n'a pas beaucoup de sens. Mais on ne pourra jamais supprimer la VaR parce que c'est tellement simple comme raisonnement, mais on peut l'aménager. Soit bouger la durée, soit dire : « Ce n'est pas une VaR à 1 an, mais c'est plutôt une VaR 5 ans », et on garde l'intervalle à 99,5, soit on veut garder une VaR 1 an et on met un intervalle à 95. » (Assurance, Directeur général France)*
- 84) « *Enfin, les normes prudentielles, d'ailleurs on le voit bien, on entend les plaintes traditionnelles aujourd'hui sur Solvency II qui a une vision très court-termiste justement et pas assez long terme puisqu'on fait, on analyse que des chocs à un an sur ce genre d'actifs. On voyait bien qu'il y avait une logique, c'était une logique avant la crise ; mais une logique qui était de se dire, voilà je vais regarder, comment ça devrait se passer à un an et calculer effectivement mon risque par rapport à ça. Alors, on sait très bien qu'une entreprise d'assurance, avant qu'elle cède ses actifs sur un an, c'est quand même très rare. Elle est censée les garder de manière plus longue compte tenu de ses engagements qui sont forcément plus longs vis-à-vis de ces assurés. Donc, oui, les normes peuvent avoir des facteurs d'influence énormes sur la composition des actifs d'une entreprise. » (Consultant)*
- 85) « *Par rapport à Bâle, pourquoi on a retenu une période d'un an ? On a retenu l'horizon d'un an parce que c'était l'horizon maximum pour lequel on pouvait avoir des prévisions fiables. Non, mais je veux dire, de manière très transparente. Les personnes qui ont travaillé sur les modèles internes de Bâle 2, ils ont calibré, c'était ça. Ils considéraient qu'au-delà d'un an, la certitude sur la qualité de la PD n'était plus suffisante. » (Régulateur, Chargé de mission)*
- 86) « *À tous ceux qui ont réfléchi à Solvabilité 2, ils sont partis du fait qu'on ne peut pas savoir finalement ce qui va arriver. Du coup on considère que ça peut arriver de manière instantanée. » (Consultant)*
- 87) « *Mais c'est vrai que de demander à un assureur... enfin, changer la règle et lui dire : « maintenant, tu mets 1 euro en action, ça va te coûter tant en capital alors qu'avant c'était moins », c'est l'inciter à retirer, à modifier son allocation. (...) Et puis, c'est surtout une grosse incitation à acheter une OAT pas chère. Si la OAT, elle n'est pas chère, c'est parce qu'on nous tord le bras pour en acheter. » (Assurance, Gestionnaire de fonds)*
- 88) « *C'est la charge en capital puisque je crois que c'est un taux de 50 % quand même sur les actions. Donc, c'est quand même assez majeur. Après, avec les effets de diversification, ils arrivent à baisser ce taux-là. Mais c'est trop lourd pour... le surplus potentiel de rendement ne compense pas cette charge en capital additionnel. Donc de ce fait, ils réduisent très massivement leur position sur les actions qu'en termes de financement à long terme j'imagine que voilà ce n'est pas quelque chose de très bon pour l'économie de ce point de vue-là. » (Banque, Directeur des risques)*
- 89) « *Et si je prends le risque de marché, je regarde la contribution du choc actions, la contribution du choc immobilier, etc. Concrètement, l'action, la proportion c'est fois 4 par rapport à sa part dans les actifs, et l'immobilier c'est fois 3. Grosso modo, c'est ça. Chez nous c'est $4*8=32$; $3*8=24$. $32+24$ c'est-à-dire que ces deux-là représentent quasi 60 % des besoins en capital, là où ils font 15 % de notre allocation d'actifs. » (Assurance, Directeur des risques)*

- 90) « *Ce qui est clair, c'est que le private equity a fait un peu les frais de cette affaire dans la mesure où la plupart des compagnies d'assurances s'en sont séparées pour des raisons de ratio.* » (Consultant)
- 91) « *Après, il y a par exemple, en Solvency II toute une pression aussi sur tout ce qui est véhicule de titrisation où ils essaient de repousser au maximum l'investissement des assureurs sur ces véhicules-là puisque pour des raisons x ou y, ils ne voulaient pas que les assureurs prennent du risque. Bon, c'est sûr que là, du coup ça va conduire les assureurs à ne plus investir dans ce type de véhicules. Alors, est-ce que c'est bien ou est-ce que ce n'est pas bien ? C'est vrai que l'intérêt d'un véhicule de titrisation, c'est un transfert de risque crédit avec plus ou moins de risques et d'intérêts. On sait bien que dans une économie, ce n'est pas bon qu'un risque reste dans un seul et même endroit, donc ce n'est pas mal. Maintenant c'est vrai qu'avec l'affaire des CDO, la crise des subprimes, etc., on comprend ce retour de balancier. Mais on voit bien du coup que la norme est capable, tout à fait, d'orienter un portefeuille d'une entreprise d'assurance par essence. Et du coup, on voit bien que Solvency II les a poussés à investir dans des obligations souveraines.* » (Consultant)