

# LESCAHIERSDEL'EIFR

SEMINAIRES

## Titrisation :

les conditions d'un vrai nouveau départ sont-elles réunies ?

Les Rendez-vous de la Régulation financière et de la Conformité  
15ème édition

MATINALES

L'ACPR après 10 ans : Bilan et perspective de la mission du superviseur de la banque  
et de l'assurance par Edouard FERNANDEZ BOLLO

Le tic-tac de l'horloge climatique par Christian de PERTHUIS

Relancer la Capital Markets Union : vers une Savings and Sustainable Investment  
Union par Fabrice DEMARIGNY

Politique des taux bas et croissance : une contre-performance ?  
par Jacques de LAROSIERE

ATELIERS

Durabilité des investissements : comment organiser la transition vers  
l'empreinte zéro carbone ?

L'usage de la Blockchain dans le secteur financier, quelle confiance et  
quels risques ?

*Non Performing Loans* :  
extinction ou prochaine crise bancaire ?



DEVELOPPER & PROMOUVOIR

UNE « SMART REGULATION »

à travers l'échange entre régulateurs et régulés

# Sommaire

- 3 EDITO Edouard-François de Lencquesaing, Président d'honneur de l'EiFR**
- 5 Durabilité des investissements : comment organiser la transition vers l'empreinte zéro carbone ?**
- 10 L'ACPR après 10 ans : Bilan et perspective de la mission du superviseur de la banque et de l'assurance par Edouard FERNANDEZ BOLLO**
- 14 Le tic-tac de l'horloge climatique par Christian de PERTHUIS**
- 20 L'usage de la Blockchain dans le secteur financier, quelle confiance et quels risques ?**
- 24 Titrisation : les conditions d'un vrai nouveau départ sont-elles réunies ?**
- 30 Non Performing Loans : extinction ou prochaine crise bancaire ?**
- 35 Les Rendez-vous de la Régulation financière et de la Conformité - 15ème édition**
- 40 Relancer la Capital Markets Union : vers une Savings and Sustainable Investment Union par Fabrice DEMARIGNY**
- 47 Politique des taux bas et croissance : une contre-performance ? par Jacques de LAROSIERE**

Ce neuvième Cahier de l'EIFR est triplement « historique » : il paraît au moment où toutes les économies mondiales sont à l'arrêt, en guerre contre un virus représentant le plus grand défi sanitaire depuis un siècle ; à un moment où l'Europe était déjà confrontée à un défi institutionnel et économique existentiel, avec une industrie financière fragilisée pour partie par une régulation d'une hyper complexité, souvent peu lisible et difficilement compatible avec une stratégie compétitive de financement de la croissance ; et enfin au moment où l'EIFR redéfinit et élargit son positionnement stratégique pour justement encore mieux répondre à ces défis ...

Après cette guerre, ce sera la reconstruction ! Un nouveau momentum, lui aussi existentiel, et un moment de vérité conduisant à revoir profondément priorités et cohérences. Ce moment de vérité sera peut être l'occasion d'apprécier avec plus "d'intelligence" et de détermination les défis auxquels nous faisons déjà face. L'Europe enfin s'intéressera à la stratégie et y ajustera une régulation efficiente et simplifiée. L'EIFR sera à son poste de combat, avec une nouvelle mobilisation du secteur privé, avec ses "policy papers" venant compléter le dialogue régulateurs-régulés, et avec ses nouveaux Co-présidents, Philippe Heim et Jean Cheval.

La régulation ne se limite pas à 2 ou 3 principes généraux. Elle impacte l'ensemble des activités financières, ses pratiques, son organisation, sa surveillance. L'« observatoire » EIFR, via son dialogue pluridisciplinaire, permet de mieux comprendre les "expected & unexpected consequences" de ces régulations pour, en confiance avec les régulateurs, ajuster le tir.

Ce cahier des activités EIFR de la fin 2019 est riche de diversité et de pertinence : financer la transition environnementale, blockchain et confiance, lent démarrage d'une nouvelle titrisation, non performing loans et nouvelle crise (!), 15ème Rendez-vous de la régulation ... mais surtout 3 témoignages aux impacts structurels :

- la transformation de la CMU en Union de l'épargne et de l'investissement durable, par Fabrice Demarigny ;
- 10 d'ACPR, vus par Edouard Fernandez Bollo en partance vers le Supervisory Board de la BCE : un défi, les banques sont plus robustes et pourtant leur prime de risque n'a jamais été si élevée ... ; pour y répondre, entre autres solutions, une supervision reposant sur le jugement ;
- enfin nous avons clôturé l'année avec Jacques de Larosière qui a gratifié l'EIFR de « lieu de la pensée » ... pour y partager la sienne en un monde qui en manquerait, sur une politique des taux bas inadaptée à une nouvelle logique de l'inflation, et à une nécessaire politique de relance.

En ce moment de grands défis, restons optimistes, et irriguons l'Europe de la finance d'une pensée constructive et communicante.



**Edouard-François  
de Lencquesaing**

Président d'honneur de l'EIFR



# Durabilité des investissements : comment organiser la transition vers l'empreinte zéro carbone ?

En posant cette question, cet atelier de l'EIFR veut moins considérer les investissements notoirement « verts » (plus exactement « bas/zéro carbone » en l'occurrence), ceux conformes à la taxonomie de l'UE, que la poche la plus volumineuse de la finance et de l'économie *mainstream*, sachant que le verdissement de la finance et de l'économie n'est qu'embryonnaire et doit encore se faire, au prix d'une transition de l'ensemble des activités, indique Edouard-François de Lencquesaing, Président d'honneur de l'EIFR, dans son introduction.

Or c'est à cette condition que les investissements seront en ligne avec les objectifs de soutenabilité de l'UE (à l'aune du dérèglement climatique en premier lieu), ce qu'une forte demande sociétale quasi-mondiale semble appeler de ses vœux.

C'est pourquoi le focus privilégié ici porte sur le « *brown* ». Puisque la présence du « vert » est marginale, en pratique, l'essentiel de l'économie se retrouve donc dans le périmètre de la question posée ce matin. Solutions et processus « *green* » existent, il est vrai, mais ils sont encore assez peu répandus. C'est leur adoption au cœur des métiers de production ou de service, de tout secteur, qui engendrera la transition et l'avènement d'une économie capable de restreindre, voire stopper, sa contribution au dérèglement du climat de la planète. La priorité est donc d'accompagner, le temps nécessaire (et il se mesure en années encore nombreuses) des activités économiques aujourd'hui principalement *brown* vers une empreinte carbone optimale, dans le but de contrer le renforcement de l'effet de serre, moteur du réchauffement du climat. Cette dynamique vers le verdissement concerne ainsi, en réalité, 100% de l'économie.

La finance dans son rôle d'allocation du capital doit soutenir et encourager cette dynamique, en faire un critère central au sein triptyque ESG, que ce soit en crédit ou en fonds propres.

Dans ce contexte, une politique d'investissement « climatiquement » responsable des sociétés de gestion est clé pour mobiliser significativement les investisseurs et influencer les émetteurs. Il s'agit d'être à la fois pragmatique et ambitieux, au regard des impératifs écologiques et de la stabilité du système financier. Et donc, d'objectiver et d'intégrer une stratégie de transition progressive du *brown* au *green*. Cette stratégie implique d'identifier dans chaque catégorie d'activité les agents en pointe, ceux qui font le plus d'efforts pour contribuer positivement au défi climatique. Lesquels se distinguent par leur empreinte carbone *best in class*.

Pour l'heure, exclure tout ce qui n'est pas « vert » reviendrait à restreindre le champ d'action d'une manière insoutenable. Accompagner, gérer la transition du *brown* au vert suppose une métrique et une régulation intelligente - cette *smart regulation* que l'EIFR prône depuis sa naissance et cherche à éclairer par le dialogue, en réunissant périodiquement experts, régulateurs et régulés.

**1/** Pour une stratégie d'investissement durable, le point de vue de l'assureur sur les risques climat et critères d'investissement est exposé tout d'abord par **François Garreau, responsable de la mission RSE auprès du ComEx de Generali France, Président de la Commission Développement Durable de la FFA**. L'analyse des risques pour l'investisseur est, certes, depuis toujours le cœur de métier de l'assurance mais en l'espèce, l'assureur est face à une double difficulté, pointe-t-il : « On change de monde » à double titre. En effet, la sphère financière est « sommée » de considérer les impacts écologiques que son industrie empêche ou favorise (il y a peu, ce n'était pas dans ses attributions) ; et réellement, le monde physique est en train de changer aussi. Le dérèglement climatique et le déclin de la biodiversité menacent la vie humaine, et ce faisant, les agents et ressources économiques de la planète. Or, les modèles d'analyse éco-systémiques actuels sont très insatisfaisants estime-t-il. Dans ce cadre, évaluer la résilience, réduire raisonnablement la sensibilité aux risques sont des exercices particulièrement délicats : il n'existe pas beaucoup de certitudes fondées sur les données disponibles. L'interdépendance biologique, de même que celle générée par les *supply chains* notamment des sociétés cotées, de plus en plus diffuses et complexes, pose des problèmes difficiles à cerner. Comment prédire le « plongeon » d'un titre, comme ce qui s'est produit au moment du tsunami à l'origine de l'accident de Fukushima, qui a « irradié » l'industrie des semi-conducteurs confrontée à une rupture d'approvisionnement impromptue ? Ou les faillites en chaîne, consécutives à un défaut d'entretien d'un câblo-opérateur, par exemple ? Accompagner les points de fragilité, construire une offre d'assureur pouvant couvrir les aléas relève bel et bien de la responsabilité du secteur de l'assurance et à cette fin,

les critères ESG sont un plus, hélas non suffisant ; or il revient bel et bien aux assureurs de fournir plus d'informations et de data aux financeurs, matière première de leurs activités.

Face à tous ces challenges, un besoin de dialogue apparaît nettement : personne ne gagne dans un monde qui perd, souligne-t-il. « L'auto-acculturation et aussi, l'acculturation de nos propres clients sont clefs. Cela implique d'embarquer en premier lieu nos agences, d'être l'avocat de cette cause - la durabilité des investissements- sans perdre de vue les réalités physiques derrière cette noble ambition. Mais qui décide des seuils soutenables ou pas, pour les impacts mesurés, constatés -qui peuvent être aussi contestés d'ailleurs- ? Sans prétendre avoir toutes les solutions - personne ne sait - on peut adhérer à la vision de la « Tragédie des horizons » à la base de la dynamique en vigueur dans l'assurance (<http://global-warning.fr/wp-content/uploads/2016/03/Carney-tragedy-of-the-horizon-sept-2015-Trad-M.Lepetit.pdf>). Elle plante bien le décor qui est désormais le nôtre. La gouvernance à 5/10 ans, on sait faire; son articulation avec celle qu'il faudrait pour faire face à la tragédie des biens lointains est l'un des nœuds de la problématique posée pour garantir la stabilité et, en même temps, organiser une nécessaire mutation.

**2/** Centrée sur la gestion de portefeuilles d'actions cotées (la dette est en l'occurrence hors sujet) la stratégie « Smart for climat » de **Fideas Capital** est positionnée par son Président, **Pierre Filippi**, comme la plus optimale manière d'accompagner la transition du *brown* au vert, via une discipline d'investissement appliquée aux portefeuilles. A savoir la sienne, laquelle vise à récompenser les émetteurs qui réduisent d'une année sur l'autre leurs émissions de CO<sup>2</sup>, comparées à celles de leurs con-

currents du même secteur d'activité. Il s'agit essentiellement d'une ré-allocation vers les meilleures valeurs de la classe au détriment des pires, destinée à faire tache d'huile, puisqu'au lieu tourner le dos à des secteurs entiers (ce qui n'est pas incitatif et laisse le problème entier) ou de se focaliser sur les seuls leaders (au détriment d'un *mainstream* en mal d'accompagnement), ce sont les efforts des « méritantes » que la sélection du gérant encourage. Ses arguments : en tant qu'investisseurs, « outre la pression des consommateurs, nous devons avoir à l'esprit le momentum boursier qui va dans le même sens : l'émission de CO<sup>2</sup>, son impact en revenus et en charges, en font un critère financier à part entière. Une dévalorisation des émetteurs excessifs de CO<sup>2</sup>, chacun dans son métier ou, son secteur, devient hautement probable. Elle est sensible et matérielle. La réglementation européenne fait du carbone un coût d'exploitation, directement dépendant des émissions des sociétés (et il ira croissant, à n'en pas douter) ; le marché européen des quotas revu et corrigé de ses défauts de jeunesse, les prévisions de prix de l'UE plaident en faveur de la réduction de ces émissions (taxes « carbone » prévisibles). Enfin, attention, sur ce terrain certains pays avancent plus vite que nous ». Son credo : un supplément de rentabilité attendu du coût du carbone, de la sélectivité des consommateurs, de l'effet momentum amplifié demain par une « *Inevitable policy response* » -une revanche de la régulation - en ligne de mire -. La démarche *Smart for climat* de gestion sélective, mise en œuvre avec l'assistance de Trucost, filiale de S&P, prend en compte dans les pondérations des valeurs la notation carbone propre à chaque métier, avec un objectif raisonnable de baisse apprécié au cas par cas, sans biaiser la performance ni modifier substantiellement les équilibres du portefeuille définis par la stratégie d'investissement

choisie, puisque cette stratégie va tempérer les brusques surcoûts d'adaptation énergétique sinon imposée, in fine, aux sociétés. Elle sera efficace pour le climat en se diffusant (car elle reconnaît les progrès) ; elle incite les sociétés à améliorer leur participation à la transition pour relever leur notation. Leurs résultats, à l'aune de leur empreinte carbone, concourent à la baisse de l'intensité carbone du portefeuille. *Smart for climate* vise -25% dans un premier temps, tout en préservant la performance financière, et -50% d'ici 2030. L'effet d'allocation et de ré-allocation, dans ces conditions, comme accélérateur des politiques de transition est mesurable et non négligeable. Ce mouvement sera renforcé, estime-t-il, par le durcissement des règles d'investissement des grands investisseurs, dans le droit fil de leur obligation de rendre compte des émissions de carbone de leurs portefeuilles d'actions (cf la loi de transition énergétique) et la quête de sens montante des investisseurs particuliers.

En France, le meilleur véhicule de propagation est, du point de vue de Pierre Filippi, l'OPCVM ouvert. Le volume des encours de la Bourse de Paris est comparable à celui des seules caisses de retraites du Royaume-Uni. Il est urgent d'accélérer la création de ces fonds gérés selon une telle discipline d'investissement, et d'innover en produits dérivés idoines pour soutenir la conversion massive de l'économie à des modes de production et de consommation de plus en plus bas carbone. Pour l'heure, une classe d'actifs 100% propres est encore dans les limbes ». Ni un Gosplan, ni la décroissance ne sont la solution. Financer pour accompagner la transition du « moins en moins sale » vers le green, oui, conclut-il.

**3/** Vu côté dette, le financement du Grand Paris illustre un autre as-

pect, en l'occurrence, le financement d'infrastructures « pour une mobilité durable » du ressort de la **Société du Grand Paris** (SGP), qui se veut emblématique des engagements portés par la France lors de la COP21. Un exemple « 100% vert » estime **Etienne Oberthür, Responsable du financement et de la trésorerie de la SGP et Trésorier référent à l'AFTE** en matière de finance verte et responsable. Inhérentes aux *Greenbonds*, mises en place, deux conditions sont à remplir : a) que les entreprises sélectionnées dans le cadre de ces marchés déclinent effectivement leur RSE ; b) que la SGP soit elle-même transparente, sur l'impact, notamment l'empreinte carbone, des projets qu'elle aura financés. Or, comme le met en évidence le récent Rapport Patrick de Cambourg sur les informations extra-financières, il faut reconnaître que la qualité de ces data est encore à ce jour médiocre et problématique. Les émissions de titres pour ce programme 100% vert (premier *green EMTN* de la SGP, et plus largement, les récents engagements de la Région Ile-de-France à ne se financer qu'en *Greenbonds* concourent à ce que la France soit aujourd'hui le premier pays émetteur d'obligations vertes dans le monde (<https://www.lejournaldugrandparis.fr/societe-grand-paris-met-place-programme-emptn-100-vert/>). « Bulle ou nouveau marché ? » interroge-t-il. Dans ce genre d'aventure, le reporting est clé. « Je communique sur l'allocation et sur mon impact en termes de CO<sup>2</sup> évité. » L'éligibilité des projets et la légitimité du caractère *green* des coupons vendus aux investisseurs en dépendent. Parmi les indicateurs d'impacts retenus, il cite : une estimation ex-ante des émissions carbone évitées, calculées selon le *GhG (Greenhouse Gas) Protocol* ; une estimation des économies d'énergies (en kWh) ; le nombre d'emplois directs et indirects créés le temps du /des chantier/s ; le nombre d'habitations autour des stations, suscitées par

l'offre de transport nouvelle. Du côté des entreprises candidates aux appels d'offres, il observe que les démarches de RSE formalisées et renseignées ne sont pas encore assez répandues. Aussi, « généraliser le concept de RSE est indispensable ». Autre défi : « monétiser ce concept. Le *green* n'a actuellement pas de prix. Or, je suis tenu d'avoir une comptabilité verte à l'intérieur de ma comptabilité classique ! » Sa certitude est que « la donnée extra-financière est un actif avec un potentiel de valorisation considérable mais actuellement sans aucune garantie sur la pertinence et la qualité de cette information extra-financière ». Il plaide pour qu'elle soit au moins certifiée par un organisme tiers indépendant.

**4/** Côté entreprise, un cas d'école maintenant : le groupe pétrolier Total dont les activités historiques sont foncièrement carbonées. Lors de sa communication aux investisseurs en septembre dernier à New-York, rappelle **Bertrand Janus, CSR Reporting Manager à la direction de la communication financière**, l'intégration de la « donne » climat dans sa stratégie et ses perspectives a été présentée. Une trajectoire en ligne avec l'objectif +2°C max. de l'Agence Internationale de l'Energie est dessinée. D'où l'évolution programmatique, anticipant les coûts à venir sur le CO<sup>2</sup> émis, de son portefeuille d'activités pour un monde « bas carbone ». En atteste d'ores et déjà des résultats engrangés : -30% de GES émis selon son Rapport Climat de 2018 ([https://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/total\\_climat\\_2018.pdf](https://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/total_climat_2018.pdf)), une baisse de 4Mt/an d'équivalent CO<sup>2</sup> pour les émissions directes (sur les seuls scopes 1&2) entre 2015 et 2108 malgré la croissance du Groupe sur cette même période et une ambition « crantée » d'ici 2030 puis 2040, concernant l'intensité carbone des produits énergétiques commercialisés par Total. Depuis 2003

ce dernier répond chaque année au questionnaire du CDP (*Carbone Disclosure Project*, jusqu'en 2012, élargie à l'eau, la biodiversité après cette date). Récemment, le Groupe a publié un reporting de ses activités conforme aux préconisations de la TCFD ([https://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/total\\_climat\\_2018\\_en.pdf](https://www.total.com/sites/default/files/atoms/files/total_climat_2018_en.pdf)) et activement contribué au sein du WBCSD (<https://www.wbcsd.org/Programs/Redefining-Value/External-Disclosure/TCFD/Resources/Climate-related-financial-disclosure-by-oil-and-gas-companies>) aux efforts de son secteur pour qu'il s'aligne sur ces mêmes préconisations. Incidemment, il précise : « 15% de nos investisseurs sont ISR, et le reste *mainstream* ».

Deux scénarios sont objectivés depuis février 2019 : l'un (« Momentum ») est basé sur l'amélioration portée au cœur de ses métiers historiques (par l'adoption constante du meilleur état de l'art) et l'autre (« Rupture ») mise sur un *switch* significatif vers les énergies renouvelables et le stockage de l'électricité. Tenant compte des perspectives dressées par l'Agence Internationale de l'Energie, « Total s'engage dans une transition progressive, et non pas brutale de ses activités pour satisfaire aux besoins planétaires en énergie et ménager le climat » souligne Bertrand Janus. Intégrer le climat à la stratégie c'est en l'occurrence une évolution du portefeuille d'activités intégrant plus d'efficacité énergétique, une évolution du mix énergétique fourni avec d'abord plus de gaz puis d'ENR et une implication du Groupe dans toute la chaîne de valeur aval des marchés de l'électricité jusqu'au consommateur final. « La transition énergétique verra le gaz (et surtout le gaz naturel liquéfié) plus bas carbone que les produits pétroliers, ainsi que l'électricité bas carbone jouer un rôle croissant ; Total entend porter ses ventes de GNL à 50 Mt en 2025, ce qui contribuera à multiplier par 2,5 entre 2018 et 2025

le cash-flow de l'activité intégrée du GNL. Dans l'électricité bas carbone, Total prévoit d'investir 1,5 à 2 Md \$/an comme producteur d'électricité à partir de renouvelables et de gaz naturel, et aussi servir davantage de clients comme distributeur. Hors Europe, l'intention est de tirer parti de la forte croissance de la demande électrique en investissant dans la production d'électricité renouvelable rentable, sur la base d'un business model économe en capitaux. Cette stratégie concourt à l'ambition du Groupe de réduire l'intensité carbone des produits énergétiques utilisés par ses clients, d'ici 2040 avec un objectif intermédiaire fixé pour 2030 ». Les business de la neutralité carbone font partie des activités en portefeuille de Total (cf *Total Carbon Neutrality Venture* abondé à hauteur de 400M\$ d'ici 2023 par exemple ou encore, 100M\$ d'investissement dans des programmes de reforestation et d'agro-écologie « puits de carbone »- pour stocker quelques 5Mt CO<sub>2</sub>/an à l'horizon 2030) ; par ailleurs, confortant cette trajectoire, des investissements sont prévus dans les biocarburants, bio-plastiques, recyclage du plastique, bornes de recharge pour les véhicules électriques et stations de gaz naturel pour camions et navires ; enfin, la vente des actifs « les plus à risque » quant à la réussite de la trajectoire en question. Selon Bertrand Janus, « malgré notre croissance externe et de nouveaux projets développés, on maintient pour 2025 l'ambition d'annuler la hausse de nos émissions directes liées à cette croissance. Quoique produisant et vendant plus d'énergie, l'intensité carbone du Groupe par unité produite et commercialisée sera contenue (objectifs : -15% entre 2015 et 2030, puis -25/30% en 2040). On voudrait que notre indicateur d'intensité carbone devienne un standard commun au secteur et qu'une régulation intelligente encadre mieux la transition incombant aux acteurs économiques.» Propre à

Total, cet indicateur élaboré en 2018 est en partie inspiré du *GHG Protocol* (<https://ghgprotocol.org/>). Pour comparer les portefeuilles, les projets, les produits... il faut des unités de mesure non seulement justes mais de plus, analogiques et partagées.

**5/** La métrique et les promesses associées intéressent aussi le régulateur. D'autant que les sociétés de gestion de portefeuille communiquent de manière croissante sur le piler environnemental. La transition implique donc une surveillance idoine de la part de l'AMF, qui constate que l'ISR n'est plus un marché de niche. D'abord veiller à la qualité de l'information fait partie de ses missions ; et puis, elle est chargée de l'agrément et du suivi des fonds -spécifiquement, les OPC- prenant en compte des critères extra-financiers. Observant à la loupe la communication des SGP, **Bastien Ross-popoff, adjoint au Responsable de la division expertise juridique et gestion complexe à la Direction de la gestion d'actifs de l'AMF** mentionne l'importance de la mesure, même incertaine. Il y a un réel mouvement collectif de prise en compte de critères extra-financiers par les plus grandes SGP, selon des approches très variées ; en particulier, à propos des GES, les allégations peuvent s'avérer contre-intuitives (par exemple : le gaz vs charbon, c'est moins de GES mais ce n'est pas neutre) ou recouvrir des réalités fort diverses (par exemple, l'empreinte carbone d'un portefeuille peut -ou pas- recourir à la compensation carbone -et toutes ne se valent pas, l'AMF a d'ailleurs publié un guide à ce sujet en mars 2019)-. Guider les SGP dans la formulation de leurs objectifs et le contrôle de leurs prestataires fait partie des besoins identifiés par l'AMF.

Car grande est la tentation, même chez les SGP ayant placé ce sujet au



centre de leur gestion, de s'emparer des données GES des entreprises, via le cas échéant des collecteurs de données, des « prestataires carbone » ayant leur méthodologie maison, sans s'interroger sur leur mécanique et les modalités de calcul mis en œuvre pour arriver au résultat., qui forcément calibrent cette estimation.

Classiquement, il convient de se poser les questions suivantes : quel est le périmètre du reporting (filiales, joint-ventures) ? Basé sur une approche statistique ou autre ? Quel scope (1,2,3) ? Quels sont les facteurs d'émissions considérés et les données d'activités pouvant expliquer les variations ? Le pouvoir de réchauffement global est rarement calculé, alors qu'il existe des outils pour le faire (cf les facteurs de conversion issus des bases publiques de l'Ademe, par exemple).

Gare à sacraliser l'empreinte carbone : cette donnée, « retournée » par l'émetteur dans sa Déclaration de performance extra-financière répond au besoin de pilotage financier de l'entreprise tandis que la SGP a besoin, elle, de comparer les entreprises sur cette incidence externe pour évaluer la performance extra-financière. Pour mémoire, le *GhG Protocol* déconseille la comparaison des émissions des émetteurs, notamment sur leur scope 3. Quant à l'indicateur de l'intensité carbone moyenne du portefeuille, en vigueur dans l'autre approche repérée par l'AMF, il présente lui aussi des avantages et des inconvénients (facilité de calcul vs difficultés d'interprétation). Ces démarches, mêmes tâtonnantes, sont nécessaires au regard de la finalité. Mais la compréhension intime des moyens utilisés pour tenir les promesses faites aux investisseurs et à la société nécessite quelques précautions et rappels à la prudence pour progresser. L'AMF développe son expertise pour aider les SGP à accompagner une transition effective

via une communication véridique, de qualité.



# Strengthening the European financial industry amid disruptive global challenges

**Edouard FERNANDEZ BOLLO**, Secrétaire général de l'ACPR

Les modèles que nous utilisons sont devenus obsolètes, incapables de prévoir la croissance ou d'anticiper les crises. Nous devons les repenser, dans un contexte institutionnel et réglementaire qui s'est profondément transformé en dix ans - notamment par la création de l'ACPR, par le renforcement des compétences de la BCE, et la conception d'un régulateur paneuropéen.

La qualité de la culture de risque française a permis à la France d'être moins durement exposée pendant les différentes crises de la dernière décennie. Toutefois, la culture de la BCE en matière de supervision est très différente de la culture française (équilibre entre qualitatif et quantitatif, degré de confiance entre assujetti et superviseur...).

L'enjeu est de réussir la convergence culturelle entre ces conceptions, dans un secteur très marqué par la compétition entre les différents acteurs de l'industrie bancaire.

Les dernières années ont été celles de la remise en question structurelle de la supervision et de la réglementation, qui étaient issues de la crise de 1933. Elles avaient été pensées comme une façon de remédier à cette première grande crise mais en ont pourtant permis une nouvelle, mettant en lumière les défaillances de la régulation.

En 2007, les économistes français s'intéressaient avec une curiosité distante aux évolutions du marché des subprimes, qu'ils considéraient comme un sous-segment du marché américain auquel les banques françaises étaient particulièrement peu exposées. Les économistes n'avaient pas évalué que la puissance des interactions dans la sphère financière ne serait pas un facteur de diminution du risque en temps de crise, mais au contraire un multiplicateur du risque.

En 2008, le système financier accordait une place prépondérante aux évaluations de type « mark-to-market ». Mais ces modèles sont devenus caducs en temps de crise : il n'y avait plus de marchés. À noter également que la crise a été déclenchée par deux établissements, Lehman et AIG, qui n'étaient pas des banques

et n'étaient donc pas régulées en tant que telles.

La crise a démontré la nécessité des évolutions suivantes :

- **La nécessité pour la régulation de développer une vision plus globale**, qui tient davantage compte des interactions entre les différentes parties prenantes.
- **L'impératif de concevoir des modèles réglementaires fonctionnant également en situation de stress**, afin de renforcer la capacité d'action en temps de crise. C'est dans cet objectif que s'inscrivent les évolutions réglementaires et institutionnelles des dix dernières années.

## I. Évolutions de la réglementation

### a) Risque de liquidité

« Les banques meurent toujours d'un infarctus (à savoir une crise de liquidité), quand les assurances décèdent de cancer ». Il était donc nécessaire d'établir des normes internationales de liquidité, notamment en temps de stress, bien qu'il s'agisse de l'un des facteurs de risque les plus fluctuants et les plus hétérogènes entre les banques.

### b) Risque de solvabilité

Le risque de solvabilité a été correctement diminué grâce à l'amélioration des réglementations existantes, comme le renforcement de la quantité et de la qualité des fonds propres (augmentation du CET1).

### c) Mécanismes de résolution

Au cours des dix dernières années, le régulateur a conçu un deuxième filet, une réglementation applicable en temps de stress :

- **Le stress-test**, inventé par les régulateurs américains et dont les résultats étaient pour la première fois absolument transparents vis-à-vis des banques.
- **La réglementation de la résolution**.
- **Le coussin contra-cyclique**, une couche intermédiaire de fonds propres propre au caractère cyclique du fonctionnement des marchés financiers.

## II. Évolutions institutionnelles

### a) Développer une approche holistique de la supervision

Les principales évolutions institutionnelles des dix dernières années s'inscrivent dans une même dynamique d'intégration de la supervision et de prise en compte commune des enjeux des différents acteurs :

- **Création du FSB** (conseil de stabilité financière) : création de normes globale et surveillance des interactions entre les secteurs.
- **Création de mécanismes de résolution** applicables aux compagnies d'assurance, banques et chambres de compensation.
- **Coussins pour les acteurs systémiques bancaires**. À noter que l'effort de conception de normes internationales de fonds propres n'a pas encore été finalisé pour les assurances, pour qui il n'y a pas encore de normes internationales de fonds propres. Les seules mesures internation-

ales sont qualitatives pour l'instant. Cela est dû à la forte hétérogénéité des profils d'assurances, certaines n'ayant quasiment pas de liens avec les marchés financiers, quand d'autres ont des fonctionnements proches d'un hedge funds (AIG), ou d'une banque.

La volonté de développer une vision de la supervision plus globale et plus intégrée a également été suivie au niveau national. La France l'illustre bien avec la création il y a dix ans de l'ACP : LCB-FT, supervision bancaire, assurances, protection de la clientèle, et lien très étroit avec la Banque de France pour la conception macro-prudentielle. La même dynamique s'observe dans d'autres pays européens, **où la grande majorité des NCA est intégrée à la BCN, et supervise à la fois les banques et les assurances**.

### b) Intégration de la supervision européenne

La crise de la zone euro en 2011 et 2012 a conduit à un fort mouvement d'intégration de la supervision européenne, dans l'objectif de **briser la chaîne de contagion réciproque entre banques et États-membres, grâce à la réglementation et aux évolutions institutionnelles**. Si le sauvetage des banques en 2008 avait été rendu possible par l'intervention très coûteuses - à la fois économiquement et politiquement - des États, il n'est pas envisageable d'utiliser à nouveau de l'argent public pour résoudre les crises systémiques. Il n'existe par ailleurs pas d'État européen susceptible de renflouer les banques, ce qui a conduit par le passé à des solutions comme un prêt inter-gouvernemental pour sauver les caisses d'épargne espagnoles.

La méfiance entre les États européens entraîne l'édiction de règles toujours plus strictes et plus uniformes, qui s'appliquent de la même façon à chacun des pays. Ce-

tte dynamique s'accroît en 2012 avec la fédéralisation de la supervision bancaire quotidienne. Le contrôle bancaire devient le seul contrôle permanent fédéral européen, avec celui de la concurrence qui est seulement ponctuel.

## III. Les leçons de la crise : existe-t-il un risque d'une nouvelle crise financière majeure ?

### a) Les difficultés d'un retour à la normale

La réponse à la crise de 2008 a correctement fonctionné : la crise financière majeure ne s'est pas transformée en grande dépression. Le système financier connaît actuellement le cycle économique le plus long qu'ait connu l'histoire. La résistance des banques et des assurances aux crises s'est significativement renforcée. Les fonds propres des banques ont doublé, tout comme la qualité de ces fonds. La résilience des assurances s'est elle aussi renforcée, notamment grâce à Solvabilité 2.

Le système financier n'est toutefois pas revenu à une situation stable et pérenne, et la sortie de crise n'est pas achevée. Si la fragilité intrinsèque du système financier a diminué, les primes de risque atteignent pourtant en ce moment le niveau le plus élevé de leur histoire. Ce constat se vérifie pour les systèmes économique et financier, mais s'avère encore plus vrai pour le système bancaire, et plus spécifiquement pour le système bancaire européen. Cela s'explique par plusieurs facteurs :

- **Des politiques structurelles exceptionnelles** : les politiques monétaire et budgétaire ne sont pas perçues par les marchés comme normales (aplatissement de la courbe des taux, déterminants politiques exceptionnels)
- **Défis structurels à la rentabilité** : les fonctions qui assurent la viabil-

ité des modèles d'affaires des établissements sont encore inconnues (se pose la question des fintech et de l'innovation).

• **Incertitude concernant l'efficacité des mécanismes de sauvetage des banques** en cas de crise, et leur capacité à effectivement immuniser l'État des conséquences de la crise financière.

b) Incertitudes persistantes dans le système financier

**Ces trois facteurs créent une incertitude toujours forte au sein du système financier, que la supervision doit s'efforcer de diminuer.** Pour cela, il est nécessaire d'achever et de stabiliser la réforme réglementaire du Comité de Bâle, dont le caractère international garantit la stabilité.

En revanche, les fonctions de réaction du superviseur ne doivent pas être rigidifiées ; c'est sa flexibilité qui confère à la supervision sa valeur ajoutée. Les règles sont des outils d'amélioration des pratiques de gestion des risques. Le propre des crises est qu'elles surviennent en contournant les règles en vigueur : la supervision doit donc analyser avec souplesse l'ensemble des risques qui pourraient émerger.

L'écosystème de la régulation doit également renforcer son intégration, en renforçant les interactions des superviseurs avec les établissements d'une part, mais également avec le milieu réglementaire, académique, et avec le public.

c) Nécessaires améliorations

Si la France n'a pas été aussi exposée aux dernières crises que d'autres États européens, alors qu'elle n'était pas la plus prudente sur le plan des fonds propres, c'est en raison de trois facteurs majeurs :

• Le régime très favorable de l'assurance vie et sa nette diversification.

- La qualité de la culture du risque :
  - Forte culture du contrôle interne, à la fois au sein de la réglementation mais également de la part des dirigeants effectifs.
  - Une supervision suffisamment intrusive grâce au contrôle sur place, qui permet d'approfondir la connaissance des établissements.
  - La qualité de l'interaction entre superviseur et établissements.

**Toutefois, la supervision européenne dispose encore de certaines marges d'amélioration :**

**Le dialogue entre superviseur et assujetti doit se baser sur le jugement**, à l'opposé de la « templéisation de la supervision » (de « template »). L'intérêt d'un superviseur européen réside justement dans sa capacité à émettre un jugement sans biais national (assurer la non-capture du superviseur). Le superviseur doit impérativement privilégier une approche par les risques sur une approche par les règles.

La France représente 20% de l'économie de l'UE, et pourrait devenir encore plus prépondérante selon la trajectoire que suivra le Royaume-Uni. À ce titre, **la France doit poursuivre et intensifier sa participation aux travaux européens.**

L'ACPR dispose également d'un degré d'intégration plus élevé que la moyenne des autorités européennes, ce qui lui confère une plus grande liberté pour développer des contrôles à l'échelle infra-réglementaire, et en particuliers concernant les risques émergents (cyber risque, risque climatique, fintech / big tech). L'ACPR se doit d'explorer ces sujets qui ne sont pas encore des risques réglementaires, mais qui sont assurément destinés à la devenir.

**Questions / réponses :**

Difficultés pour aborder les risques émergents. Après la crise, avez-vous le sentiment que le dialogue entre superviseur et régulateur s'est amélioré pour renforcer leur capacité à anticiper les crises ?

lioré pour renforcer leur capacité à anticiper les crises ?

- Le point d'aveuglement qui a permis 2008, c'est que les modèles qui fonctionnaient en on-going ne fonctionnaient pas en cas de crise. Une des réponses est de mettre une partie des fonds-propres non-sensibles aux risques, qui permet donc de faire face à des risques imprévus.
- L'infra-réglementaire : le régulateur cherche à regarder au-delà de la réglementation, mais pour l'instant sans consensus ni sans approche coopérative.

Comment atténuer la méfiance entre les superviseurs qui se traduit par des votes non-consensuels au SB de la BCE sur l'émergence de géants bancaires transnationaux et sur la meilleure intégration des marchés financiers de capitaux ?

- La BCE est en faveur de l'intégration, mais fait face à un blocage politique très fort. Il faut montrer tous les bénéfices de l'unification des marchés (i.e.: économies d'échelle).

Le terme « prudentiel » comporte un grand nombre d'acceptations. En France, l'ACPR a adopté une conception extensive en prenant notamment la responsabilité de la LCB-FT et de la surveillance des relations avec la clientèle. Peut-on imaginer que le MSU voie ses responsabilités s'élargir à terme, ou que cette forme de surveillance soit déléguée à une autre autorité européenne ?

- La BCE ne souhaite pas s'emparer de la compétence LCB-FT et demande la création d'une autorité européenne dédiée. Quant à la relation avec la clientèle, la compétence est partagée avec les autorités des marchés financiers.

Pensez-vous que l'asymétrie qui existe entre le superviseur et les établissements en termes de moyens, de compétence et de connaissance

de l'établissement est une limite à l'efficacité de la supervision ?

- Le rôle du superviseur est de faire renforcer les fonctions de contrôle interne des banques. Le superviseur dispose également d'une connaissance plus poussée de la réglementation, et travaille avec des benchmarks horizontaux qui soutiennent son jugement.

Une seule banque européenne est présente dans le top 10 des banques mondiales actuellement (HSBC) : pourquoi ? N'est-ce pas un risque pour la compétitivité européenne ?

- Les déterminants fondamentaux de la structure des business model sont sous-tendus par la taille du marché économique : l'Europe est fragmentée, les US ne le sont pas. Ce n'est donc pas la régulation qui est à l'origine de cette asymétrie.

Fintech / bigtech : la supervision se digitalise-t-elle ?

- La supervision doit adopter un biais favorable à l'innovation. À noter que les innovations sont dans l'ensemble récupérées par les existants : les fintechs qui marchent sont rapidement rachetées par des banques.



# Le tic-tac de l'horloge climatique

## par Christian de PERTHUIS

Christian de Perthuis est Professeur à l'université Paris-Dauphine, Fondateur de la chaire Economie du Climat hébergée à l'Institut Louis Bachelier. Il a commencé sa carrière dans le secteur agricole avant d'occuper des fonctions de direction dans deux instituts de recherche économique : Rexecode et le Bipe. Dans les années 2000, il a dirigé la « Mission climat » de la Caisse des Dépôts. Il a conduit différentes missions pour les pouvoirs publics, dont la présidence du Comité pour la Fiscalité Ecologique et il contribue à la réflexion du Cercle Les Echos. Christian de Perthuis est auteur d'une dizaine d'ouvrages, particulièrement sur la thématique du climat.

Christian de Perthuis

Préface de Jean Jouzel

# LE TIC-TAC DE L'HORLOGE CLIMATIQUE



UNE COURSE CONTRE LA MONTRE  
POUR LE CLIMAT



Pour contenir le réchauffement en dessous de 2° C, il faut changer les règles du jeu économique. Les instruments à utiliser concernent le climat, mais aussi la justice sociale et les autres facettes de la crise environnementale. Le recours aux énergies fossiles a été à la source de la croissance du XXe siècle et de ses impacts sur la planète. La sortie du règne des fossiles sera la grande affaire du XXIe siècle. Cette transition énergétique a démarré, mais elle ne met pas nos sociétés à l'abri du risque climatique.

En effet, son rythme n'est pas en phase avec le tic-tac de l'horloge climatique et elle ne permet pas de faire face à l'appauvrissement du milieu naturel qui réduit sa capacité d'absorption du CO<sub>2</sub>. Pour viser la neutralité carbone, il convient d'opérer une double mutation : accélérer la transition énergétique en désinvestissant des actifs liés aux énergies fossiles et protéger les puits de carbone terrestres et océaniques en investissant dans la diversité du vivant. Il faut simultanément se préparer au durcissement des impacts du réchauffement, inévitables compte-tenu du trop-plein de gaz à effet de serre déjà accumulé dans l'atmosphère.

Au-delà des constats solidement documentés, la thèse de l'auteur est que le changement climatique va contraindre nos sociétés à remettre en cause leurs modèles de croissance. Pour opérer ces mutations, il convient d'introduire une tarification carbone à grande échelle et des normes contraignantes. Pour mobiliser l'action du plus grand nombre, ces nouvelles régulations devront répondre à des critères rigoureux de justice climatique.

### “Le propos du livre repose sur trois idées centrales :

1. Il y a une urgence climatique, et le dire ne signifie pas qu'on est « col-

lapsionniste » : elle peut au contraire ouvrir sur la promesse d'un monde meilleur.

2. Pour se rapprocher de la neutralité carbone et stabiliser le climat, il faut marcher sur deux jambes. Il faut d'abord évidemment réduire les émissions brutes : c'est la transition énergétique, qui est en cours, mais on est encore très loin du compte. Sur le plan financier, l'élément le plus difficile ne va pas être d'investir, mais plutôt de désinvestir : on continue aujourd'hui à beaucoup investir dans les énergies fossiles, tout en sachant qu'on va être obligé d'abandonner une partie considérable des actifs qu'on est en train de créer. La seconde jambe de la neutralité carbone, c'est la capacité d'absorption du carbone atmosphérique par les puits de carbone, qui pose la question fondamentale du lien entre le changement climatique et les autres grands paramètres de l'équilibre écologique, notamment la biodiversité.

3. La question de la justice climatique est essentielle pour notre construction du futur, et on doit pouvoir la traiter autrement que sous une forme militante, sur la base de quatre critères décrits plus loin.

Pour les économistes, la question du climat pose la question essentielle du fonctionnement du marché et du contenu des valeurs échangées. De la même façon qu'aucune construction morale n'avait empêchée, comme l'a décrit superbement le romancier indien Amitav Ghosh, qu'un marché d'offre et demande se crée autour du commerce de l'opium au 19e siècle en Chine, en conduisant à un profit immédiat mais parallèlement à l'élimination des cultures vivrières dans le Golfe du Bengale, il n'existe pas de loi du marché qui empêche de faire commerce de produits impliquant des émissions CO<sub>2</sub> mais générant un gain immédiat. Les économistes ne sont bien

sûr pas d'accord entre eux. Pour les économistes orthodoxes, comme Jean Tirole ou William Nordhaus, qui est le premier à avoir eu le prix Nobel pour ses études sur le climat, avec le marché et les puits de carbone, ça va bien se passer ; d'autres préconisent des normes ; pour d'autres encore, il faut un grand green deal par une espèce d'Etat souverain clairvoyant qui va organiser la solution grâce à des investissements publics. En réalité, les constructions théoriques doivent être évaluées en fonction de ce qui se passe dans le monde réel, dans un aller-retour permanent entre la théorie et le réel.

On a commencé la négociation internationale sur le climat en 1990, cela fait donc 30 ans qu'il y a une approche internationale du climat. Les émissions mondiales de gaz à effet de serre ont ralenti dans la décennie 2010 après avoir très fortement accéléré dans la décennie précédente, mais on n'est pas encore tout à fait certain que la situation soit stabilisée. Pour définir une trajectoire qui modifie fondamentalement les choses, tout va en réalité se jouer en Asie : même si Europe, les Etats-Unis et autres pays occidentaux réduisent fortement leurs émissions, ils ne sont plus du tout en situation d'avoir une influence suffisante sur les émissions globales. On vit depuis 1970 un retour de l'histoire : au moment la guerre de l'opium, Chine et Inde produisent à peu près autant de richesses que le reste du monde ; en 1970 au moment du 1er choc pétrolier, Chine et Inde ont un niveau de richesse par habitant 15 fois inférieur à celui des pays développés et produisent moins de 10 % de la richesse mondiale ; et depuis 1970 on observe une délocalisation vers l'Asie, qui est en réalité plutôt une relocalisation. Ce constat renvoie au lien entre le changement climatique et la croissance.

## I. Il y a une urgence climatique.

Il est minuit moins très peu de temps.

Ce qui produit le réchauffement de la planète, ce n'est pas le flux annuel des émissions, mais la variation du stock de gaz à effet de serre. Le principal gaz à effet de serre d'origine anthropique est le CO<sup>2</sup> : sa concentration est passée de 280 ppm (parties par million) à l'ère préindustrielle à un peu plus de 400 ppm l'année dernière. Cette variation du stock est extraordinairement inerte : stabiliser un stock est beaucoup plus compliqué que stabiliser un flux. On le voit bien par exemple pour la rénovation des logements (chaque année, on construit moins de 1 % du parc ; si on se base uniquement sur le flux de logements neufs pour rénover le parc, ça va prendre très longtemps) ou pour le parc automobile. Le changement climatique est ainsi essentiellement un problème de stock et non de flux. Le réchauffement dépend un peu des émissions que nous produisons aujourd'hui, mais surtout du cumul des émissions que nous faisons depuis un siècle et demi. En raison de cette très forte inertie, même si on arrive à réduire très fortement les émissions à court terme, le réchauffement reste un énorme challenge, très compliqué de gérer politiquement. On n'est pas près de sortir des tensions dans les sociétés, car on va demander des efforts aux individus sans visibilité de court terme : ce n'est en effet qu'après 2050 que les trajectoires seront très différentes selon les résultats qu'on aura obtenus pendant une ou deux décennies.

Dans la question de la permanence des gaz à effet de serre dans l'atmosphère, le poids du CO<sup>2</sup> est central, pas uniquement parce qu'il est le principal gaz à effet de serre d'origine anthropique (70 % des émissions), mais aussi parce qu'il évolue dans l'atmosphère de façon différente des autres gaz à effet de

serre comme le méthane ou H<sup>2</sup>O qui disparaissent par réaction chimique dans un modèle classique flux-stock, alors que le carbone entre et sort en permanence dans l'atmosphère dans un cycle permanent, avec des puits de carbone qui absorbent du CO<sup>2</sup>.

Le plus important d'entre eux est l'océan (ce n'est pas un hasard si le dernier rapport du GIEC est focalisé sur l'océan) : le carbone se dissout en surface et la capacité de stockage va dépendre de la pompe océanique : la photosynthèse et les flux intra-océaniques vont permettre de transporter le carbone de surface vers les profondeurs en un processus lent, qui est lié principalement à la biodiversité. L'autre puits de carbone est évidemment le puits terrestre avec les sols et les arbres. Ainsi la deuxième composante très importante pour le changement climatique va être la capacité de notre système océanique et terrestre à absorber le carbone. Cette question du stockage naturel du carbone est évidemment la question essentielle, beaucoup la plus importante que ce qu'on appelle les dispositifs de CCS (Carbon and Capture Storage) de capture de carbone de façon technologique et artificielle, qui ne pourront aider que marginalement.

Donc pour stabiliser le climat, il faut stabiliser le stock en faisant deux choses : d'une part réduire massivement les émissions, d'autre part maintenir, voire renforcer, la capacité de stockage des puits de carbone. Quand on arrive à l'égalité entre les émissions et la capacité des émissions de carbone, on atteint la neutralité carbone. C'est pour cela qu'exprimer des objectifs climatiques en termes de neutralité fait sens parce que celle-ci va permettre la stabilisation du stock. Tant que nous n'avons pas stabilisé le stock, nous sommes dans une situation de très grand risque sur l'amplification des dommages climatiques.

## II. Les transformations que nos sociétés devront réaliser pour viser la neutralité carbone doivent maintenant être examinées.

Il y a ici deux dimensions. D'abord, la transition énergétique, domaine dans lequel on a le plus avancé. Et puis la question des puits de carbone, qui est la question la plus stratégique sur le changement climatique à long terme, celle du carbone vivant : une fois qu'on sera sorti des énergies fossiles - c'est une question de temps mais on va y arriver, même si c'est trop lent -, dans quel état on va laisser le milieu naturel ? Cela montre que le changement climatique est très lié à d'autres grandes questions écologiques, au premier rang desquelles la question de la diversité du vivant.

**Sur la transition énergétique**, il y a trois domaines à considérer.

**1. La bascule vers les énergies renouvelables.** Dans ce domaine, toutes les projections ont été dépassées depuis 10 ans. Il y a une nouvelle donne, pas spécifiquement européenne (même si l'Europe a très mal joué le coup sur le photovoltaïque et peut-être aussi sur les batteries) mais vraiment mondiale. Aujourd'hui, pour produire de l'électricité au moindre coût, de plus en plus souvent les sources renouvelables s'imposent contre les autres sources du système, même si existent des problématiques d'intermittence. Ce ne sont pas tant les progrès techniques qui ont permis cette évolution historique (on avait déjà l'essentiel de la technique des éoliennes dans les années 50) mais le changement d'échelle, permis par la baisse des coûts, selon une mécanique très classique du modèle capitaliste. Est-ce que cette nouvelle donne va résoudre la question ? Non pour la bonne raison que les fossiles résistent.



## 2. Les fossiles font de la résistance.

On est très loin d'une sortie de notre dépendance aux fossiles. L'économie de l'énergie est une économie des rentes. Des générations de théoriciens du système électrique ont théorisé le prix de l'électricité et la rente intra-marginale ; pour les fossiles, c'est pareil. Ainsi la baisse des coûts des renouvelables ne va pas suffire, et il va falloir accélérer. Pour cela, soit on met en place des instruments économiques intelligents, et au premier rang desquels une tarification du CO<sup>2</sup> consistant à renchérir les coûts des fossiles - par des marchés de quotas ou par des taxes, mais en principe pas les deux -, soit on met en place des normes et régulations, souvent plus perverses et plus complexes pour le fonctionnement de l'économie, surtout pour un système global, car il est plus facile de normaliser un secteur (comme ce qui a été fait pour la couche d'ozone) que de normaliser l'économie.

## 3. La redistribution des gains d'efficacité.

Il y a beaucoup d'illusion à se dire que les gains d'efficacité énergétique vont apporter la solution, car il faut tenir compte du mécanisme de l'effet rebond. Une accélération des gains d'efficacité conduit à une réduction du coût d'usage, et les utilisateurs (ménages ou entreprises) ont alors tendance à augmenter les quantités consommées ; une grande partie des gains d'efficacité est ainsi mangée par une nouvelle demande. Les scénarios énergétiques bas carbone de l'AIE, qui constituent pourtant une référence, ne fonctionnent souvent pas, car on intègre les gains d'efficacité énergétique sans prendre en compte l'effet rebond, qui est une application de base du capitalisme : pour élargir des marchés, soit on différencie les produits, soit on joue sur l'économie d'efficacité, et on baisse les coûts pour créer de nouveaux marchés. C'est ce qui se passe pour l'énergie.

La question centrale sur l'efficacité est la redistribution des gains. Si elle va toujours au consommateur comme dans la mécanique capitaliste classique, on n'arrivera pas à freiner suffisamment l'usage de l'énergie. Il y a bien sûr là une question redistributive. On peut illustrer cette question par l'exemple de la cuisson traditionnelle dans les pays en développement. Aujourd'hui la pollution atmosphérique de loin la plus grave et la plus mortelle, c'est celle de la cuisson traditionnelle dans ces pays où la personne qui cuisine sur un système traditionnel à 3 pierres sans évacuation de fumée n'est pas protégée. Même si c'est un domaine sur lequel on a beaucoup moins progressé que pour l'accès à l'électricité, certains pays ont eu une politique nationale volontariste, mais cela oriente vers les énergies fossiles, essentiellement le gaz. Il faudrait trouver un système économique dans lequel on redistribue les gains d'efficacité pour les consommations vitales ou socialement utiles, et pas pour les consommations superflues voire nuisibles. Le transport aérien, devenu un transport de masse, est un autre exemple compliqué aisés et de redistribution des gains d'efficacité entre utilisateurs de niveaux de richesse très différents.

La transition bas carbone a démarré et on va sortir les fossiles. Ce sera compliqué dans certains usages industriels, comme la production d'acier. Le problème est qu'on le fait trop lentement et que tout retard pris se paie dans l'avenir.

### Le carbone vivant et les puits de carbone.

**L'océan tout d'abord.** On connaît très mal le fonctionnement de la vie à l'intérieur des océans. Le GIEC de la biodiversité présente dans son premier rapport d'évaluation de l'état de la biodiversité en mai 2019 une synthèse des connaissances sur la biodiversité dans les océans. Les indi-

ces qu'on a montrent que la capacité d'absorption de la pompe océanique risque d'être très fortement altérée par les interventions humaines : la surpêche, les pollutions, mais aussi le réchauffement climatique, d'où un effet d'accélération. Il faut gérer ce bien commun qu'est l'océan, même si c'est complexe.

L'exemple de la loutre, le plus petit mammifère marin qui a été chassée par des trappeurs russes pour la qualité de sa fourrure, est intéressant. La loutre a d'ailleurs fait l'objet du 1er traité international sur la protection des espèces porte en 1911. Les oursins, qui prolifèrent quand ils ne sont pas consommés par les loutres chassées, mangent des algues, ce qui contribue à la diminution de la capacité de stockage du CO<sup>2</sup>. Le repeuplement de la loutre en Colombie britannique a permis de reconstituer significativement la capacité de stockage du CO<sup>2</sup>. Cette histoire révèle la menace à laquelle nous sommes confrontés si les écosystèmes marins s'appauvrissent fortement. Le seul domaine qui est vraiment documenté est celui de la Grand Barrière de corail qui stocke également du carbone, est extrêmement riche en biodiversité, et très fragile.

**Et puis l'agriculture et la forêt.** Ce qui permet de stocker le CO<sup>2</sup> sous terre, c'est la croissance des plantes. Faire disparaître des plantes, particulièrement des plantes pérennes comme la forêt, a un impact immédiatement négatif pour le CO<sup>2</sup>. La déforestation a toujours accompagné l'expansion de la vie humaine (sous les Romains, au 11e siècle en Europe, aux Etats-Unis entre 1850 et 1950, et maintenant pour la forêt tropicale). Le Brésil est le seul pays à avoir fortement réduit sa déforestation dans les années 2000 (division par 4) parce qu'on a modifié les politiques agricoles, avec notamment le moratoire soja. Agir sur la déforestation implique d'agir

sur l'agriculture, cause essentielle de la déforestation. En Indonésie également, on arrêtera la déforestation si on arrive à gérer autrement les systèmes agricoles, qu'il s'agisse des systèmes de grandes plantations tournées vers l'exportation ou des systèmes vivriers, sans vision manichéiste.

Le potentiel de capacité de stockage du CO<sup>2</sup> ne dépend pas seulement du changement d'affectation de la forêt vers l'agriculture. Il dépend aussi de la façon dont on cultive le sol et de son utilisation pour produire soit des végétaux soit des animaux. On est là dans le champ de l'agroécologie, un champ absolument majeur si on veut arriver à reconstituer la capacité de stockage du CO<sup>2</sup>. L'agriculture est la 1<sup>ère</sup> source d'émission des deux principaux gaz à effet de serre hors CO<sup>2</sup> que sont le méthane et le N<sup>2</sup>O (protoxyde d'azote). Même si elle est parfois mal posée par les adeptes des régimes végan, la question du régime alimentaire, et notamment de la proportion des produits carnés dans l'alimentation est une vraie question. Il faut la poser non pas tellement au regard de nos modes occidentaux d'alimentation, mais de ce qui se passe dans deux pays énormes qui sont la Chine et l'Inde : si dans la ration alimentaire de Chine et d'Inde au début des années 60, il y avait à peu près la même proportion de produits carnés, aujourd'hui on consomme en Chine presque autant de viande qu'en Europe occidentale, alors que l'Inde a maintenu un régime très différent, pour des raisons notamment culturelles.

Le dérèglement du climat est la manifestation de dérèglements plus profonds, ceux des systèmes de régulation naturelle. Le dérèglement le plus complet et le plus difficile à régler est celui de la biodiversité. Agir sur le carbone vivant signifie qu'il faut investir sur la biodiversité.

**III. La justice climatique** doit être une composante essentielle des politiques climatiques. On peut être frappé par la multiplication des recours contre les autorités sur le sujet du climat. Le gouvernement hollandais, par exemple, a été jugé par l'équivalent local du Conseil d'Etat, qui a donné raison aux citoyens réclamant une baisse des émissions. La judiciarisation révèle une question sous-jacente qui est la justice climatique. Quels sont les critères de justice climatique ?

La question climat se rattache au dossier de l'égalité. Il faut éviter dans ce domaine les raccourcis faciles, car n'y a pas de relation bijective entre la réduction des inégalités et l'évolution du climat. Certains qui disent qu'en réduisant les inégalités, on facilite l'action contre le changement climatique : en réalité, la réduction des inégalités, tout à échelle internationale, est plutôt une des causes majeures d'accélération des émissions sur la période récente car la réduction de la pauvreté dans les grands pays en développement entraîne une consommation accrue d'énergie, essentiellement fossile. Mais il y a tout de même un lien entre évolution climatique et inégalités. Les impacts du changement climatique frappent généralement plus durement les pays pauvres que les pays riches, et à l'intérieur des pays les plus frappés ne sont pas les riches, qui ont des moyens d'information ou de protection plus forts. Si on n'y prend pas garde, le réchauffement climatique va générer de nouvelles inégalités. Il faut donc inclure la justice climatique dans les politiques climatiques, sur la base de 4 critères qui permettent de juger si cette intégration est faite de façon pertinente.

**1. La référence à la justice communautaire** : si on veut justice, il faut des critères impartiaux de mesure et assoier les politiques climatiques sur une métrique absolument in-

dépendante, externe, vérifiée, validée par les sciences. Cela rejoint dans les négociations la question du MRV (monitoring reporting verification), mais on en est très loin aujourd'hui, et beaucoup de sources, notamment étatiques, ne présentent pas ces garanties d'indépendance.

**2. Le principe du pollueur payeur.** Beaucoup de politiques climatiques ne sont pas basées sur ce principe, pourtant basique. On va souvent payer le pollueur pour qu'il ne soit plus pollueur : pour organiser la sortie du charbon en Allemagne, l'Etat et les Länder se sont engagés à hauteur de 80 Md€ en indemnisation. Il serait beaucoup plus efficace de monter le prix du CO<sup>2</sup>.

**3. L'adaptation au changement climatique.** Il est indispensable que les politiques climatiques traitent des impacts qui frappent aujourd'hui les populations, sujet qui va beaucoup monter en puissance dans les négociations internationales. Il faut par exemple de façon évidente investir dans le renforcement de la résilience du Delta du Mékong, une des zones du monde les plus exposées aux conséquences du changement climatique. Les adaptations passent par l'agriculture, parce que le delta est le grenier à riz, première source alimentaire dans le monde. S'il existe en France en principe une stratégie nationale du changement climatique, il n'y a pas de politique sérieuse d'adaptation au changement climatique, sans lequel pourtant il y aura toujours un problème d'acceptabilité. Au début des années 60, les pays développés se sont engagés à verser 0,7 % de leur PIB au titre de l'aide publique au développement, mais cela n'a jamais été totalement fait : aujourd'hui, la question de l'adaptation nécessite qu'on investisse massivement dans l'accroissement de la résilience au changement, et ce n'est probablement pas 0,7 % du PIB, mais beau-

coup plus, qu'il faut y consacrer.

**4. La vigilance sur un effet possible d'aggravation des inégalités** dans les politiques d'adaptation au changement climatique. Ces politiques aggravent souvent en fait les inégalités préexistantes. La taxe carbone est clairement anti-redistributive, et il domme que n'ait pas été entendue la recommandation faite dans un rapport que j'ai remis en 2013 au Ministre des finances préconisant qu'on mette 30 % du produit de taxe carbone au titre de la compensation financière dirigée vers les bas revenus. Il existe, en France ou à l'international, de très nombreux instruments de politique climatique anti-redistributifs, comme le bonus-malus automobile, qui était assez redistributif au démarrage en taxant les gros véhicules 4x4, mais se trouve dévoyé en subventionnant aujourd'hui de fait les véhicules électriques auquel ont accès plutôt les classes supérieures.

\*

Très souvent le progrès ne se décide pas à l'avance, mais est plutôt issu de réactions des sociétés à des chocs (guerres, révolutions, ...). On doit aujourd'hui faire face à un choc climatique. Et cela peut être la promesse d'un monde meilleur, si l'on sait introduire une dimension de justice climatique dans l'action collective, dans une logique de coopération plutôt que de compétition.

On peut faire ici appel à deux références intellectuelles. John Stuart Mill d'abord : économiste et penseur, il est le premier à avoir attiré l'attention sur le fait que l'accumulation de biens matériels génère des effets pervers, et qu'il n'y a pas grand sens à un accroissement infini de la quantité de biens ; il a ainsi prôné à partir d'un certain niveau de richesses, non la décroissance comme Malthus, mais un état de stabilisation volon-

taire. Il fait ainsi réfléchir au sens de la croissance et du développement, et l'on a certainement tort de caricaturer les gens qui réfléchissent à l'arrêt de la croissance, même s'ils ne s'expriment pas toujours de façon toujours mesurée. L'autre figure de référence, c'est Spinoza. Il y a une querelle philosophique majeure au 17<sup>e</sup> siècle en Europe entre Descartes et Spinoza. Descartes, c'est la philosophie de l'individualisme, et de la primauté absolue de l'homme sur les espèces vivantes, en considérant que la nature aurait été mise là pour que l'homme l'utilise à son profit. Pour Spinoza au contraire, l'homme n'est qu'une des modalités de la nature, qu'il ne s'agit pas de maîtriser à tout prix : on est ici dans une vision assez proche de celle de certains philosophes indiens ou chinois, où il faut se fondre dans un tout, et où l'individu qui n'est qu'un membre d'une communauté infiniment plus large. Une bonne façon de réfléchir à l'éthique que l'on doit mobiliser face au changement climatique, c'est ainsi de relire l'éthique de Spinoza".

# L'usage de la **blockchain** dans la finance : quelle **confiance** et quels **risques** ?

## Alain Clot Président de France Fintech

Il introduit l'atelier en rappelant qu'il participe à de nombreux jurys où sont employés beaucoup de buzzwords : développement durable, Intelligence Artificielle, Blockchain, qui donnent des aspects de modernité mais qu'il y a beaucoup de proof of concept et peu de mise en production industrielle. Il souligne que qu'il y a eu la même euphorie sur les Crypto monnaies et les ICO, et rappelle que 40% des ICO n'ont pas trouvé d'investisseurs. Il faut regarder les faits, les chiffres, les parts de marché pour appréhender la réalité. Il évoque l'intérêt de l'histoire et de la géographie pour appréhender la Blockchain, mélange de technologie avec des fonctionnalités, et d'idéologie avec une tradition libertarienne opposée au pouvoir central. C'est une nouvelle technologie dont le potentiel a été surestimé à court terme et sous-estimé à moyen terme.

Ses avantages résident dans les gains de productivité, la traçabilité, le financement de l'économie avec une mise en relation des acteurs via un système sécurisé, l'inclusion via les transferts d'argent. Selon The Economist c'est une machine à fabriquer de la confiance et le Sous Gouverneur de la banque de France Jean-Pierre Landau la définit comme outil de gouvernance.

En conclusion, il estime que le potentiel est important mais il y a beaucoup de sémantique et de concepts, des difficultés techniques, telles que la consommation d'énergie et la convergence des standards, ainsi que la lutte contre le blanchiment. Il y a un vrai raisonnement sur la valeur d'usage à comparer à une valeur d'échange pour reprendre la théorie de Marx.

Un mot sur la Libra qu'il estime très adossée à la zone dollar, avec une surpondération de la livre sterling et de la monnaie de Singapour. Ce choix de panier de devises avec une sous pondération de l'euro introduit un risque de change. Ce mécanisme rappelle celui des DTS (Droits de Tirage Spéciaux) introduits en 1969.

## Thibault Verbiest, Avocat Associé chez DS Avocats

Il voit se dessiner trois grands ensembles, qui vont déterminer trois grandes catégories d'acteurs. Il reprend les distinctions faites par le régulateur suisse FINMA

- a) Crypto monnaies de type Bitcoin avec une fonction monétaire
- b) Utility Token qui donne accès à des applications
- c) Security Token assimilés à des investissements

A chaque fois le raisonnement juridique sera différent.

Libra bouscule cette classification et nous met mal à l'aise.

1. Pour la fonction monétaire, il rappelle que la seule monnaie légale est l'euro selon la définition du Code monétaire et financier. Si la Cour de Justice de la Communauté Européenne a estimé il y a trois ans que le Bitcoin était une devise au sens du droit fiscal (exemption de l'application de TVA car considéré comme du change de devises), l'autonomie du droit fiscal ne donne pas la valeur de monnaie au Bitcoin.

Au sens économique il y a débat car la crypto monnaie

a une valeur d'échange.

La révision de la 5ème Directive LCB-FT a introduit une réglementation des deux acteurs principaux : les plates formes d'échange (cryptomonnaie vs FIAT) et les dépositaires (wallet custodians). Mais la transposition de la 5ème Directive prévue pour janvier 2020 donne lieu à différences entre Etats membres et l'Allemagne est allé plus loin en considérant les crypto monnaies comme des instruments financiers C'est une exception majeure.

Dans les cryptomonnaies il mentionne les Stablecoin : la Blockchain est utilisée pour émettre des jetons, mécanisme utilisé pour stabiliser le prix, selon une parité 1 unité de stable coin = 1 unité de d'une monnaie nationale. Il cite en exemple Gemini et Theter. Ce réseau fonctionne comme une monnaie à l'exemple de Paypal pour les transferts. Les valeurs de Stablecoin sont déterminées par un algorithme dans une logique d'investissement, l'émission de titres financiers (token) s'apparentant à la titrisation.

Libra n'est pas clair, le régulateur suisse peut la considérer comme une monnaie électronique et comme prestataire de Service de paiement (PSP). Elle pourrait fonctionner sous couvert d'un établissement de monnaie électronique de doit suisse. Mais le fonctionnement d'une telle neo banque avec 2 Mds d'utilisateurs fait peur aux Etats. On voudrait que Facebook reste dans la phase applicative (pas de monnaie, pas d'investissement), et que les banques centrales émettent leur cryptomonnaie.

2. Pour les jetons utilitaires il existe une ambiguïté : le bitcoin a une vision monétaire tandis que Ethereum a une vision applicative, d'où sont nés les Utility Token. Création de jetons utilitaires pour utiliser un service mais bulle des ICO a explosé

car pas de sous-jacent économique qui tienne la route. La réglementation en Europe accorde le même traitement que les cryptomonnaies (sauf en Allemagne). Différence également avec les USA où les Utility Token peuvent être dans certains cas considérés comme des instruments financiers (si investissement). En France la loi Pacte a apporté une réponse adaptée avec un système optionnel qui est un choix politique. L'ESMA a rappelé qu'on est tenu par la lettre des textes européens.

3. Concernant les Security Token, ils ont une fonction d'investissement et leur mécanisme ressemble à la titrisation. C'est comparable à du troc avec une fonction d'échange mais reste d'abord une fonction d'investissement.

### **Domitille Dessertine, Directrice de la division Fintech, Innovation et Compétitivité de l'AMF**

Elle rappelle que l'AMF est le régulateur des marchés et des instruments financiers et qu'elle a des compétences communes avec l'ACPR. Les cryptoactifs viennent fortement interroger le cadre existant et la catégorisation est très difficile à mettre en œuvre, avec des frontières entre monnaie, monnaie électronique, applications difficiles à définir.

L'équipe qu'elle dirige a été créée il y a 3 ans et demi pour constituer un point d'entrée unique, avec des échanges très riches et environ 600 rendez-vous avec des start up et des grands groupes. Elle évoque un constat global de changement dans l'environnement financier, de profonde mutation (Machine Learning, IA, Big Data..) qui se traduit par une transformation des métiers de la finance : financement des entreprises ,liquidité des marchés, gestion d'actifs avec le développement de la gestion passive indicelle, les financements privés ( venture capital, private equity) , une automatisa-

tion plus forte. Pour le post marché et les infrastructures, la Blockchain est un enjeu de rationalisation et d'efficacité des back offices.

Dans ce contexte l'analyse de l'AMF a été de déterminer les obstacles réglementaires. Début 2007 elle a analysé le marché des ICO, avec des grosses problématiques d'arnaques et de fraude sur ce marché, suivie d'une consultation des acteurs. S'est ensuit une réglementation ad hoc qui rejoint les spécificités de cet environnement.

L'optionnalité du cadre règlementaire est nouveau pour l'AMF et soulève des challenges, il faut voir dans la durée comment cela s'applique. Le cadre a été fixé en mai 2019 par la loi PACTE autour des ICO qui est un premier volet avec le marché primaire. La réflexion suivante a été de traiter le reste de l'écosystème et le marché secondaire avec le cadre de négociation, même si le marché des échanges est concentré aux USA (cf Coinbase) et en Asie (Hong-Kong, Singapour, Japon). Le deuxième cadre proposé est celui des PSAN, Prestataires sur Actifs Numériques, par opposition aux actifs financiers. Ce cadre très large comprend les activités de négociation, de courtage (cryptomonnaie vs FIAT ou entre elles), conservation, RTO, prise fermes, conseil.

Il s'agit de prendre en compte les spécificités des actifs numériques mais aussi les règles existantes des marchés traditionnels des instruments financiers. Par exemple une instruction de l'AMF de juin 2019 précise le modèle de white Paper (document d'information standardisé) pour obtenir le visa AMF, et l'information sur les risques. Une différence majeure cependant, l'exigence de vérification du KYC pour répondre à la législation LCB-FT doit être effectuée par l'émetteur et la réglementation MIFID s'applique

(règles de négociation validée par l'AMF, enregistrement des contreparties validées par l'ACPR). Dans le domaine de la conservation, la sécurisation des fonds pendant la levée est réalisée via un smart contract, il faut s'assurer de la sécurisation des fonds pendant la levée de fonds. Il y a un volet LCB-FT obligatoire aussi bien pour la conservation des actifs numériques que pour le courtage de cryptomonnaies vs FIAT, résultat de la transposition de la 5ème directive.

L'objectif est d'attirer en France des acteurs du marché qui souhaitent être réglementés, afin d'accroître la protection des investisseurs. La grande distinction réside entre les instruments financiers et le reste. Les Security Token ne sont pas couverts par la loi Pacte, ils testent des instruments financiers qui tombent dans les cadres existants.

La France a été précurseur avec l'ordonnance Blockchain de 2017 qui permet d'échanger des instruments financiers non-côtés sur une Blockchain, et dématérialiser ainsi la tenue de registre pour les émetteurs. La prochaine étape porte sur les instruments financiers cotés, avec le développement du marché des Security Token mais il existe des obstacles réglementaires. L'ESMA a établi un rapport en janvier qui fait un état des lieux sur ces obstacles qui portent sur le post trade (Directive FINALITE notamment), à modifier pour les adapter à la Blockchain. La Commission européenne va se pencher dessus lors de la prochaine mandature.

L'AMF regarde également la problématique du Stablecoin, qui pourrait être une monnaie avec un niveau de sécurité équivalent à un instrument financier. Une monnaie qui offre une sécurité titre contre cash sur la Blockchain, qui renvoie au débat Instruments financier / Blockchain. Le président de l'AMF Robert Ophéle a évoqué début octobre la créa-

tion d'une monnaie interbancaire sur la Blockchain. Les briques sont posées mais on n'est pas au bout de l'exercice. Il reste à diffuser cela en Europe, mais cela interroge des fondements de droits nationaux.

### Nadia Filali, Directrice des programmes Blockchain, CDC

Elle aborde les impacts opérationnels et de de gouvernance. Ce programme a été lancé à la CDC en 2015 suite à une réflexion sur le Bitcoin qui est utilisé par la nouvelle génération, et actif sans sous-jacent. Il mesure l'impact sur les métiers et les clients reprend plusieurs thématiques.

Il y a un volet crypto actifs avec un sujet crypto monnaie, et un sujet jetons / ICI/STO. Sujets importants car monde en mutation et aujourd'hui les filières industrielles sont traitées de façon monolithique et pour se protéger, alors que les GAFA développent un service dans une logique que vais-je apporter (de plus) à un consommateur. La Libra n'est pas conçu uniquement comme monnaie, c'est aussi un échange d'actifs d'un écosystème entre consommateurs Elle apporte un service financier avec une identité numérique. La Blockchain introduit un nouveau paradigme et permet d'échanger de la valeur.

2ème sujet l'apparition de nouveaux instruments financiers avec plusieurs impacts : faire es levées de fonds de façon différente, qui s'apparente à du crowdfunding sans intermédiaire (question : que devient dans ce cas l'intermédiaire financier ?). Autre impact, comment traiter le STO ? sujet pas simple abordé par les DSI et les Directions de l'innovation qui se penchent sur la sécurité informatique, sujet très sensible au sein des banques : comment traiter l'intégration technologique dans la banque et les sys-

tèmes informatiques, et s'assurer de la sécurité avec des portes d'entrée nombreuses. Autre difficulté, la question du post marché : avec un smart contract on peut verser un dividende mais si l'opération est plus complexe cela est moins évident. L'échange d'actifs numériques sur une plateforme qui n'est pas forcément en France soulève des questions de territorialité. Sur un réseau informatique qui est partout, se posent des problématiques de droit d'accès, de faire bouger un portefeuille d'un endroit à l'autre. Comment donc traiter les cryptoactifs de façon industrielle ?

Autre sujet la gestion des clés avec un ledger et un mot de passe, il n'est pas si simple de manipuler les cryptoactifs d'un point de vue pratique.

En matière de gouvernance se pose la question de la responsabilité sur la clé, l'accès au réseau, cela nécessite de revoir les process opérationnels. La Blockchain est une opportunité en offrant des services, avec une idée de désintermédiation du système dont il faut être conscient.

Après l'usage financier Le 2ème usage est technologique avec une automatisation des back office. En cas de mise en place d'infrastructure Blockchain la gestion est faite qui gèrent un nœud de réseau (en cas de Blockchain de consortiums). Dans ce cas qui valide, quel est le consensus de validation, quand ? qui est responsable de quoi ? Cela nécessite de faire de l'interopérabilité avec d'autres acteurs.

Autre point évoqué, comment faire le lien entre le titre et le cash avec des protocoles différents. L'idée d'un Settlement coin (comparable au Stablecoin) est évoquée, avec une référence au récent discours de Robert Ophéle.

La technologie est solide mais le contrôle de la donnée pose beau-

coup de questions.

En conclusion la Blockchain impose de repenser le processus opérationnel et en matière de gouvernance implique de voir comment travailler avec les autres. Aujourd'hui l'écosystème travaille ensemble sur ces sujets et il existe une réflexion au niveau européen avec le CSD.

## Jerome Lefebvre, DG de Stratumn

Il évoque la Libra comme moyen de destruction de l'Etat et s'il est un ardent défenseur des technologies blockchain il ne souhaite pas un retour au Moyen Âge. Concernant les usages de la Blockchain, elle permet une collaboration entre différents partenaires, elle rétablit une confiance entre eux avec la preuve du processus (proof of concept) et la traçabilité concernant des informations sensibles, dans un environnement régulé. C'est un changement de paradigme et ce protocole permet de démocratiser l'échange de données, tout en étant conforme à GDPR. Il fait référence au terme anglais reliability qui permet de se reposer les systèmes, avec un accès simple à la donnée. Il permet notamment l'onboarding de nouveaux clients en faisant un partage des informations au sein d'un même groupe (ex CNI, Bilan, liasses fiscales...)

Stratumn travaille dans 4 domaines : l'automatisation des process, la recherche des contrats en déshérence (Loi Eckert), la traçabilité des données et la réduction des coûts.

La valeur créée par Stratumn et la Blockchain permet l'amélioration de l'efficacité opérationnelle, de dégager du temps, de répondre aux requêtes des régulateurs en temps voulu (real time audit), de sécuriser l'information tout en étant conforme à RGPD.

Il présente deux cas d'application :

Stratumn est en production avec CNP Assurances sur la recherche des bénéficiaires de police d'assurance vie en déshérence. La traçabilité permet de répondre à toute demande de l'ACPR sur les preuves que l'assureur a bien fait ses due diligence pour retrouver les bénéficiaires Par exemple les communications avec les notaires, des détectives privés.

Stratumn est également en expérimentation avec BNP Paribas Cardif sur le partage de KYI (Know Your Intermediaries). Les entités du Groupe travaillent avec les mêmes intermédiaires et la Blockchain permet de partager les mêmes informations, permettant ainsi aux commerciaux de réduire le temps consacré à la conformité (estimé à 30%). La Blockchain permet d'enlever les silos.

# Titrisation : les conditions d'un vrai nouveau départ sont-elles réunies

Malgré l'absence d'un cadre réglementaire totalement abouti autour du Règlement Titrisation du 12/12/17 entré en vigueur le 1/1/19, plusieurs dizaines d'opérations labellisées STS (Simple, Transparentes et Standardisées) et notifiées à l'ESMA ont été réalisées en Europe, dans le sillage de la première titrisation STS initiée en mars en France. Divers émetteurs s'adossant à des portefeuilles de crédits essentiellement immobiliers ou automobiles se sont ainsi affranchis des incertitudes demeurant sur les nouvelles règles définies par les autorités européennes.

Celles-ci ont recherché dans le cadre de la CMU, pour aider les banques à alléger leurs bilans et ainsi disposer de davantage de capacité à financer les entreprises et les ménages, à relancer un marché atone depuis la crise (passé de près de 600 Md€ en 2007 à un point bas de 160 Md€ en 2017). Le Règlement, qui devra être suivi de modifications des règlements CRR et Solvabilité II, précise les conditions de toutes les titrisations européennes (règles de diligence, de rétention du risque et de transparence), et crée un cadre pour les titrisations STS afin de rassurer les investisseurs quant au caractère sain et sûr du marché et de prévoir un coût en capital favorable.

Les dispositions réglementaires (reporting aux investisseurs et à BCE, diligences des institutionnels, homogénéité des actifs sous-jacents, ...) se précisent de façon très étalée au rythme des publications de RTS/ITS/Guidelines et Q&A par l'EBA et l'ESMA (12 textes de cette dernière !) avant leur adoption par la Commission. La reconnaissance de tiers certificateurs est par ailleurs aujourd'hui faite par les autorités nationales.

Les conditions techniques, progressivement réunies, garantissent-elles un véritable redémarrage de la titrisation en Europe, contraint également par l'abondance de la liquidité qui limite son intérêt pour les banques ?

## Jana KOVALCIKOVA, Policy Expert Securitisation, Covered bonds & CMU, European Banking Authority

The objective of the EU securitisation framework is to promote, as a building block of the CMU, an active and sound securitisation market through rebuild trusting in that field. It entered into force on 1st January 2018 with application date of January 1st 2019.

The Securitisation Regulation includes general requirements for securitisation: transparency, due diligence, risk retention, third party certificates, sanctions, prohibition of re-securitisation, credit granting, etc. It is applicable to all entities (cross-sectoral) and securitisations: STS (Simple, Standardised and Transparent) as well as traditional securitisation and short-term (ABCP) securitisation; synthetic securitisation is however outside of the scope. The framework also in-

cludes amendments to CRR providing for capital treatment of STS and non-STS securitisation, involving credit institutions and investment firms.

As per 25 November 2019, 92 STS transactions (79 traditional securitisations, 13 ABCP transactions and no ABCP programme) have been notified to ESMA since the first private ABCP transaction in March 2019, consisting of 77 public -all of them using a third party verifier)- and 15



private transactions. The underlying assets are mainly RMBS (36 out of 92) and auto loans/leases (28), with lower representation of trade receivables, consumer loans, credit card receivables and SMEs. UK is the most active country (30 transactions) followed almost equally by Germany, the Netherlands, Italy and France.

The main role of EBA in the securitisation framework has consisted in:

- a regulatory role (implementation of the new securitisation framework): 28 regulatory mandates (17 led, 11 with ESMA/ESAs/ESRB/Joint Committee) with focus on STS and capital treatment (all CRR mandates)
- monitoring of supervisory practices and developments in the market: monitoring recognition of significant risk transfer, monitoring the use of the flexibility in the hierarchy (SEC-IRBA, SEC-SA and SEC-ERBA), harmonising supervisory assessment of significant risk transfer
- cross-sectoral and regulation consistency: cooperation with the ESAs and the national supervisory authorities, implementation of a Securitisation Subcommittee involving several authorities, binding mediation in case of disagreement on STS compliance
- engagement with stakeholders and representation at institutions: public consultations on regulatory products, representation of EBA at external events and conferences, contribution to development of policy at EU and Basel level, and Q&A (Q&A securitisation web-tool on EBA website).

As regards regulatory work, EBA has completed the following tasks:

- RTS on homogeneity (published by EBA in July 2019 and in the OJ in Nov. 2019): a set of 4 criteria for homogeneous pools, as

part of STS criteria (underwriting, servicing, asset categories, homogeneity factors)

- RTS on risk retention (published by EBA in July 2018, to be adopted by the Commission): replacement of existing RTS, amended scope, cross-sectoral nature, modalities and amount (5 %) remain unchanged
- Guidelines on STS criteria (published in Dec. 2018, applicable from 15 My 2019): implementation of all STS criteria, for non-ABCP and ABCP
- RTS on PuRa (published in April 2019, to be adopted by the Commission): conditions to facilitate investors' use of SEC-IRBA (to calculate capital requirements of the securitised exposures with purchased receivables approach)
- Opinion on Securitisation (published in October 2019): changes to level 1 regulation on capital requirements, risk retention and credit granting criteria
- ITS on supervisory reporting on securitisation (published in May 2019, to be adopted by the Commission, expected implementation date March 2020): changes to securitisation COREP templates with the aim at aligning with the new securitisation framework.

**The priorities and topics for 2019/2020 are as follows:**

**A. Consistent interpretation of STS criteria**, through guidelines on interpretation of STS criteria

- single point of consistent interpretation of STS criteria

- cross-sectoral application: all financial institutions and entities (originators, sponsors, sec. special purpose entities, investors), competent authorities, third party certification agents

- clarification of aspects of potential ambiguity/lack of clarity embedded in each criterion

- interpretation of all criteria, based

on traffic light approach:

- . red criteria (cannot be interpreted without additional guidance): originator's expertise in originating exposures of similar nature, no exposures to default or to credit impaired debtor / guarantor, no predominant dependence on the sale of assets, expertise of the servicer in servicing exposures of a similar nature
- . yellow criteria (containing a substantial element of uncertainty and ambiguity); true sale or assignment of transfer with same legal effect, eligibility criteria for the underlying exposures, obligations of the underlying exposures, underlying standards ...
- . green criteria (generally self-explanatory but may include a certain element of ambiguity): risk retention, non-sequential priority of payments, data on historical default and loss performance ...

- separate guidelines for non-ABCP and ABCP

**B. Harmonisation of supervisory assessment of the significant risk transfer (SRT)**: the heterogeneity of supervisory practices on recognition of SRT partially reflects limitations/lack of regulatory treatment and may lead to weakened capital positions, increased regulatory uncertainty and impairment of level playing field; the goal is to harmonise the regulatory and supervision treatment: harmonisation of complex structural features, of the process of SRT assessment, and of quantitative SRT tests; a report should be issued in 2020

**C. Development of STS framework for synthetic securitisation**: based on a final EBA report expected by end Q2 2020, the Commission may develop a legislative proposal within 6 months

**D. Enabling better use of internal models by banks investing in securitisation**: final RTS on purchased

receivables approach is expected to be published in Q2 2020, final guidelines on weighted average maturity (modelling of contractual payments due under a tranche both for traditional and synthetic securitisations) are expected in Q1 2020

**E. Recalibration of capital requirements for NPL securitisation:** it has been publicly acknowledged at global and EU level that the capital requirements for NPL securitisations have been mis-calibrated; EBA opinion was published in October 2019 which examine the role of securitisations for NPL disposal and provides recommendations to the Commission, for change of Level 1 (CRR and Securitisation Regulation)

**F. Cross sectoral consistency:** a Securitisation Subcommittee composed of ESAs, NSAs, ECB and the Commission was established in Jan. 2019 with the objective to ensure cross-sectoral consistency; a binding mediation applies in case of disagreement on STS-compliance between the competent authorities and is executed by ESMA/joint Committee.

The new EU securitisation framework will involve National Competent Authorities (supervision of regulation market participants, sanctions for breach of rules and authorisation of 3rd part certifiers), as well as EBA and ESMA for regulation/monitoring, interpretation via Q&As, cooperation within the Joint Committee, supervision of repositories and mediation between NCAs.

### **Enda PALAZZESCHI, Banking Supervision Policy Expert, ACPR**

La titrisation, notamment STS, est un sujet complexe, et la réglementation sur le dispositif SRS n'est en réalité ni simple, ni totalement transparente. Une chose est claire toutefois en matière de supervision : l'AMF et l'ACPR sont complémentaires, ce qui n'est pas contrôlé par l'ACPR l'étant par l'AMF, et inversement. L'ACPR exerce un contrôle sur

les établissements sous sa responsabilité, dans leur rôle d'investisseurs comme dans celui d'originateurs.

#### **Pour les établissements investisseurs :**

- l'ACPR supervise, dans le cadre du MSU, les entités de son périmètre :

- l'ACPR s'assure que les investisseurs ont réalisé les diligences prévues à l'art. 5 du Règlement Titrisation du 12/12/17
- l'ACPR doit s'assurer que ses assujettis (banques non systémiques, assureurs, sociétés de financement...) investissant dans des titrisations déclarées STS effectuent les diligences appropriées et ne s'appuient pas mécaniquement sur la notification STS effectuée par l'originateur auprès de l'ESMA
- l'AMF est, elle, l'autorité compétente pour veiller à l'application des critères STS

- L'art. 5 prévoit les obligations de l'investisseur institutionnel :

- 5.1 : L'investisseur doit vérifier que l'originateur ou le prêteur principal respectent les conditions d'octroi de crédit (lorsqu'ils ne sont pas établissements de crédit ou entreprises d'investissement, ou lorsque c'est une entité de pays tiers), que les exigences de rétention sont remplies et publiées, et que l'originateur, le sponsor ou le SSPE ont mis à disposition les informations exigées (disclosure)
- 5.3 : L'investisseur doit, avant de détenir une position, procéder à une évaluation diligente afin de comprendre les risques ; celle-ci doit porter sur les caractéristiques de risque tant de la position que des expositions sous-jacentes, sur l'ensemble des caractéristiques structurelles, et pour une titrisation STS sur le respect des exigences STS en s'appuyant non mécaniquement sur la notification à

l'ESMA

- 5.4 : l'investisseur doit établir des procédures adaptées et proportionnées afin de contrôler en permanence le respect des exigences 5.1 et 5.3, procéder régulièrement à des stress tests, veiller à l'information de son organe de direction, et être capable de démontrer aux autorités compétentes sa compréhension complète et approfondie tant de la position que des expositions sous-jacentes

- L'ACPR s'assure que les investisseurs appliquent la hiérarchie des méthodes prévue : SEC-IRBA, SEC-SA, SEC-ERBA ou 1250 % des RWA selon les cas, et appliquent les calculs d'expositions pondérées par les risques pour les titrisations STS et non-STs.

#### **Pour les établissements originateurs :**

- l'ACPR s'assure que les initiateurs, prêteurs initiaux, SSPE et les sponsors respectent les obligations des art. 6 à 9 du Règlement Titrisation :

- art. 6 - rétention d'au moins 5 %, un règlement délégué devant prochainement préciser les modalités applicables
- art. 7 - transparence : fourniture au moment de l'émission et au long de la vie de l'opération d'une information exhaustive et montrant qu'il respecte les critères du règlement
- art.8 - interdiction de la retitrisation avec possibilité de dérogation pour des fins légitimes (assurer la viabilité ou faciliter la liquidation d'un établissement, ou préserver les intérêts des investisseurs en cas d'expositions non-performantes)
- art. 9 - critères d'octroi de crédit : les établissements doivent mettre en place des systèmes efficaces pour veiller à ce que les procédures d'octroi de crédit ne dépendent pas d'une intention de les titriser (modèle

originate to distribute) et sont fondées sur une évaluation approfondie de la solvabilité du débiteur

- l'AMF est l'autorité compétente pour la vérification des critères STS, sur la base d'une liste de critères (distincts pour les ABCP ou non ABCP, et d'application trans-sectorielle) à remplir intégralement, d'une auto-certification avec la possibilité d'une certification externe indépendante, d'une responsabilité conjointe de l'initiateur, du sponsor et du véhicule pour fournir l'information adéquate, et de sanctions si une titrisation déclarée STS ne remplit pas un ou plusieurs des critères requis
- la pondération des positions de titrisation détenues par les initiateurs ou sponsors dépendent de la reconnaissance d'un transfert de risque significatif (SRT), l'ACPR appliquant les orientations de l'EBA et particulièrement de son rapport de 2017
- l'ACPR est compétente en cas de négligence ou d'infraction intentionnelle pour imposer des sanctions et mesures correctrices.

### **Franck THEVENON-ROUSSEAU, Co-responsable Europe, Titrisation d'actifs financiers, Crédit Agricole CIB**

#### **Le corpus législatif et réglementaire**

L'ordonnancement réglementaire peut être résumé comme suit :

- une législation de premier rang en vigueur depuis le 1er janvier 2019, avec une période de grandfathering des transactions existantes jusqu'à décembre 2019, sur la base de deux piliers réglementaires : le Règlement Titrisation 2017/2402 prévoyant la création d'un cadre spécifique pour la titrisation STS et un corpus de règles applicables à toutes les opérations de titrisation, et le Règlement 2017/2401 intégrant un amendement du CRR portant sur les règles propres à la titrisation,

la proposition d'une hiérarchie des méthodes de pondération applicables aux expositions de titrisation, une proposition de charges en capital prudentiel différenciées pour les titrisations STS et STS + (label non officiel), et le traitement de la titrisation synthétique

- une législation secondaire en cours d'adoption, en plusieurs étapes, sous forme de Regulatory Technical Standards (RTS). En plus des critères STS, la réglementation définit les exigences relatives à la titrisation : distribution sous condition aux investisseurs particuliers, critères d'établissement du SPV, exigences de due diligence s'imposant aux investisseurs, engagement de rétention par les cédants pour un alignement d'intérêts, interdiction de la re-titrisation, et standards ou critères d'octroi à satisfaire pour les expositions sous-jacentes.

Le label STS a également des ramifications dans d'autres corpus réglementaires :

- la réglementation prudentielle bancaire : le label STS est un prérequis pour l'éligibilité des titrisations en tant qu'actifs liquides de haute qualité de niveau 2B (HQLA 2B) au titre du Liquidity Coverage Ratio – LCR (décote de 25 % pour les RMBS et les ABS auto, de 35 % pour les ABS de crédit conso et prêts aux PME, dans la limite de 15 % du coussin de liquidité), qualification essentielle pour les investisseurs bancaires
- la réglementation prudentielle de l'assurance : le label STS conduit à des charges en capital différenciée pour les assureurs dans le cadre de Solvency II
- l'Eurosystème, avec l'intention d'inclure le label STS dans les critères d'éligibilité aux opérations monétaires.

Les critères STS sont précisément définis :

- simplicité (art. 20 du Règlement Titrisation) : true sale, pas de gestion active, homogénéité des actifs, pas de re-titrisation, octroi standard dans le cadre ordinaire de l'activité du cédant, pas d'emprunteurs ayant eu des incidents de crédit
- standardisation (art. 21) : rétention de risque par le cédant, couverture adéquate du risque de taux, pas de blocage de liquidités dans la structure, mécanismes prédéfinis de déclenchement d'amortissement anticipé, description détaillée des procédures de recouvrement, description du suivi des performances des actifs, SPV et initiateur/cédant dans l'UE
- transparence (art. 22) : 5 ans minimum d'historique de performance, audit d'un échantillon de créances, mise à disposition des investisseurs d'un modèle de cashflows, performance environnementale pour les crédits auto et à l'habitat si disponibles, mise à disposition des investisseurs potentiels avant pricing des informations sur les actifs et la documentation dans sa forme quasi-définitive.

Pour autant, ils ne constituent pas véritablement en réalité une percée conceptuelle mais plutôt la mise en œuvre ou codification de bonnes pratiques préexistantes.

#### **Les enjeux de la mise en œuvre**

La notification requiert un planning détaillé et suffisamment en amont : pas d'expositions en défaut ou à des emprunteurs ayant eu des incidents de crédit, vérification de la conformité des créances aux critères d'éligibilité, mise à disposition des investisseurs du modèle de cashflow du passif de la titrisation préalablement au pricing, critères propres STS+ pour une pondération différenciée de 10 % en SEC-SA (granularité de 2 % par exposition individuelle, RWA<40% en approche

standard sur le portefeuille et LTV maximum par prêt de 100% pour les crédits à l'habitat), information des autorités nationales compétentes immédiatement après la notification, et exigences de reporting.

Les reportings (rapports de suivi) constituent aujourd'hui le principal enjeu réglementaire, avec l'adoption des RTS en octobre 2019 sous forme d'actés délégués pour une entrée en vigueur en février 2020.

### Les premiers retours d'expérience

Le lancement de la titrisation STS apparaît globalement réussi, avec le chiffre de 92 transactions notifiées à l'ESMA mentionné par l'EBA.

Le marché européen commence à se structurer avec un label STS (condition du LCR) essentiel pour maintenir la participation des investisseurs bancaires, un retour très lent des assureurs, qui avaient déserté le marché primaire des ABS, et une distinction semblant s'établir par classes d'actifs (une éligibilité STS pour les RMBS et les ABS auto, mais plutôt pas pour les CMBS et des RMBS non conformes).

L'avantage du label STS en termes de pricing (pas vraiment clair pour les titrisations publiques ABS et RMBS, mais un avantage manifeste dans le cas d'opérations privées par le seul fait de la moindre charge en capital pour les investisseurs bancaires) est tempéré par des exigences très fortes pour les émetteurs.

Il est difficile de dire si le volume de titrisation aurait été plus important sans le label STS. La bonne tenue du marché à partir du mois de mars 2019 tient pour une bonne part à un effet de rattrapage. La titrisation européenne n'est pas du tout au niveau du marché américain, pleinement de rétabli. Le label STS apparaît important pour de nombreux investisseurs, notam-

ment bancaires par le biais du LCR. Cependant, en dépit des exigences fortes pour l'obtention du label, il demeure un écart de traitement entre covered bonds (de qualité HQLA 1) et les RMBS (HQLA 2). Par ailleurs, il reste un espace pour les opérations non RTS, notamment pour des investisseurs non soumis à des contraintes en capital ou des gérants d'actifs avec des mandats expressément non STS.

Au total, le cadre réglementaire de la titrisation STS apparaît assez compliqué et pointilleux, avec de fortes contraintes de mise en place, en particulier en matière de transparence sur les données, et donc un lourd investissement de départ pour un émetteur. La réglementation STS n'en est pas moins globalement bénéfique pour la relance d'un outil indispensable à la fluidité des marchés financiers.

### Clotilde BOUCHET, ex-Directeur Financier Groupe, Crédit Immobilier de France ; membre du Comité d'expert de l'ESNI

Crédit Immobilier de France Développement (CIFD) a réalisé en mars 2019 une opération de titrisation de prêts immobiliers résidentiels d'un montant de 1,1 Md€, dans laquelle les titres ont fait l'objet d'un placement privé. Il s'agissait de la première opération de titrisation en Europe notifiée auprès de l'ESMA comme STS depuis l'entrée en vigueur du Règlement Titrisation.

Le Crédit Immobilier de France étant un établissement en résolution ordonnée, il n'était plus en mesure d'émettre des obligations foncières (covered bonds) auxquelles il avait classiquement recours pour son refinancement. Il a donc été décidé de procéder à une titrisation, opération dans laquelle l'investisseur ne prend pas de risque sur l'émetteur, à la différence des EMTN ou des obligations foncières (sécurisées par

les actifs), mais un risque de portefeuille.

Le choix s'est porté sur une titrisation STS, formule qui présente de nombreux avantages (diversification du financement, sécurisation du refinancement sur un portefeuille donné, simplification de la gestion ALM) malgré quelques faiblesses (complexité de mise en œuvre, lourdeur du suivi, coût à chaque opération) et incertitudes (en cas de requalification du caractère STS par l'ESMA ou de défaillance de l'emprunteur).

Un projet de titrisation STS non rechargeable pour un primo émetteur représente une organisation très lourde en termes de :

- données : volumineuses (les 59 critères de conformité), elles doivent être marquées par leur accessibilité, leur profondeur d'historique (plus de 5 ans) et leur qualité ; les critères STS reposent sur des exigences d'homogénéité, d'octroi et de qualification du risque du portefeuille titrisé, tant pour le ligne à ligne (données relatives à l'emprunteur et au crédit [typologie du bien financé, garanties associées, modalités d'instruction et d'octroi, canal d'origination]) que sur le portefeuille (le portefeuille titrisé doit être d'une qualité au moins équivalente à celle du portefeuille global) ; sur ce domaine, doivent être impliquées les équipes Risques, Back-Office, MOA et IT
- reporting : il faut ici prévoir une appropriation de nouveaux formats et une modification des chaînes et processus existants ; ce travail mobilise les équipes Risques, Back-Office, Comptabilité, Juridique, MOA et IT ; le reporting est clé, car c'est sur lui que s'appuie la société de gestion pour s'assurer du respect des covenants ; les enjeux es-

sentiels portent sur la distinction entre données statiques et dynamiques, sur la conduite d'un projet IT et comptable, et sur l'adaptation des processus en vue d'assurer la production régulière d'un reporting dont la qualité aura été contrôlée avant envoi

- structuration financière : elle nécessite une parfaite appropriation de la réglementation STS, et une bonne mesure des impacts ALM et PNB ; - elle implique les sujets clés suivants : le cantonnement des flux du portefeuille et du passif, l'historique de défaut et de performance au regard de modèles des agences de notation, la maîtrise des traitements réglementaires investisseurs qui conditionnent certaines caractéristiques du portefeuille à sélectionner, et une adaptation du modèle ALM (adossement du refinancement d'un portefeuille et swap de titrisation).

Quelques enseignements peuvent être formulés pour un primo émetteur sur :

- la gouvernance : il est fondamental de positionner le sponsoring du projet au niveau hiérarchique en capacité de donner des arbitrages de ressources et moyens sur l'ensemble des départements impliqués
- le calendrier : un émetteur doit s'efforcer de lever en amont les problématiques de traitement comptable et prudentiel, de ne pas sous-estimer le temps d'appropriation du projet par les équipes (notamment comptabilité, risques et MOA), de caler dès le démarrage les projets IT à mener sur les données, le reporting et la comptabilité, et anticiper l'organisation des audits sur place
- les données, pour lesquelles il est souhaitable d'intégrer le plus tôt possible les risques et l'IT/

MOA sur les problématiques d'accessibilité, d'exhaustivité, de profondeur d'historique et de qualité des données.

### **Arnaud de SOULTRAIT, Directeur de projet Titrisation, Orange Bank**

Orange Banque travaille au montage d'une première opération de titrisation pour un montant de 600 M€, portant sur des créances de crédit à la consommation (crédits automobiles pour 90 %) originés initialement par Groupama Banque. Il s'agit d'une titrisation aux normes STS, retenue mais publique, pour laquelle Crédit-Agricole CIB est arrangeur.

Initiée en avril, la mise en place de l'opération va s'étaler sur plusieurs mois. Sans être d'une complexité exceptionnelle, si s'agit tout de même d'une opération lourde, impliquant notamment :

- un volume très important de données : 59 champs pour 155.000 lignes sur 10 ans d'historique, soit une volumétrie de près de 72 millions de données historiques
- un nombre important de partenaires internes et externes.

Il s'agit naturellement d'une opération structurante, conduite en mode projet, et impliquant un réel changement d'habitudes et de process interne.

### **Ian BELL, Head of Secretariat, PCS (Prime Collateralised Securities)**

PCS est une entité dans but lucratif, agréé par la FCA et l'AMF pour la certification de la qualité STS de titrisations structurées en Europe.

Le dispositif nouveau de titrisation, réellement entré en vigueur en mars quand les tiers certificateurs ont été agréés, fonctionne correct-

ement, avec probablement à la fin de 2019 plus de 100 opérations STS réalisées. Toutes (ou presque) les opérations qui pouvaient prétendre à être qualifiées de STS ont opté pour l'être, et la titrisation STS est en train de devenir la norme pour les opérations publiques vendues à des investisseurs.

La quasi-totalité des opérations sont certifiées par des tiers vérificateurs : il n'y a eu que 3 opérations publiques STS non vérifiées. Il s'agit d'une approche binaire : pour que la certification soit positive, il faut que les 103 critères soient dans leur intégralité validés, notamment celui de l'homogénéité qui peut davantage laisser place à interprétation. Payé par l'originateur, le tiers certificateur est régulé (à la fois par la FCA et l'AMF pour PCS) pour garantir une parfaite objectivité. Le travail du certificateur est un exercice pointilliste de vérification d'une information souvent incomplète (pour aucun des 90 mandats reçus par PCS en 2019, l'information initiale n'était complète), mais non de conseil à l'émetteur. La vérification porte sur chaque nouvelle opération d'un même émetteur. Le superviseur peut ne pas accepter la qualification STS s'il estime les critères non totalement remplis. Le travail de l'ESMA en 2018 a permis de préciser les critères et de limiter les possibilités d'interprétation. Une médiation de l'ESMA permet de résoudre une éventuelle divergence de positions entre régulateurs.

L'impact de la qualification STS sur le spread ne peut être clairement établi. Le cadre réglementaire est en tout cas maintenant posé pour l'essentiel, et permet aux émetteurs et investisseurs de disposer d'un référentiel exhaustif pour la qualification STS, qui devrait pouvoir stimuler la relance de la titrisation en Europe.



# *Non Performing Loans* : extinction ou prochaine crise bancaire ?

**Michel Cojean, Délégué Général, EIFR**

Nous nous trouvons aujourd'hui face à deux visions différentes en matière d'analyse du risque que présentent les prêts non-performants (*non-performing loans* ou NPLs). Pour certains, leur diminution significative ne doit pas occulter le fait que les stocks de NPLs sont toujours très importants ; Pour d'autres, cette trajectoire de réduction envoie un signal positif.

Il est vrai que les stocks de NPLs sont toujours élevés :

- 636 Md€ dans l'Union européenne,
- 580 Md€ dans la zone euro,
- 124 Md€ en France, et
- 112 Md€ sur les 6 plus grosses banques françaises.

Toutefois, notons que dans l'Union européenne, ces stocks sont 50 % moins importants qu'en juin 2015, avec un ratio moyen de NPLs situé à 3 %.

Au-delà des chiffres, les NPLs soulèvent des problématiques cruciales car contribuent à freiner la rentabilité des banques, entraînant ainsi de multiples conséquences pour le système économique et financier.

**David Labella, Responsable de la veille réglementaire bancaire, Mazars**

La crise a fragilisé l'ensemble des acteurs économiques, notamment les entreprises emprunteuses. Les prêts non performants ont atteint des niveaux élevés, en particulier en Europe, dont le modèle économique s'appuie sur une très forte intermédiation des banques. Or ces NPLs pèsent sur leur rentabilité, freinent les prêts en direction des PME et se traduisent par un provisionnement conséquent de la part des banques.

Il est donc important que les pouvoirs publics se soient saisis du sujet, d'autant que la situation y est propice, la solvabilité des banques s'étant améliorée. Réguler le niveau des NPLs est un moyen de réduire les risques systémiques pesant sur le système financier et de soutenir la croissance de l'économie.

Le sujet a été mis en exergue par la BCE lorsqu'elle a pris ses fonctions de superviseur unique. Dès 2015, son Supervisory Board a mis en place un groupe de travail, dont la mission était d'élaborer une approche de supervision cohérente. La BCE a également poussé les régulateurs et législateurs européens à fournir un traitement harmonisé des NPLs. En juillet 2017, le Conseil de l'Union européenne dévoilait son Plan d'action, contenant 14 actions, dont 12 ont déjà été mises en œuvre.

## Textes réglementaires et définitions

Un travail d'harmonisation ne pouvait cependant se construire sans l'introduction de définitions claires, insérées au sein de textes robustes. Le règlement du Parlement et du Conseil n° 2019/630, communément appelé "Backstop", a été publié au JO du 25 avril 2019. Il fournit une définition réglementaire des expositions non performantes (*non-performing exposures, NPE*),

ainsi que de celles faisant l'objet de mesures de renégociation, dites *forbearance* (FBE). Ces définitions s'accompagnent également d'exigences minimales de couvertures de pertes, entrées en vigueur le 26 avril 2019. Ces textes, associés à d'autres initiatives réglementaires concomitantes, ont contribué à créer un contexte relativement difficile pour les banques.

Les expositions non performantes peuvent, selon les définitions réglementaires, prendre la forme d'instruments de dette, tels les titres de créances, prêts, avances et dépôts à vue en valeur comptable, hors ajustements de valeur ou autres réductions éventuelles ; d'engagements de prêt, garanties financières ou autres types d'engagements recevables, irrévocables, pris en valeur nominale, hors ajustements de valeur ou autres réductions éventuelles.

Il est important de noter qu'est également introduite une notion de contagion, avec un passage en expositions non performantes de toutes les expositions de l'emprunteur, si le prêteur a des expositions au bilan impayées depuis plus de 90 jours, et si celles-ci pèsent plus de 20 % des expositions au bilan.

Le texte va également plus loin que la seule définition d'exposition non performante. D'une part, il est prescriptif sur les situations et les indicateurs de *forbearance*. Cette dernière, pour rappel, consiste en une concession faite au prêteur qui rencontre des difficultés à tenir ses engagements financiers. D'autre part, il spécifie les critères de retour en situation de défaut non prudentiel, en marquant une différence de processus entre les NPE ayant connu ou non une *forbearance*. Sans FBE, une NPE fait face à une période curative de 3 mois. Après FBE, celle-ci passe à 1 an, auquel s'ajoutent deux ans de probation.

Afin de prévenir la constitution de stocks de NPLs, la BCE a instauré des règles de couvertures des pertes. Un règlement qui s'applique, là encore, pour les positions prises depuis le 26 avril 2019. Les prêteurs retiendront que la nouvelle réglementation impose d'appliquer une déduction des fonds propres de base du manque de provision pour chaque NPE. Ensuite, plus les années passent et plus les attentes de la BCE en matière de provisionnement sont importantes.

S'inspirant des pratiques de la BCE, l'EBA a porté un projet de guidelines sur l'octroi et la surveillance des pratiques de crédit. Son objectif : harmoniser les pratiques locales entre pays européens et mettre en avant l'importance du monitoring. A noter que ces guidelines remplacent celles sur l'évaluation de la solvabilité en vigueur depuis 2016 et couvriront un périmètre plus large.

### Les enjeux pour les banques

Les établissements financiers doivent désormais articuler pas moins de 3 concepts différenciés derrière la notion de défaut. Elle s'applique en effet à des fins de reporting, à des fins comptables et à des fins prudentielles. La notion de défaut prudentiel, qui couvre les NPLs, est en réalité la plus large et peut contenir tous les périmètres, du moins tant que l'on ne prend pas en compte les NPLs faisant l'objet d'une *forebearance*.

La mise en place d'un cadre pour les NPLs soulève des questions multiples, qui s'appliquent aux champs économiques, commerciaux, financiers et comptables. Citons, par exemple, le nécessaire pilotage des fonds propres pour faire face aux insuffisances de provisionnement, l'appréhension des effets des *backstops* prudentiels sur les prêts non sécurisés et les politiques de provisionnement, ou encore la possibilité

de céder les créances sur un marché secondaire.

### Oleg Shmeljov, Senior Policy Expert, European Banking Authority

La crise financière a mis en lumière les faiblesses de la supervision et de la régulation et l'une des conséquences directes a été de préparer le terrain pour permettre aux institutions d'agir concrètement. Concernant les NPLs, cela s'est tout d'abord traduit par une nécessaire harmonisation des définitions. Désormais, sur la base de cette définition commune, il est possible de réaliser des analyses de risques, à partir d'informations transparentes.

Depuis la crise, la qualité des actifs s'est considérablement améliorée, le ratio de NPLs en Union européenne passant ainsi de 6,5 % en 2015 à 3 % aujourd'hui, pour un montant de 636 Md€. Une amélioration constatée dans tous les pays et sur tous types de portefeuilles, qui s'est faite sous l'action conjuguée des banques elles-mêmes, des superviseurs, et grâce à une forte détermination politique. Le contexte économique s'est également révélé favorable à la réduction des NPLs.

Il ne faudrait toutefois pas se réjouir trop rapidement, les écarts de situation étant encore très importants entre les différents pays de l'UE. Les ratios de NPLs sont encore très élevés à Chypre, en Grèce, en Italie... Le cadre législatif de certains Etats s'avère peu propice à une amélioration de la qualité des expositions, pourtant la réduction de leurs stocks est un enjeu qui doit être adressé sans tarder.

Il n'est pas question d'atteindre un niveau zéro de NPLs, car les banques doivent continuer à financer l'économie. Ce que nous souhaitons atteindre, en revanche,

est un niveau stable de NPLs, assorti d'une analyse des risques claire et transparente. Nous estimons que le niveau idéal de NPLs se situe entre 3 % et 5 %. Le ratio global atteint par l'UE est donc très satisfaisant, mais masque encore des réalités contrastées entre les Etats membres. Différentes mesures et actions ont donc été entreprises par les institutions de l'UE, notamment l'EBA, parfois directement en charge des projets et d'autres fois fortement impliquée dans leur mise en œuvre.

Sous l'égide du Plan d'Action du Conseil de l'UE, l'EBA a ainsi émis une série de guidelines qui œuvrent pour la standardisation des procédures de prêts bancaires et une transparence accrue. Nous travaillons actuellement sur une nouvelle guideline portant sur l'origination et le monitoring des prêts.

### Les guidelines de l'EBA

Nous avons fixé le ratio idéal de NPE à 5 % (brut). Les établissements qui disposent d'un niveau supérieur à ce seuil doivent mettre en place des mesures stratégiques de réduction de leurs stocks de NPLs, qu'elles présentent au superviseur et doivent pouvoir implémenter. Les banques sont libres de déterminer leur propre stratégie.

Dans une optique d'harmonisation et d'alignement des pratiques, nous avons également élaboré des *templates* qui permettent à toutes les institutions de fournir une information standardisée sur leurs NPE. Le nombre de *templates* à produire est plus élevé dès lors que leur ratio brut de NPLs est supérieur à 5 %.

Nous tenons à préciser que ce niveau de 5 % n'est pas un objectif à atteindre pour les établissements qui doivent réduire leurs stocks de NPE, mais simplement un seuil qui déclenche certaines demandes et procédures avec le superviseur.

Le seuil de NPE que doit atteindre chaque établissement est déterminé lors de discussions avec le superviseur.

Afin d'améliorer notre résistance face à une prochaine crise, grâce à des niveaux de NPLs gérables, nous avons également établi une *guideline* sur l'origination et le monitoring des prêts. Nous avons adopté une vision ambitieuse, qui couvre aussi bien l'aspect prudentiel du risque crédit que la protection du consommateur. Un travail qui va se montrer utile pour réaliser le nécessaire, mais complexe, valorisation des collatéraux.

### Alain Laurin, Associate Managing Director FIG, Moody's

La crise financière a démontré trois choses. Premièrement, que le cadre légal et réglementaire en place n'était pas à la hauteur, constatation qui a notamment conduit à la mise en place de la norme IFRS 9. Deuxièmement, le manque cruel d'un superviseur puissant, qui a engendré la création du SSM (*Single Supervisory Mechanism*, mécanisme de surveillance unique), marquant ainsi un tournant radical. Troisièmement, un besoin de simplicité, que l'on ne trouve pas forcément dans les normes, notamment comptables, qui ont pu être créées.

Dans ce contexte, les NPLs sont un sujet central et non périphérique. Elles représentent un actif improductif, qui affecte la rentabilité des banques et peut réduire leur capacité à prêter de l'argent.

### Les NPLs dans l'évaluation du risque par Moody's

Chez Moody's, nous accordons une place prépondérante au profil macro, c'est-à-dire à l'environnement et au contexte économique dans lequel une banque opère. Les NPLs sont en

effet extrêmement corrélées à la situation macroéconomique. Un point d'autant plus important que nous observons actuellement un ralentissement conjoncturel, qui va contribuer à faire rapidement augmenter le coût du crédit. L'évaluation des risques financiers, notamment des NPLs, est donc pondérée en fonction des risques pays. En matière de ratio de NPLs, les écarts sont parfois très importants entre les pays. Ainsi, si la moyenne en Union européenne est à 3 %, l'Italie se situe à 8 %, soit 5 crans d'écart.

Pour évaluer le profil de risque d'un établissement financier, nous considérons une série de risques clés. Parmi eux, l'*asset risk*, ou risque constitué par les actifs financiers (il compte pour 25 % de la note finale et c'est ici que se logent les NPLs), ainsi que deux autres métriques majeures : le coût du crédit, c'est-à-dire les provisions, et le coût du crédit par rapport aux revenus pré-provisions.

Le ratio moyen de NPLs des 28 plus grandes banques européennes était de 5,7 % en 2013, 3,7 % en 2017 et 2,4 % en 2018. La situation s'est donc nettement améliorée.

Sur la même période, le coût du risque a également diminué pour les grandes banques, passant de 83 points de base en 2013 à 30 points de base en 2017, pour finalement atteindre 19 points de base en 2018. Prudence toutefois ! Il ne faut pas s'attendre à ce que le coût du risque continue à baisser, il devrait au contraire repartir à la hausse.

Enfin, le dernier de nos indicateurs clés est celui du coût de ce risque mesuré par rapport à la rentabilité brute des banques. En 2013, les grandes banques consacraient en moyenne la moitié de leur rentabilité brute à couvrir le coût du risque. En 2017, cela passe à 20 %, contre 13 % en 2018. Là encore, ce chiffre



devrait remonter.

La BCE a été tout à fait avisée de lancer un nettoyage sur les NPLs détenues par les banques au cours des dernières années. Elles auraient, sinon, été beaucoup plus affectées par le ralentissement économique qui s'amorce. Les risques s'accumulent en effet en Europe, et nous avons procédé à des ajustements négatifs sur les conditions de crédit pour de nombreux Etats. Le profil macroéconomique des pays, comme par exemple la France ou l'Italie, s'en trouve dégradé.

Les banques italiennes ont vu leur ratio de NPLs chuter grâce à l'action de la BCE. Après la crise, il était passé de 5,1 % en 2008 à 17,1 % en 2014. Il a depuis reflué, jusqu'à un niveau de 8 % en 2019. Malgré ce repli, ce taux demeure toutefois nettement supérieur à la moyenne observée dans l'Union européenne. Or céder 1,5 %, ou même 1 %, de NPLs est un procédé qui peut s'avérer lourd et coûteux. Les inquiétudes montent quant à la solidité du business model de certains établissements. Le cas italien démontre, de plus, que les répercussions d'une "crise des NPLs" se font sentir pendant une décennie.

### Les effets du *backstop*

Si l'aspect prospectif des normes IFRS 9 est un élément positif, il n'en demeure pas moins que les superviseurs avaient besoin d'un pouvoir commun, destiné à enrayer une éventuelle prochaine crise. Ils ont donc décidé de mettre en place un système de *backstop*, un outil de normalisation très puissant auquel sont soumises toutes les banques européennes.

L'activation de ce *backstop* va dépendre de la composition des portefeuilles des banques, de la nature des crédits détenus. Une mesure à laquelle il faut accord-

er d'autant plus d'attention que lorsqu'elle frappe, cela touche le Core Tier 1 des banques, fragilisant celles dont le Core Tier 1 n'est pas très élevé.

Ce contexte d'exigences nouvelles en matière de provisionnement des portefeuilles pourrait entraîner d'importants mouvements sur le marché des NPLs, notamment en augmentant leurs ventes. Nous nous attendons à des changements conséquents sur ce marché.

### Nicolas Patrigot, Responsable Normes comptables et prudentielles, Groupe BPCE

#### *Backstop* et ratio NPL : de nombreuses insuffisances

Le *backstop* prudentiel est un outil très brutal et puissant, qui a beaucoup choqué dans le monde bancaire par l'étendue de son pouvoir. Certains éléments nous paraissent trop simplistes, comme le fait que ce mécanisme ne prenne pas en compte les profils de risques des actifs sous-jacents.

Nous avons également certaines réserves à l'égard de l'utilisation du ratio NPL en tant qu'indicateur. D'une part, nous regrettons qu'il soit exprimé en brut ce qui, à mon sens, ne veut rien dire. D'autre part, le ratio NPL est un indicateur insuffisant, et ce d'autant plus quand il est envisagé seul. Il est important de prendre également en compte le taux de provisionnement, le coût du risque et le coût du risque sur le résultat brut.

L'objectif, désormais, est de ne pas dépasser un ratio NPL de 5 %, car cela peut entraîner de nouvelles contraintes pour l'établissement et, éventuellement, le pousser à des cessions.

Autre problème, ce ratio NPL ne

permet pas de réelle comparaison entre la situation des établissements bancaires. Il dépend en effet de leurs politiques de passage en pertes, or, nous avons vu au cours de ces dernières années que les pratiques étaient très variables d'un établissement à l'autre, ou d'un pays à l'autre. Et ce quand bien même il existe un référentiel comptable commun, IFRS.

Devant des pratiques hétérogènes et, surtout, des situations qui le sont tout autant entre les différents pays européens, nous estimons que le *backstop* ne se justifiait pas dans tous les pays. L'objectif du superviseur était d'accélérer le nettoyage du bilan de certaines banques, d'éviter de nouvelles accumulations, or tous les établissements bancaires européens ne présentent pas ces risques notamment les établissements français. L'une de leurs forces est la gestion de leurs expositions non performantes, comme l'a souligné l'AQR de la BCE de 2014.

Il aurait donc été plus judicieux de mettre en place un temps d'observation raisonnable à la suite de la mise en œuvre de la réforme IFRS, avant de décider de l'introduction du *backstop*. Ses modalités auraient ainsi pu être affinées et refléter les différentes réalités à l'œuvre dans les pays de l'Union européenne.

#### Le cas français

La contrainte qui nous est imposée aujourd'hui est déconnectée des risques réels et pourrait entraver nos décisions de gestion. Il serait regrettable que les établissements de pays comme la France, qui n'ont pas démérité en matière de couverture de risques, se retrouvent à prendre des décisions de gestion non liées aux risques réels auxquels ils font face.

Notons également qu'en France, la pratique est de maintenir des créances de durée très longue au bilan, mais cela se fait pour des raisons fiscales. Dans un contexte où les règles en matière de passage en pertes n'ont pas été harmonisées, cela doit être un point d'alerte.

Pour conclure, soulignons bien entendu que l'exigence d'une transparence accrue dans la gestion des prêts est un point positif. Cela facilite notamment la comparabilité et le développement d'un marché secondaire. Toutefois, les cessions de prêts ne peuvent devenir l'unique mode de gestion, la seule option disponible, et ce particulièrement en France où la garantie et la relation client comptent beaucoup. L'éviction des emprunteurs au financement non garanti, ou dont les garanties ne sont pas éligibles au *backstop*, peut désormais être rapide. Nous plaidons pour une gestion qui prenne en compte la relation client, ainsi que la variété de garanties apportées et la diversité des pratiques selon les lignes de métiers. Cela est capital pour le financement de certains domaines, comme par exemple l'innovation.

Le *backstop* est un outil puissant, à utiliser avec discernement, car il peut avoir des répercussions majeures sur la façon dont les banques vont désormais gérer leurs crédits.



# Les Rendez-vous de la Régulation financière et de la Conformité

## 15ème édition

**Thomas BRISSET, Adjoint au Chef du Bureau de l'épargne et du marché financier, Direction Générale du Trésor**

### Les priorités réglementaires en France et dans l'Union européenne

On a affaire, en Europe, à un trop grand écart entre l'épargne disponible et l'investissement et un déficit d'investissement particulièrement dans les PME et ETI, à une forte dépendance des entreprises à l'égard du financement bancaire (55 % de l'endettement contre 30 % aux Etats-Unis) et à des financements trop nationaux. Les défis sont nombreux : celui de la compétitivité du système financier, qui nécessite d'apporter des ajustements aux textes existants ; celui que représente la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et donc d'une City qui pourrait jouer la carte de la dérégulation ; celui de la transition écologique et enfin celui de l'innovation, quand on sait par exemple que les financements des fintechs en Europe ne représentent que 10 % du montant mondial.

Pour relever ces défis, il convient d'achever un certain nombre de chantiers réglementaires et d'en ouvrir de nouveaux. Le règlement sur les produits dérivés de gré à gré (Emir 2) est en voie d'achèvement, avec notamment les questions, de première importance, liées au redressement et à la résolution des chambres de compensation. Deux

autres règlements ont été adoptés : règlement en matière de règles de transparence applicable aux fonds (« Transparence ») et règlement concernant les indices utilisés comme indices de référence (« Benchmark ») : les indices de référence doivent s'y conformer depuis le 1er janvier 2020, mais il reste des questions à éclaircir au niveau 2.

Dans le champ de la finance verte, des travaux sont en cours qui visent à bâtir une nomenclature (taxinomie). La France a rappelé, dans ce cadre, son attachement au principe de neutralité technologique. De manière générale, il reste beaucoup de chemin à parcourir, dans le domaine des critères environnementaux, sociaux et de gouvernement d'entreprise, en matière de collecte et d'harmonisation des données et variables pertinentes, comme le montre le rapport de Patrick de Cambourg (mai 2019) « Garantir la pertinence et la qualité des informations extra-financières des entreprises : une ambition et un atout pour une Europe durable ».

A plus longue échéance, il conviendra de procéder à une révision de la deuxième directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF 2), sans aller jusqu'à créer une MIF 3, et de mener une réflexion générale et transversale sur la documentation adressée au consommateur. Il n'est pas certain que l'inflation de documents garantisse la meilleure protection de l'acheteur de produits

financiers. Il serait, par ailleurs, opportun de légiférer en matière de chaîne de blocs (blockchain), car il en va de la compétitivité économique de l'Union européenne à l'égard de la Chine et des Etats-Unis. La France a été pionnière dans ce domaine avec l'ordonnance blockchain et certaines dispositions de la loi PACTE. Au niveau européen, la question consiste à savoir s'il vaut mieux un texte unique ou revoir les textes existants au crible de la blockchain.

**Olivier MARTY, Enseignant en Questions européenne à Sciences-Po et l'ENS-Ulm**

### Actualités européennes

La confiance des citoyens à l'égard de l'Union européenne n'a cessé de se renforcer au cours des dernières années. Il semble que les directions et les priorités des institutions européennes soient perçues plus clairement.

Après une mise en place mouvementée (rejet de 3 Commissaires, Présidente élue de façon étroite), la nouvelle Commission européenne semble avoir des atouts : ses commissaires ont des profils politiques (ils ont exercé des mandats à haut niveau dans leur pays et ont des expériences significatives et une légitimité) et sont emmenés par trois personnalités de poids aux postes de vice-président : Margrethe Vestager, Frans Timmermans et Valdis

Dombrovskis. Les trois priorités de la Commission : le climat, le renforcement du potentiel économique et une finance plus stable, et la montée en gamme du numérique.

En matière de lutte contre le réchauffement, Bruxelles vise la neutralité carbone d'ici à 2050, compte investir 1000 milliards d'euros en dix ans, souhaite élargir l'utilisation des contrats carbone, et s'est lancé dans l'édification d'une nomenclature verte (actifs verts dans chaque secteur d'activité).

En matière d'économie, la Commission souhaite développer les financements, optimiser le levier que constitue les financements européens et entend aller plus loin dans le domaine budgétaire en dépit de l'obstruction de l'Allemagne ou des Pays-Bas.

Dans le champ du numérique, prérogative du commissaire français Thierry Breton, les priorités concernent les données de masse et l'intelligence artificielle.

L'actualité européenne est aussi conditionnée par le Brexit. L'accord négocié entre Boris Johnson et l'Union européenne avant les élections britanniques de décembre 2019 se situe entre un soft deal et un no deal. Cet accord ne prévoit pas le maintien du Royaume-Uni dans l'Union douanière. Sur le papier, le Royaume-Uni et l'Union européenne ont un an à compter du retrait pour négocier un accord général. Cela semble impossible à réaliser, aussi est-il probable que l'on traite en priorité les questions relatives au commerce.

**Viet-Linh NGUYEN, Adjoint à la Directrice de la Division des Affaires européennes et internationales, Autorité des Marchés financiers**

**Actualité réglementaire européenne**

## **ne et internationale**

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF/ESMA) poursuit ses travaux en vue d'éviter une rupture des services financiers (notamment de compensation) en cas de Brexit dur, cela selon plusieurs axes : en publiant son « tableau de bord des risques », en négociant un protocole sur la supervision des chambres de négociation, en mettant sur pied un collège de supervision des entités transfrontalières et un forum d'échange de cas concrets entre les superviseurs (supervisory coordination network).

Parmi les autres priorités de l'autorité européenne figure la revue des autorités européennes de contrôle (European Supervisory Authorities), qui ne donne pas lieu à un bouleversement mais se construit par de multiples petites avancées. L'objectif consiste à harmoniser davantage le contrôle dans l'Union européenne, notamment en renforçant les pouvoirs de l'AEMF, cela dans le cadre d'une supervision fondée sur les données (une approche plus « scientifique » du contrôle). L'AEMF ferait ainsi office, entre autres, de data hub. L'AEMF est, par ailleurs, partie prenante des chantiers liés à la finance verte (nomenclature, indices...) et à la réglementation des fintechs.

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) publiera en mars 2020 son programme de travail. En 2019, son Conseil avait identifié comme chantiers prioritaires les cryptoactifs et leurs plates-formes de négociation (distribution aux particuliers, exposition des fonds...), la gestion d'actifs (conséquence de la montée en puissance de la gestion passive dans la formation des prix, utilisation des leviers, risque de liquidité pour les fonds d'investissement...), mais aussi la transition vers les nouveaux indices de référence (en particulier

le remplacement du Libor dollar), l'intelligence artificielle, les cyber-risques, la fragmentation des marchés et la finance durable.

**Hubert de VAUPLANE, Avocat Associé, Kramer Naftalis & Frankel LLP**

## **Actualité des cryptoactifs**

Dans ses lignes directrices en vue d'une approche par les risques des crypto-actifs publiées en juin 2019, le Groupe d'action financière (GAFI) demande aux acteurs réglementés de la finance ne de pas refuser a priori de traiter avec les fournisseurs de services d'actifs virtuels (VASP en anglais) et les prestataires de services sur actifs numériques (PSAN), mais d'adopter une approche par les risques et d'adapter leur niveau de diligence ; il étend le champ d'application de la lutte contre le blanchiment d'argent et du financement du terrorisme à de nombreux acteurs (places de marché, distributeurs de bitcoins, émetteurs d'ICO, courtiers, conservateurs...), demande aux acteurs d'utiliser systématiquement un système automatisé d'identification de la provenance des cryptoactifs, recommande aux VASP de publier leurs « listes noires » d'adresses suspectes, et clarifie la travel rule (transmission d'informations sur le destinataire d'une transaction). Le GAFI procédera à compter de juin 2020 à une revue de la mise en œuvre de ses recommandations sur les cryptoactifs.

L'annonce en juin 2019 par Facebook de sa volonté de créer une cryptomonnaie stable (basée sur un panier d'actifs réels), le Libra, a été suivie de très nombreuses réactions d'autorités politiques et réglementaires (G20, Conseil de stabilité financière, GAFI, Organisation internationale des commissions de valeurs, Commission européenne...). Ces organismes mettent en avant le

risque systémique qu'entraîne la création de stablecoins globales et les menaces que ces cryptomonnaies représentent (lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme, protection des données personnelles, droit de la concurrence, souveraineté monétaire ...), et se montrent favorables à une harmonisation des réglementations.

De son côté, la Banque de France s'est dite favorable à un projet (PEPS-I) émanant de banques de la zone euro visant à créer un système européen de paiement concurrent des réseaux Visa et Mastercard et a annoncé qu'elle réfléchissait à la création d'une monnaie banque centrale digitale, qui serait d'abord utilisée dans les transactions de gros, dans une optique d'affirmation de souveraineté face aux initiatives privées de type Libra.

A noter qu'en France, la publication des textes d'application sur les prestataires de services sur actifs numériques prend du retard (ces textes complèteront la loi PACTE adoptée en mai 2019), et il est ainsi toujours impossible d'engager des procédures d'enregistrement ou d'agrément.

### **Actualité du financement participatif**

La loi PACTE a étendu le champ des opérations financées par des prêts participatifs (financement de projets d'achat de biens ou de services, mais également opérations liées à la « raison d'être » de l'entreprise), ouvert les bénéfices du PEA-PME aux titres émis dans le cadre de prêts participatifs accordés à des entreprises (obligations à taux fixe, minibons, titres participatifs), et a soumis les intermédiaires en financement participatif à l'obligation de publier « les taux de défaillance enregistrés sur les projets en cours depuis plus de douze mois » en lieu

et place « des risques de défaillance de l'emprunteur » et à celle de mettre en garde l'emprunteur sur les risques liés à un endettement excessif. Elle prévoit également une expérimentation pour 3 ans pour permettre aux intermédiaires de financement participatif d'octroyer des crédits entre particuliers d'une même entreprise ou d'un même groupe d'entreprises.

Un décret du 28 octobre 2019 a procédé au rehaussement longtemps promis du seuil du plafond de collecte par projet à 8 M€ contre 2,5 précédemment.

### **Marie-Agnès NICOLET, Présidente, Regulation Partners**

#### **Nouveautés en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme**

Les autorités européennes de supervision ont publié le 4 octobre 2019 une opinion commune où sont distingués les risques transversaux (Brexit, monnaies virtuelles, hétérogénéité de la surveillance, faiblesse du contrôle interne...) et les risques spécifiques à chaque secteur. Le document contient des recommandations aux autorités de surveillance nationales et une analyse des risques par activités (établissements de crédit, entreprises d'assurance-vie, établissements de monnaie électronique, établissements de paiement, bureaux de change, entreprises d'investissement, fonds d'investissement).

En mai 2019, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) a publié une note sur la surveillance consolidée. Il ressort de ce document que les entreprises mères sont insuffisamment diligentes en matière de pilotage du dispositif de lutte, de cadrage procédural, de gouvernance du dispositif, d'échanges des informations nécessaires à la vigilance et de contrôle interne.

Les entreprises de gestion d'actifs sont soumises à de nouvelles obligations en matière de reporting à l'égard de l'Autorité des marchés financiers. Un rapport annuel devra être consacré aux procédures de contrôle interne, aux moyens mis en œuvre, aux incidents et faiblesses constatés, un autre aux échanges d'informations au sein du groupe et au traitement des filiales ou succursales dans des pays tiers.

### **Lutte contre la corruption**

L'Agence française anticorruption ou AFA, créée par la loi du 9 décembre 2016 dite Sapin 2, a publié son premier rapport annuel (2018). Y sont recensés, outre le fonctionnement et les missions de l'agence, les bonnes pratiques et les lacunes en matière de lutte contre la corruption, pour les acteurs économiques (mise en place d'un système d'information commun à l'ensemble du groupe répertoriant les cadeaux et invitations, mise en place d'un système d'information permettant de lancer des alertes dans toutes les langues pratiquées dans le groupe, formations en présentiel par l'entité au bénéfice de ses tiers les plus à risque), et pour les acteurs publics (mise en place ou mise à jour d'une cartographie des risques afin d'évaluer la criticité des risques et leur impact sur l'établissement, meilleure sensibilité du personnel aux risques de déontologie, encadrement des pratiques de cadeaux et avantages par la mise en place notamment d'un code de déontologie, et meilleure gestion des conflits d'intérêts).

### **Contrôle interne**

L'ACPR a précisé la nature des informations contenues dans le nouveau rapport annuel sur le contrôle interne (RACI). Deux canevas sont fournis, l'un pour les établissements de crédit, les en-

treprises d'investissement et les sociétés de financement, l'autre pour les établissements de paiement, les prestataires de services d'informations sur les comptes et les établissements de monnaie électronique. De nouvelles orientations de l'Autorité bancaire européenne ont été introduites. Elles concernent la gestion du risque de taux dans les portefeuilles bancaires, les tests de résistance, l'externalisation, la gestion des expositions non performantes et restructurées, la gouvernance et les risques liés aux nouvelles technologies de l'information et de la communication.

### Jérôme CHARPENTIER, Associé, Ailancy

#### La réforme des indices de référence

Les taux de référence ont été réglementairement encadrés après avoir été manipulés. Certains de ces taux ont été réformés, d'autres abandonnés ou en cours d'abandon. Les taux de référence concernent de très nombreux produits (prêts aux particuliers et aux entreprises, épargne bancaire, titres de dette, produits dérivés...) et servent à calculer la rémunération du collatéral, les échelles d'intérêts ou encore les pénalités de retard. Tous les métiers de la finance sont affectés par les évolutions en cours.

La transition est d'autant plus délicate qu'il n'y a pas de date de bascule unique : on a affaire à plusieurs taux, dans différentes juridictions, et placés sous l'égide de différentes autorités de contrôle. L'Eonia, par exemple, sera abandonné à compter du 1er janvier 2022 ; depuis octobre 2019, il est publié parallèlement à l'Euro short-term rate ou Ester, le nouveau taux d'intérêt au jour le jour sur les opérations d'emprunt en blanc.

Les différentes réformes en cours tendent à mettre en avant les taux

d'intérêt au jour le jour, des taux sans risque, qu'ils soient basés sur des emprunts en blanc (Ester) ou sur le marché du repo (SOFR aux Etats-Unis, Saron en Suisse ...).

Les anciens taux Libor étaient déclinés en différentes devises (livre, euro, dollar, franc suisse, yen). Désormais, chaque pays (ou groupe de pays pour la zone euro) met en place ses propres taux de référence. Aux Etats-Unis, les Libor dollar seront remplacés par le SOFR, avec les difficultés liées aux soubresauts du marché du repo et à la construction d'une courbe de taux à partir d'un taux au jour le jour.

Les impacts de la transition sont à la fois opérationnels, commerciaux, de mise en conformité (spécialement dans l'Union européenne, avec le règlement européen dit benchmark), comptables et fiscaux, et concernent aussi la quantification des risques (valorisation de portefeuille...) et les systèmes d'information.

### Vincent LEFEVRE, Directeur des Services Financiers, Sopra Steria Next

#### La refonte de la réglementation bancaire sur les risques

Le « paquet bancaire », ensemble complet de mesures qui modifie significativement le dispositif prudentiel, de liquidité et de résolution en vigueur, a été adopté en avril 2019 après 2 ans et demi de travaux. Le dispositif prudentiel ainsi que les règles de liquidité et de résolution s'en trouvent sensiblement modifiés, notamment avec l'adoption du ratio de levier à 3 %, la mise en œuvre du ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR en anglais) avec certaines adaptations, l'obligation de déclaration des risques de marché (Fundamental Review of the Trading Book), ou encore le renforcement des obligations liées aux dispositif

d'absorption des pertes (exigences minimum en fonds propres et passifs éligibles ou MREL en anglais).

Le paquet bancaire ne prenait pas en compte les accords du Comité de Bâle de décembre 2017 sur le risque de crédit et le risque opérationnel. Ces accords, parfois nommés Bâle IV, visent, entre autres, à limiter l'utilisation des modèles internes, à généraliser et à calibrer le modèle standard dans le calcul des risques opérationnels, à refondre sensiblement le calcul des risques de marché, ou encore à introduire un plancher en capital (output floor). La mise en œuvre sera étalée entre 2022 et 2027.

Ces accords donnent lieu à des discussions de plus en plus vives, sur fond de menace sur la compétitivité des établissements de l'Union européenne. L'Autorité bancaire européenne a calculé en 2019 que les banques européennes devraient accroître leurs fonds propres de 125 à 135 Md€ dont 83 à 91 Md€ pour le CET1, soit une hausse de 24 % ; pour les banques d'importance systémique en Europe (dont de nombreuses banques françaises), l'augmentation se monterait à 29 %, tandis que pour les banques américaines, la hausse ne serait que de 1,5 %. Certaines études estiment même l'impact des fonds propres à 400 Md€. La finalisation de Bâle III devrait faire l'objet d'un texte CRR3 qui est annoncé à l'horizon 2022.

#### L'Union bancaire européenne

L'Union bancaire repose sur trois piliers : un mécanisme de supervision unique, un mécanisme de résolution unique et un mécanisme de protection des dépôts (peu avancé, mais l'Allemagne, qui y était opposée, vient de montrer des signes d'assouplissement de sa position).

Une Union bancaire crédible repose par ailleurs sur la réduction

des prêts douteux, qui fragilisent le système. En 2017 encore, l'Union européenne faisait figure de mauvais élève dans ce domaine, avec un taux de créances douteuses de 4,6 %, au lieu de 1,7 % en Chine et 1,3 % aux Etats-Unis. Des mesures volontaristes émanant de la BCE, de l'ABE, du CERS et de la Commission) ont été mises en œuvre depuis l'été 2017, suivies de résultats encourageants (baisse du taux de créances douteuses, amélioration du provisionnement, développement d'un marché secondaire).



# Relancer la **Capital Markets Union** : vers une **Savings and Sustainable Investment Union**

**Fabrice DEMARIGNY, Président de Mazars Société d'Avocats,  
Président du High-Level Expert Group « Next CMU »**

Le Groupe de travail « Next CMU » présidé par Fabrice Demarigny et composé d'experts de 7 pays européens, qui avait été chargé en mai 2019 par les Ministres des Finances allemand, français et néerlandais de formuler des recommandations pour une relance et un approfondissement de la CMU 5 ans après son lancement, a remis en octobre son rapport qui a servi de base aux conclusions de l'ECOFIN de décembre. Ce rapport est disponible sur [https://nextcmu.eu/wp-content/uploads/2019/10/The-Next-CMU-HL\\_DO.pdf](https://nextcmu.eu/wp-content/uploads/2019/10/The-Next-CMU-HL_DO.pdf)

Ce document, qui présente une analyse détaillée des facteurs justifiant une nouvelle étape de transformation du paysage européen des marchés de capitaux, suggère en premier lieu s'écarter de l'axe d'origine d'une stimulation plutôt technique des marchés de capitaux pour réorienter plus directement la CMU - en la renommant *Savings and Sustainable Investment Union* pour bien matérialiser la nouvelle ambition - vers les besoins des citoyens et vers l'investissement dans une économie européenne réelle, digitale et durable.

Pour cela, le groupe d'experts formule 4 priorités absolues, regroupant 20 recommandations structurantes : dynamiser l'épargne de long terme et générer davantage d'opportunités d'investissement, développer massivement les outils de fonds propres pour les entreprises, augmenter la fluidité des flux financiers entre les places financières européenne et l'intégration des marchés de capitaux par une supervision convergente, et enfin développer les outils de dette et de change de manière à renforcer le rôle international de l'Euro.

Fabrice Demarigny, avocat et responsable des activités Conseil au secteur financier et Marchés de capitaux du cabinet Mazars et Président du think tank European Capital Markets Institute, mais également précédemment Chef de service à l'AMF et Secrétaire général de CESR devenu ESMA, était particulièrement qualifié pour piloter cette réflexion concrète et essentielle pour

les entreprises et les citoyens européens comme pour les acteurs financiers.

Au cours de cette matinale, il a détaillé les recommandations formulées pour redynamiser la CMU en la transformant en une Union de l'Épargne et de l'Investissement Durable. Il a indiqué en particulier qu'il s'agit pour cette nouvelle étape de la CMU, non pas d'un simple prolongement et d'une évolution essentiellement sémantique, mais plutôt d'une véritable étape de rupture pour davantage d'efficacité des marchés européens de capitaux.

\*

Le mandat donné au Groupe de travail « Next CMU » par les ministres des Finances des trois pays, sur la base d'une certaine frustration d'avoir beaucoup fer-



raillé ces dernières années sur ces textes techniques mais sans parvenir à une matérialisation aboutie de la CMU, était clairement d'apporter sur ce sujet un œil neuf, tourné vers l'avenir, proposant une vision pour un projet de construction, détaché tant des textes que des techniciens de la matière. Les autres Etats membres ont en majorité vite compris l'importance du sujet, et la présidence finlandaise, qui avait peut-être moins de matière à traiter en année électorale, a demandé de réfléchir pour l'ensemble de l'Ecofin. C'est ainsi que 7 experts en provenance de 7 Etats membres, apportant des expériences des secteurs public, privé et académique, et surtout représentant toutes les facettes d'expérience des différents aspects du fonctionnement des marchés, ont travaillé de manière très ouverte, en consultant très largement, notamment au travers d'un questionnaire à forte participation, et en étant ainsi nourris de manière très dense.

Le choix a été fait de ne pas remettre en cause tout ce qui avait été réalisé, de ne pas critiquer toutes les directives, avant souvent d'avoir pu en vérifier vraiment l'efficacité (certaines venant à peine d'être adoptées, n'étant peut-être même pas publiées ou pas entrées en vigueur), et plusieurs d'entre elles comportant en toute hypothèse des clauses de révision. Il fallait également éviter de se contenter de faire une nouvelle liste d'initiatives législatives supplémentaires, mais plutôt suggérer des modalités pour un meilleur fonctionnement au travers de recommandations s'adressant à la Commission bien sûr, mais aussi aux Etats membres qui transposent et disposent au niveau national d'importants leviers, aux superviseurs eux-mêmes puisque la philosophie avec laquelle ils appliquent la norme compte beaucoup pour le succès d'activités transfrontières pour une véritable

Union, et enfin aux professionnels eux-mêmes qui quand ils se coordonnent peuvent faire bondir l'intégration de manière significative. Il ne s'agissait pas enfin de se contenter de *low hanging fruit* ou succès faciles. Il s'agissait au contraire de donner une vision, une ambition, une raison de faire malgré des obstacles complexes à surmonter.

La Commission n'avait peut-être pas totalement saisi l'ampleur du besoin de faire adhérer à son projet. Le Groupe de travail Next CMU a proposé de changer de nom de la CMU pour que le citoyen comprenne l'enjeu du projet.

Parmi les conclusions immédiates des travaux, il y en a une première, très importante dans la manière dont on présente ce projet, qui est que les citoyens ne donnent toujours pas leur confiance à un secteur financier qu'ils considèrent responsable d'une très grande crise : la question de la confiance et de l'image des marchés et des acteurs financiers nécessite toujours un important travail d'explication sur la raison d'être et les objectifs d'une union des marchés.

Une deuxième conclusion est que les raisons initiales de créer la CMU demeurent largement vraies. L'idée qu'il y ait, en complément de différents mécanismes pour contenir une crise financière, une capacité par les marchés - donc privée - d'absorption des risques demeure tout aussi importante que par le passé : on ne sait pas en effet, si apparaissait une nouvelle crise, s'il existe ou non (et on peut en douter) une capacité d'absorption sans faire appel à l'argent du contribuable. Les raisons qui poussent à créer des mécanismes de financement en-dehors du système bancaire demeurent ainsi tout aussi importantes que par le passé. C'est d'ailleurs la raison fondamentale pour laquelle les Allemands sont globalement favora-

bles à la CMU : sans être de grands enthousiastes parce qu'ils ont une habitude du financement bancaire et se méfient un peu de ce mécanisme sous certains aspects concurrent, ils sont intéressés par une capacité d'absorption de la crise sans avoir à faire appel à des mécanismes de sauvegarde par le budget de l'Etat.

Une autre chose fondamentale, c'est que le contexte dans lequel on doit réfléchir à la deuxième phase de la CMU est complètement différent de celui d'il y a 5 ans. Celle-ci doit donc être conçue pour tenir compte de tendances de fond qui en donnent tout le sens et l'urgence. Ces grandes tendances constituent des paramètres de l'équation qu'il faut absolument prendre en compte pour concevoir la manière dont on veut relancer la CMU :

### 1. Les besoins des citoyens.

On vit dans un environnement de vieillissement de la population, général en Europe, et on sait que de manière mécanique dans 20 ans, si on ne change rien en termes de retraite, 18 à 20 % de la population sera en situation de précarité forte ou de pauvreté si l'on n'est pas capable de mettre en place les mécanismes de réponse adéquats en temps utile. Par ailleurs, le climat de taux très bas fait que l'épargne courte placée en taux sur des comptes sur livrets, l'épargne passive, fait perdre de l'argent aux épargnants. Il y a une nécessité, et les professionnels peuvent faire beaucoup dans ce domaine, de faire comprendre qu'une bonne orientation de l'épargne est fondamentale.

### 2. Le développement durable.

Ce n'est plus du tout une simple question de communication, mais une très forte tendance de fond qui se traduit par des changements de comportement des consommateurs, des épargnants, des financiers, et des industriels, et qui

constitue une donnée essentielle à prendre en compte d'un point de vue politique. Le Plan Climat européen annoncé par Ursula von der Leyen début décembre 2019 n'est que la partie visible d'un vrai changement de mentalité. Il est clair que la transition environnementale et énergétique ne se fera pas qu'avec de la dépense publique, et qu'une dépense privée doit être mise à mettre à la disposition de cette transformation, même si le marché est bien sûr la rencontre de l'offre et de la demande sur la base d'un alignement d'intérêts.

**3. La Digitalisation**, surtout l'Intelligence Artificielle qui progresse à une vitesse bien plus rapide que celle que les concepteurs de la CMU avaient en tête il y a 5 ans.

**4. Les tensions commerciales.** Il y a un changement de paradigme dans le commerce international, qui n'est pas le fait de l'Union, mais celui de ses grandes contreparties commerciales, notamment les Etats-Unis et la Chine, qui ne veulent pas ou plus jouer le jeu en principe gagnant-gagnant de la mondialisation. C'est une donnée fondamentale, qui pose notamment des questions de stabilité, et que l'on peut illustrer de mille manières, notamment en matière de banque d'investissement où le marché le plus ouvert du monde est certainement le marché européen - ouvert à plus de 50 % alors que les marchés américain et chinois le sont à 17 et 3 % respectivement -, et où les acteurs européens perdent des parts sur leur propre marché. L'Europe a joué le jeu de la mondialisation, mais ce n'est plus du tout le cas de ses grandes contreparties. En cas de crise, on ne peut compter pour sauver le système qu'avec ceux qui ont leur activité principale sur le marché local, et donc se posent de vraies questions d'autosuffisance et de capacité à absorber le choc : l'Union ne peut plus ne pas se poser la ques-

tion de savoir si elle a en cas de crise une capacité de financement par les marchés de ses économies et de ses entreprises, ce qui ne veut pas dire qu'il faut prôner la création d'une forteresse, mais se poser la question de l'autosuffisance, considérant que l'on peut être d'autant plus ouvert que l'on est autosuffisant.

Se trouvent aussi posées des questions de propriété intellectuelle de l'innovation : on n'arrive pas en Europe à financer l'intégralité des étapes de développement des entreprises, dont après le 2e, 3e ou 4e cycle de financement une grande partie de la matière grise et de l'innovation est rachetée, parce que le système financier ne permet pas d'accompagner une politique industrielle d'innovation digitale cohérente. Résoudre ces failles du système financier, qui ne permet pas de soutenir de bout en bout la croissance des entreprises - malgré les brevets, la technologie, les centres de formation ... - et ainsi de faire émerger des GAFA européens, est ainsi considérée par le Ministre français des finances comme une priorité absolue.

**5. Le Brexit** constitue un véritable mouvement de plaques tectoniques auquel il faut adapter. L'Union européenne avait fait le pari d'avoir dans son cœur un centre financier très global. A partir du moment où cet élément central devient extérieur, il faut réinventer le financement par les marchés dans l'union à 27 pour conserver le même niveau d'efficacité. Certains grands acteurs internationaux vont transférer sur le continent une part de leurs activités pour suivre leurs clients, mais il devrait y avoir, dans un système que sera plus éclaté, des pertes de capacité, et il est nécessaire de préparer une sérieuse reconstruction des marchés européens de capitaux.

**6. Le risque de ralentissement**

**économique enfin.** Il y a à cet égard deux domaines fabuleux pour un plan de relance : la digitalisation et la transition énergétique.

Ces tendances de fond justifient une vraie réorientation des priorités. La phase 1 de la CMU avait pour objet de revitaliser le secteur financier, qui avait été fortement mis à mal par la crise, et avait en conséquence été assez sérieusement régulé, peut-être d'ailleurs de manière cumulée excessive. La priorité maintenant est d'apporter à des citoyens qui n'ont toujours pas redonné leur confiance au système financier un dispositif de réponse à leurs besoins, et pour cela d'utiliser l'épargne de manière la plus directe pour l'investissement réel de transformation vers l'économie digitale et le développement durable. Il faut en outre le faire en se donnant une ambition forte, qui est que le marché créé par l'Union à 27 soit l'un des 2 centres financiers majeurs de la planète, ce qui n'est pas du tout inatteignable.

C'est sur cette base qu'ont été formulés, assez unanimement dans le groupe de travail, les deux objectifs majeurs axés autour d'un certain nombre de priorités structurantes. :

1. Promouvoir un marché des capitaux proposant des produits d'épargne à même de répondre aux besoins des citoyens et allouant du capital à des investissements permettant une création de valeur dans l'économie réelle, innovante et durable

2. Mettre en place un marché des capitaux intégré, compétitif, profond et liquide, de nature à établir l'Union européenne comme l'un des 2 principaux centres financiers mondiaux.

Ont alors été identifiées 4 priorités absolues qui doivent guider l'ensemble des travaux, et qui correspondent aux 4 ingrédients nécessaires pour une place internationale

efficace : une épargne longue ; des marchés actions profonds (comme aux Etats-Unis ou au Japon) qui constitue la colonne vertébrale et tire le reste (les dérivés, le marché obligataire, l'écosystème qui se construit autour) ; une fluidité entre les places financières (Etats-Unis et Japon ont ces pools de liquidité très forts) pour créer un pool unique de liquidités ; et une monnaie forte utilisée sur des marchés globaux. L'Europe a ces 4 ingrédients, mais ils apparaissent mal orientés ou sous-développés : on a par exemple une monnaie qui a 20 ans mais dont les politiques, les banques centrales et les marchés n'ont jamais vraiment voulu faire une monnaie active sur les marchés globaux de la dette, mais servant plutôt de réserve pour les banques centrales. Donc 4 leviers sur lesquels il faut agir pour avoir une finance verte et digitale, permettre aux PME et ETI d'accéder plus facilement aux financements par le marché, et avoir des outils de financement compétitifs, liquides, et intégrés dans les marchés globaux de manière efficace.

Les 4 priorités et les 20 recommandations qui ont été retenues sont celles qui ont vraiment un effet transformationnel et non pas uniquement des choses qu'il serait intéressant d'avoir mais ne changeraient pas la donne fondamentalement. Elles ne s'adressent pas uniquement à la Commission, mais bien à l'ensemble des acteurs du système y compris les professionnels.

**1. Générer de l'épargne à long terme**, car sans épargne longue le marché n'a pas la capacité de financer à long terme un certain nombre de transformations nécessaires. La 1ère recommandation, qui constitue l'un des moyens les plus puissants pour générer l'épargne longue, porte sur la retraite qui concerne bien sûr tous les citoyens européens : il faut que

chaque Etat membre affiche de manière responsable (cela pourrait même rentrer dans l'analyse semestrielle des performances économiques et financières des Etats membres) une politique multi-piliers de retraite, ce qui relève de la compétence des Etats à ce jour, définisse une analyse des défis à 20 ou 30 ans et une stratégie, et insuffle une dynamique qui oblige à créer des produits d'épargne en complément du pilier central de la répartition. Il y a bien sûr d'autres moyens comme l'épargne proche du lieu de travail (plan d'épargne, actionnariat salarié, ...) pour lesquels la France est en avance. Il y a aussi l'incitation fiscale qui aujourd'hui va à l'épargne courte, investie en taux, ce qui est absurde à plusieurs titres et notamment pour l'investisseur rationnel : des réorientations de la fiscalité sont à faire, mais ça relève des Etats membres ou de l'unanimité des Etats. Toute l'idée est de transformer l'épargnant en un investisseur, ce qui suppose d'être très exigeant en matière de protection de l'épargne et d'explication. Il est de l'intérêt des citoyens d'avoir une épargne longue comme de l'intérêt des gestionnaires d'avoir des horizons d'investissement longs. L'épargne longue d'investisseurs institutionnels devra être obtenue au travers d'exigences de durabilité, et c'est par cet enchaînement qu'on peut arriver à opérer une transformation passant par un alignement des intérêts plutôt que par la pénalisation fiscale ou l'obligation. Les travaux autour de la finance durable, notamment les travaux de taxonomie permettant à l'investisseur justifie la nature de l'investissement et aux entreprises d'explicitier au travers de standards non financiers harmonisés et comparables dans le temps la manière dont les fonds levés sont utilisés pour le développement durable, vont donner à cette chaîne d'intérêt une cohérence transparente et explicable beaucoup plus forte.

**2. Etablir des marchés actions profonds, diversifiés et puissants en Europe.** Avec le départ de Londres, l'Europe dispose certes de 2 ou 3 bourses efficaces, mais est en termes de comparabilité très en-deçà par rapport à d'autres places. En parlant de financement actions, on parle de marchés publics mais aussi privés. En *private equity*, la réglementation européenne est pour l'essentiel en place ; ce qui va manquer, ce sont des fonds *late stage* de taille critique suffisante pour être crédibles sur les marchés. C'est une question de temps d'affirmation : on aura au départ en Europe que 2 ou 3 fonds gérant plus d'1 Md€, alors qu'à Londres il y en a une bonne vingtaine, et il va y avoir un travail de création de masse critique.

Sur les marchés boursiers, on continue toujours à vouloir attirer des PME et ETI en bourse, mais il faut bien voir ici aussi combien le contexte a changé. Ce qui il y a 20 ans était une étape d'aboutissement dans un parcours de croissance, l'introduction en bourse est souvent maintenant vécue comme pénible et risquée, pour la lourdeur administrative de prospectus compliqués et coûteux, mais aussi pour l'exposition publique et la transparence permanente. Le système est actuellement trop rigide avec notamment une frontière beaucoup trop dure entre marchés de croissance et marchés réglementés, qui devraient pouvoir accueillir des ETI en introduisant pour ces acteurs de la souplesse, peut-être pour une période transitoire, pour que progressivement l'entrée en bourse soit plus aisée qu'aujourd'hui. On pourrait par ailleurs recréer une catégorie d'investisseurs professionnels personnes physiques qui bénéficieraient d'un régime de protection plus faible.

L'accumulation des exigences d'information est devenue un obstacle pour l'investissement : les

exigences MIF, PRIIPs, AIFMD ... et autant de formulaires que doit remplir un investisseur font souvent que celui-ci prend conscience, peut-être excessivement, des risques pris ; les obligations d'information complexes à respecter dans les différents canaux de diffusion vers la clientèle de détail font en outre que les organismes financiers cherchent à réduire la part des investisseurs personnes physiques. Enfin, il y a pour la clientèle institutionnelle une vraie désincitation à la détention d'actions dans Solvency 2 puisque les actions, produit le plus liquide, sont devenues la variable d'ajustement pour que les compagnies d'assurance répondent aux exigences prudentielles par ailleurs désincitatives ; la détention d'actions cotées a ainsi considérablement diminué depuis l'entrée en vigueur de Solvency 2, ce à quoi vient s'ajouter un levier d'incertitude et de volatilité avec la norme IFRS 9 obligeant en temps réel à mesurer son portefeuille et accroissant ainsi l'aspect variable d'ajustement.

**3. Renforcer la fluidité entre les places financières européennes.** Pour donner l'impression que le marché unique à 27 constitue un pool unique de liquidité, il y a énormément de travail car le côté structurellement fragmenté des marchés dans l'Union est évident. Trois pistes peuvent être esquissées. La première, c'est évidemment de favoriser la fusion d'acteurs de marché européens. Il y a aujourd'hui des barrières à la fusion de banques d'investissement ou de détail qui font que les trappes de liquidité nationales rendent l'intérêt de telles fusions limitées.

Il y a également besoin d'un changement de mentalité des superviseurs. Dans la décennie précédente, on parlait de concurrence réglementaire ; celle-ci a presque disparu. Aujourd'hui, la concurrence se fait dans la supervision

au quotidien, en appliquant de façon plus ou moins molle la norme et en sanctionnant ou pas. Cette concurrence entre places et entre régulateurs pour attirer l'activité sur la base de la flexibilité dans la manière dont on exerce sa mission est même encore plus grave, car se faisant au détriment de l'égalité de la concurrence, et ultimement de la protection de l'investisseur. Ce qui est proposé par le groupe de travail, c'est que chaque fois qu'une directive est revue, les institutions européennes soient obligées de se poser la question de savoir si la fonction de supervision est placée au bon endroit : au niveau du régulateur national si le marché est très local ; au niveau national avec incitation à converger par l'ESMA si le marché a une activité transfrontière et si il y a des risques d'inégalité de concurrence ; par les régulateurs nationaux mais avec obligation de respecter la convergence de manière contraignante par l'ESMA si il y a de vrais enjeux de stabilité, de protection de l'investisseur, d'égalité de concurrence parce que le marché est tellement intégré que l'efficacité de la supervision se trouve au niveau supranational ; ou enfin au niveau unique de l'ESMA, comme cela est déjà le cas pour certaines catégories d'acteurs comme les agences de notation, parce que le marché est totalement intégré avec peu d'acteurs, des produits totalement standardisés, et dans le cadre d'une concurrence internationale. Il y a donc 4 niveaux possibles, et il faut se poser à chaque révision de directive la question de savoir si cette directive a créé un marché intégré ou pas pour placer la fonction de supervision au bon endroit.

Le 3e moyen de créer un marché intégré avec un vrai pool de liquidité, c'est évidemment d'avoir un vrai plan d'action dans la finance digitale, non plus favoriser les fintechs et créer des bacs à sable, mais maintenant passer à la phase industrielle.

**4. Développer des outils de dette, crédit et change qui renforcent le rôle de monnaie internationale de financement de l'Euro.** Il faut en effet développer aujourd'hui les marchés de la dette, du crédit, de la titrisation, ou certains aspects du *forex*, de telle manière que cela promeuve toujours l'utilisation de l'Euro sur les marchés globaux. Parmi les débats fondamentaux, il y a celui du *safe asset* : les marchés de taux ont besoin d'une référence, qui a longtemps été le Bund, mais aujourd'hui les gisements du marché obligataire souverain allemand se tarissent, et l'Europe est à la recherche d'un actif de référence. Cela soulève des questions politiques, notamment de savoir si en créant fait des paniers d'obligations souveraines cela crée des obligations au regard des titres dans le panier, question sensible pour le contribuable allemand craignant d'être appelé pour à sauver le système en cas de crise. En réalité, identifier cet actif de référence n'est pas qu'une décision politique, c'est aussi une décision du marché, qui a à choisir son actif de référence.

La dernière recommandation porte sur le suivi, qui n'existait pas vraiment dans la 1ère phase. Il faut travailler sur des indicateurs économiques très précis en termes de collecte d'épargne, du nombre d'IPO, taille de fonds de *private equity*, de dispersion géographique, ... pour qu'on mesure de manière beaucoup plus précise et concrète la manière dont progresse ou pas, et que les institutions européennes avec les professionnels puissent identifier les points de blocage.

La manière dont le Conseil s'est saisi du sujet, et en moins de 2 mois a formulé des orientations reprenant 75 % des recommandations du groupe de travail est très encourageante : le Conseil, c'est-à-dire les Etats membres, avant même que la Commission soit installée,

définit son programme de travail dans un document de 7-8 pages, très précis, alors qu'ils étaient souvent les responsables du blocage dans la phase 1, témoigne d'un vrai changement. L'intention ainsi fortement exprimée a immédiatement provoqué la mise au travail de la Commission, avec la création par la DG FISMA d'un forum de 28 experts qui va maintenant rentrer dans le détail. L'attention du Parlement européen, dont la commission ECON a auditionné le groupe de travail, a également été attirée : il s'agit d'un Parlement renouvelé à plus de 60 %, avec beaucoup de sang neuf et des députés très demandeurs de projets porteurs qui pourraient vouloir indiquer une feuille de route à la Commission.

\*

### Éléments additionnels issus des échanges

Sur la question de la difficulté à réorienter l'épargne, connaissant la passion des Français pour le Livret A et l'assurance-vie à capital garanti, et à aller sur d'autres supports d'épargne que ce qui leur a été proposé pendant des années : aucun groupe d'experts ne changera les mentalités ou une culture, mais tout le monde est capable de comprendre son intérêt ; les gens finissent par comprendre que laisser son argent sur un Livret A, c'est perdre de l'argent, particulièrement dans un contexte de taux d'intérêt bas, et qu'il faut accepter de voir son argent bloqué un certain temps, ou de le voir placé sur des marchés plus volatiles, plus risqués, donc plus rentables à long terme. Il faut assurément un changement d'état d'esprit, mais de nombreux outils peuvent aujourd'hui aider à la compréhension : outre les réseaux de distribution, les canaux digitaux qui permettent de comparer les produits, les outils de simulation de retraite, ou le digital dans son en-

semble, peuvent beaucoup aider à faire prendre conscience de l'intérêt de chacun de la manière de placer de façon rationnelle son épargne. Il y a aussi évidemment les incitations fiscales qu'il faut réorienter. Il y a ainsi plusieurs leviers, mais cela prendra du temps, avec un travail d'explication, d'alignement des intérêts, d'utilisation des outils.

Un big bang des structures de régulation pour les marchés, comme cela a été fait pour le secteur bancaire avec la BCE, n'est pas vraiment possible. La régulation des marchés financiers n'est pas la même chose que la régulation bancaire, dans laquelle il a un texte sur le respect des ratios prudentiels et une communauté de superviseurs très homogène constituée des banques centrales ou de leurs émanations, ce qui fait que le transfert au niveau européen n'était techniquement et philosophiquement pas très compliqué. Dans la régulation des marchés financiers en revanche, il y a 30 textes et la réponse d'organisation est extrêmement différente. Il y aura toujours un mélange de local et de supranational selon ce dont on parle. C'est pour cela qu'une approche graduelle, directive par directive, en fonction du niveau d'intégration et d'efficacité de la supervision, est l'approche la plus pragmatique et celle qui a le plus de chances politiquement. Quant à la mise en place d'un régulateur unique de marché, qui pourrait être l'ESMA, à l'image de la SEC aux Etats-Unis, on sort d'un exercice de révision des 3 autorités, qui ne s'est pas bien passé : il y a des blocages profonds à un transfert de compétence au niveau supranational, et revenir 6 mois pour proposer une SEC européenne n'aurait simplement pas été entendu. Il fallait proposer quelque chose de plus pragmatique, proche du terrain, et au fond très difficile à contredire.

Sur les critères à surveiller, la part de marché des BFI européennes sur

leur propre marché est assurément un critère utile, même si l'Union de l'affichera pas ; il serait important que des think tanks le fassent, pas tant parce qu'on veut se protéger que parce que l'inverse n'est pas vrai, le marché américain et chinois étant extrêmement fermés.

Il y a effectivement des incohérences dans la réglementation, notamment l'impact négatif de Solvency 2 sur l'investissement en actions, et l'impact de MIF2 sur la recherche, particulièrement sur les ETI. Le groupe de travail les a bien signalées, car elles vont précisément à l'encontre des priorités retenues, et les conclusions de l'Ecofin ont retenu ce point. Ce sont en fait deux directives en cours de révision, qui de facto vont être retouchées.

Comment alléger les contraintes pour la cotation des ETI ? Il y a un exercice qui n'a toujours pas été fait qui est de concevoir le prospectus, non pas en supprimant 2 ou 3 exigences dans un format s'appliquant aux grandes capitalisations, mais en reprenant à la base en fonction de l'âge de la société, de la composition de l'actionnariat, de la nature de l'entreprise, de sa dépendance à un ou plusieurs clients, ... pour concevoir l'information financière utile de manière proportionnée et correspondant à l'objet de l'investissement. L'information à communiquer par des grandes capitalisations ou des petites entreprises est par nature différente, et il convient de concevoir l'information utile de façon proportionnée en s'interrogeant sur ce qui est véritablement utile pour l'investisseur. Cela peut par exemple se traduire par des exigences plus importantes en matière de risque, mais peut-être moins sur la gouvernance.

Les PME n'ont pas envie d'aller en bourse pour mille raisons, c'est devenu un pas à franchir trop important. La bourse peut tout de

même se justifier comme outil de stratégie de financement pour les entreprises présentant un véritable projet industriel (croissance externe, ...). Cet outil ne doit pas être interdit aux sociétés de petite taille ou récentes : si l'investisseur est prévenu de manière transparente sur les risques qui s'y attachent, il n'y a pas de raison que la rencontre n'ait pas lieu. La culture actionnariale s'acquiert déjà dans le *private equity*. Ce qui doit être recherché, ce sont des marchés actions, qu'ils soient publics ou privés.

répartir selon les lignes de métier. Toutefois, la digitalisation est un fort facteur d'intégration.



Il y a dans cette réflexion sur les marchés de capitaux une place pour des outils publics d'investissement, notamment dans le domaine soutien au démarrage : la BEI et les banques nationales du type BPI qui existent dans plusieurs Etats jouent déjà un rôle très important dans le capital risque et l'investissement dans les jeunes pousses. La BEI en particulier peut exercer un rôle majeur dans la création de fonds pour accompagner le 2e ou 3e cycle de financement ; elle envisage d'ailleurs de créer un fonds *IPO cross over* pour des investisseurs qui ne participeraient pas au moment de l'IPO mais accompagneraient dans la durée. Il y a toutefois une limite à l'action publique sur les marchés : mettre de l'argent public dans la promotion des marchés financiers a une acceptabilité limitée, même si cela est bienvenu pour le financement de l'innovation des jeunes pousses.

L'éclatement entre 27 places financières ayant des droits différents et pouvant localement ériger des barrières rend bien sûr délicat l'émergence d'un pool de liquidité. La fragmentation se fait au détriment de l'efficacité. Le groupe de travail aurait pu suggérer que les places se spécialisent, mais c'est le marché qui décide. Les grands acteurs qui viendront de Londres ne vont pas localiser toutes leurs activités dans un seul endroit, mais les

# Politique de taux bas et croissance : une contre-performance ?

**Jacques de LAROSIERE**, ancien Directeur Général du FMI, ancien Gouverneur de la Banque de France

La crise financière, dans le contexte de l'émergence de nouvelles économies de taille significative (Chine, Inde, ...), a conduit à un blocage de l'inflation et à la conduite d'une politique monétaire fondée sur des taux très bas, sinon négatifs. Ces taux bas sensés relancer la croissance sont en train de modifier très profondément les mécanismes de transformation de l'épargne en investissement, de conduire à privilégier la dette aux fonds propres, et de bouleverser et fragiliser ainsi toute la mécanique d'intermédiation financière des banques et compagnies d'assurance. Or la croissance n'est toujours pas au rendez-vous, et semble même s'éloigner ! Pourquoi ?

Jacques de Larosière, fort de son expérience exceptionnelle de banquier central, de dirigeant d'institutions financières internationales (FMI, BERD), et de conseiller de groupe bancaire (BNP Paribas), a bien voulu accepter de partager ses analyses et détailler les pistes qu'il propose pour sortir de cette grave impasse.

Jacques de Larosière a occupé les plus hautes fonctions françaises et internationales dans l'administration et le secteur financier : Directeur du cabinet de Valéry Giscard d'Estaing, Ministre de l'Economie et des Finances (1974), Directeur du Trésor (1974-1978), Directeur général du FMI (1978-1987), Gouverneur de la Banque de France (1987-1993) et Président de la BERD (1993-1998). Il a également occupé de nombreuses autres responsabilités, notamment de Conseiller auprès du Président de la banque BNP Paribas, Président du Comité Stratégique de l'Agence France Trésor, Président d'EUROFI et Président de l'Observatoire de l'Épargne Européenne. Il est l'auteur de nombreuses publications et de plusieurs ouvrages, parmi lesquels : Cinquante ans de crises financières (2016), Les lames de fond de rapprochement (2017) et Les 10 préjugés qui nous mènent au désastre économique et financier (2018).

L'objet du propos de ce jour, qu'il est intéressant de tenir dans le cadre de cette « maison de pensée » qu'est l'EIFR, est de présenter quelques réflexions sur notre environnement monétaire, avec deux questions principales : pourquoi la politique monétaire très accommodante des dernières années est-elle aujourd'hui l'objet de débats, et quelles sont les conséquences sur l'investissement productif des taux d'intérêt très bas, voire négatifs, qui prévalent aujourd'hui, particulièrement en Europe ?

## I. Pourquoi la politique monétaire est-elle l'objet de débats ?

Les débats sur la politique monétaire sont en réalité nouveaux. On commence seulement à prendre du champ, à penser le sujet de la politique monétaire, mais encore très timidement.

Un rapide rappel historique pour commencer. Les excès d'endettement qui ont été constatés durant les 10 à 15 années précédant la crise financière de 2007-2008 avaient fragilisé le système finan-

cier. Lorsque la bulle des subprimes éclata en 2007, c'était l'ensemble du système qui menaçait de se gripper. Les nombreuses bulles d'actifs éclatèrent, beaucoup d'entreprises trop endettées durent demander une restructuration de leurs dettes, les investisseurs, inquiets du sort de leurs actifs ou en quête de liquidités, se mirent à vendre sur un marché défaillant, et les prix des actifs plongèrent. De grandes banques anglo-saxonnes mais aussi quelques européennes, trop exposées au risque de marché, eurent besoin du soutien des pouvoirs publics. C'est

dans ce contexte assez dramatique que les banques centrales intervinrent comme institutions financières de dernier ressort : elles rachetèrent des titres qui ne trouvaient plus preneurs, et fournirent massivement de la liquidité à des marchés qui se dérobaient. On peut dire que les instituts d'émission ont joué un rôle crucial : ils ont permis d'éviter le désastre économique et financier qui aurait pu résulter d'un grippage de tout le système financier.

Il ne faut toutefois pas oublier que l'origine de la crise, à savoir l'excès d'endettement des agents économiques, provenait essentiellement de l'absence du contrôle du crédit par les autorités monétaires. Cette absence de surveillance du système financier est le point marquant de la conduite des banques centrales, qui ont été plus centrées sur le respect quasi-religieux de l'objectif d'inflation des prix à la consommation que sur la stabilité du système financier et sur la nécessaire modération d'une financiarisation débridée du monde. Les banques centrales ont donc soutenu l'économie en achetant des actifs financiers, et leurs bilans ont explosé, multipliés en moyenne par 4 et dans certains cas par 5. Elles ont décidé après la crise de s'embarquer sur une politique non conventionnelle de quantitative easing. Ainsi la Fed des Etats-Unis, qui montre le pas pour toute la politique monétaire mondiale, a lancé 3 vagues d'aisance quantitative en 2009, 2010, et 2013, par politique systématique d'achats de titre visant à faire baisser les taux d'intérêts, pas seulement sur le seul court terme mais sur l'ensemble de la courbe des taux. Il s'en est suivi une très forte appréciation des titres achetés, en particulier des titres d'Etat, et corrélativement une profonde baisse des taux d'intérêts. La politique monétaire de la Fed s'est imposée au monde entier, car le fait pour une banque centrale de ne pas vouloir s'aligner sur la Fed

aurait immédiatement été sanctionné par l'appréciation de son taux de change, entraînant tout de suite posé des problèmes de compétitivité.

Les programmes d'achat de titres ont eu la double caractéristique d'être massifs (dans la zone Euro, les achats de la BCE ont représenté jusqu'à 60 % des émissions de titres publics à l'époque) et prolongés, et c'est certainement la durée qui pose le plus de problèmes. Alors que la Fed a décidé à juste titre d'arrêter le quantitative easing en 2017 en remontant légèrement les taux jusqu'à janvier 2019, la BCE a maintenu son programme d'achat de titres alors que la croissance reprenait en Europe, et qu'il aurait fallu normaliser la politique des taux au moment où cet extraordinaire essor monétaire ne se justifiait plus du point de vue macroéconomique.

Il faut ouvrir ici une parenthèse méthodologique essentielle. La Fed, comme les autres banques centrales, ont décidé il y a une trentaine d'années de se fixer un objectif d'inflation (inflation target), et celui-ci a été fixé à un peu moins de 2 %. Ce chiffre, qui était sans doute valable à l'époque, ne correspond plus à la réalité d'aujourd'hui. En effet, plusieurs facteurs structurels jouent dans le sens d'une réduction de l'inflation tendancielle : le vieillissement de nos sociétés, qui consomment et investissent moins, et font ainsi moins pression sur des ressources rares ; l'ouverture du commerce international à des importations comportant de très bas taux de salaire, notamment en Chine ; les changements constatés sur le marché de l'emploi ; et les gains de productivité issus des nouvelles technologies. L'ensemble de ces facteurs expliquent que l'inflation structurelle d'équilibre, celle qui évite la déflation comme l'hyperinflation, est aujourd'hui autour de 1 % plutôt que de 2 %.

Cette différence de 1 % peut apparaître sans importance, mais c'est en réalité LE sujet. Parce que le fait de vouloir s'arc-bouter sur un objectif devenu irréaliste conduit à ce que la politique monétaire devient ultra-expansionniste, et vouloir faire monter l'inflation à 2 % par la création monétaire a ainsi entraîné des conséquences très dommageables.

Une telle politique conduite longtemps finit par affaiblir durablement le système financier de différentes façons :

- Elle favorise naturellement l'endettement, qui continue à croître de manière alarmante. La dette globale dans le monde (celle des Etats, des entreprises et des ménages) a augmenté de 50 % depuis 2008. Or c'est l'endettement qui est la cause de la crise précédente. On ne peut donc pas dire que l'on sait tirer les leçons de l'expérience. Cela engendre des bulles d'actifs parce que, les biens étant rares, si on met beaucoup d'argent à la disposition des agents économiques, les prix montent, parfois de manière déraisonnable. De telles bulles existent partout : bulles d'actions, d'obligations, immobilières ...
- Elle enlève aux taux d'intérêts une partie de leur rôle de signal de qualité et de discrimination entre les signatures : en d'autres termes, les écarts de risque ne se retrouvent pas dans les écarts de spread, qui sont très modestes.
- Elle affaiblit le système bancaire en érodant la marge d'intérêt. Or c'est le système bancaire qui constitue la courroie de transmission de la politique monétaire. Une politique comme celle de la BCE, qui consiste à taxer les banques détiennent des réserves, obligatoires d'ailleurs, auprès de la banque centrale, incite à répercuter sur les déposants le coût de cette



charge que la banque centrale perçoit sur ses dépôts.

- Elle pose aussi un problème de solvabilité aux compagnies d'assurance, aux fonds de pension et aux organismes de retraite, qui ont au passif de leur bilan des engagements longs à l'égard de leurs clients, et à l'actif des investissements qui n'apportent plus de rendement sauf à prendre des risques qui ne sont pas de mise pour ces organismes ; il y a ainsi un déséquilibre entre ce que l'actif peut rapporter et les dispositions contractuelles qui gouvernent le passif, même si ces institutions bénéficient encore heureusement d'un maigre rendement sur la partie ancienne du portefeuille constituée lors de la période conventionnelle de politique monétaire.
- Elle pousse les investisseurs de façon générale à rechercher des rendements plus rémunérateurs en effectuant des placements plus risqués. Elle favorise la pérennité d'entreprises « zombies », qui peuvent continuer à survivre du fait des bas taux d'intérêts, et ainsi conserver des parts de marché au détriment d'entreprises innovantes.
- Elle habitue les Etats à ne pas considérer le redressement des finances publiques comme une priorité.

Le FMI émis un avertissement il y a quelques semaines en indiquant, dans un rapport ne constituant qu'une « ride » dans les journaux financiers, que « l'économie mondiale est vulnérable à un retournement de la conjoncture (...), les banques centrales ont facilité l'endettement à court terme (...) au prix d'un affaiblissement du système financier global (...), les organismes non bancaires qui investissent de plus en plus dans ces actions non cotées, de la dette ou des CLO risquent de subir des déboires importants le

jour où certaines entreprises trop exposées auront des difficultés à refinancer leurs dettes » .

L'importance des émissions obligataires à taux négatif est un signal d'alarme. Le stock d'obligations d'Etats ou d'entreprises à taux négatifs est désormais de 15.000 Md\$. Cela représente à peu près le tiers du stock d'obligations mondiales. L'avancée des taux négatifs s'est accélérée depuis le début de l'année 2019, et se traduit par une hausse considérable de la valeur des actifs. Cette bulle coexiste avec la croyance des marchés, entretenue par les banques centrales, selon laquelle les taux bas sont là pour durer très longtemps, peut-être même toujours.

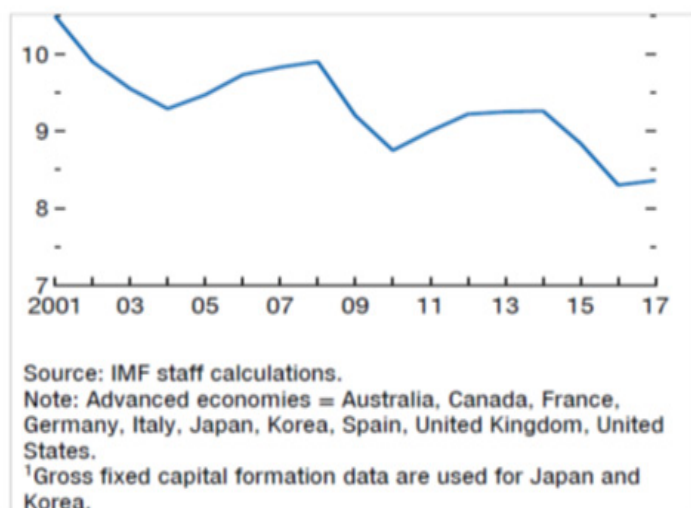
## II. La politique monétaire a-elle au moins favorisé l'investissement productif et la croissance ?

On croit le plus souvent qu'une politique monétaire non conventionnelle accompagnée de taux zéro est favorable à la reprise de l'investissement puisque par définition les conditions financières s'adoucissent. Cette croyance est en réalité infondée. Pour le vérifier,

il faut examiner la performance de l'investissement productif global depuis quelques années.

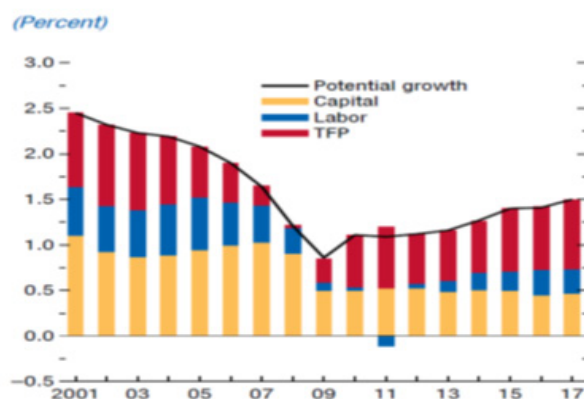
On observe une baisse très significative du niveau du stock de l'investissement non-résidentiel dans les pays avancés, passé d'environ 11 % du PIB en 2001 à moins de 8,5 % en 2017. Si le stock a baissé de manière aussi considérable pendant cette période, c'est que les flux annuels qui alimentent l'investissement productif ont été défaillants pour renverser la tendance baissière du stock.

**Baisse du niveau de l'investissement non-résidentiel en % du PIB**



Le graphique ci-dessous montre la croissance des investissements en capital et leur incidence sur la croissance potentielle. La partie basse (jaune) du graphique, qui mesurée en pourcentage du PIB était de l'ordre d'un peu plus 1 % de 2001 à 2017, a décliné de moitié et se situe maintenant autour de 0,5 %, ce qui veut dire que dans la composition des éléments qui soutiennent la demande et préparent l'avenir, l'élément capital (fixed capital) décline en valeur relative.

### Contributions à la croissance potentielle: la part du capital demeure faible



Source: IMF staff calculations.  
 Note: Advanced economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Spain, United Kingdom, United States; TFP = total factor productivity.

Depuis une vingtaine d'années, l'investissement productif tel que nous le connaissons - les machines et autres investissements lourds - sont en train de diminuer de manière tendancielle dans la composition des fondements de la croissance future de nos économies. En regardant plus en détail, il apparaît en outre que les investissements immatériels ou intellectuels, liés notamment à l'économie digitale, se détériorent très rapidement : après une période où les investissements intellectuels ont cru de l'ordre de 6 % par an pendant les premières années du développement digital, le taux de croissance annuel de ces investissements n'est plus aujourd'hui que de l'ordre de 3 % par an.

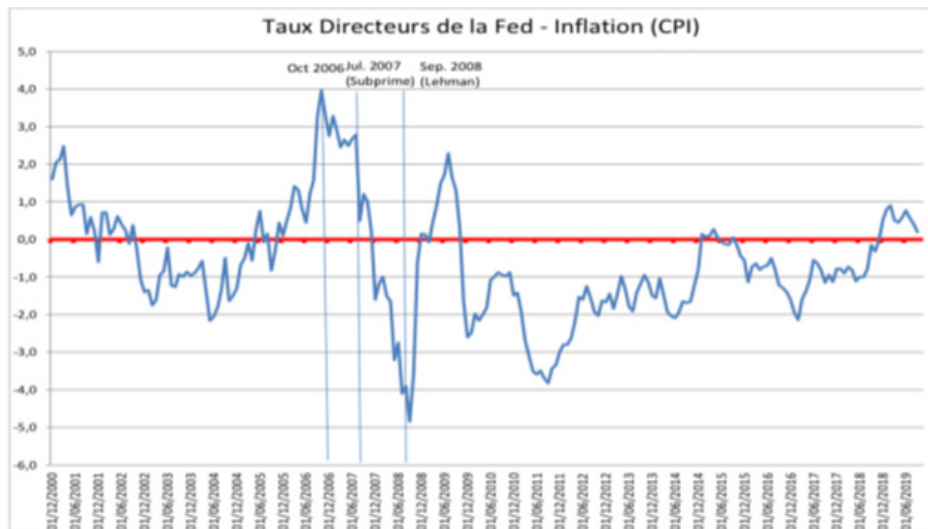
Au total la contribution du capital à la croissance potentielle demeure historiquement faible en dépit des taux d'intérêts très bas qui prévalent depuis une dizaine d'années. On observe ainsi, sans y introduire un facteur de causalité, que pendant la période de taux bas, on a une décroissance de l'investissement productif.

Dans l'histoire, aucune période de croissance vigoureuse n'a été accompagnée de taux d'intérêts réels zéro ou négatifs. Au 19e siècle par exemple, qui a été une période de grande innovation technologique et d'investissements productifs lourds, les taux d'intérêts étaient en moyenne d'environ 5 % en valeur réelle, ce qui n'a pas découragé la croissance économique et a permis de lever du capital. On peut aussi noter que les taux d'intérêts réels qui avaient été en moyenne de 3,5 % par an de 1990 à 2000, période plutôt favorable en termes d'investissement productif, sont devenus 1,2 % dans la période 2002 à 2019, période où l'investissement s'est nettement moins bien comporté.

Il y a eu des lames de fond qui expliquent en grande partie la baisse des taux d'intérêts pendant les dernières années. Parmi les raisons pour lesquelles le taux d'intérêt d'équilibre a baissé significativement depuis une vingtaine d'années, apparaissent le phénomène du ralentissement séculaire, le vieillissement, les progrès

technologique, et surtout l'excès d'épargne mondiale ou savings glut issu de l'excédent structurel de balance des paiements courants chez certains créditeurs, notamment la Chine, incités à acheter du dollar pour éviter que leur taux de change s'apprécie trop, et ce faisant créent de la monnaie et font pression sur les taux d'intérêts ; ce phénomène de savings glut a représenté sur une vingtaine d'années l'équivalent d'une baisse de 1 point des taux d'intérêts dans le monde.

Il ne faut pas oublier non plus un autre facteur déterminant et résulte de la politique monétaire pratiquée depuis 20 ans. Sur ce graphique sur les taux directeurs de la Fed défalqués de l'inflation sur la période 2002-2019, on aperçoit qu'ils ont été négatifs, ce qui est extrêmement rare dans l'histoire, pendant 15 des 18 ans de la période, ce qui évidemment a contribué à la baisse des taux d'intérêts mondiaux et à la poussée de l'endettement mondial et de la crise.



La politique de la Fed imprime sa marque au reste du monde. En effet, les taux de change, dont on croyait s'être débarrassé quand les Etats-Unis ont en 1973 mis fin au système de change fixe, se sont ré-invités dans le paysage économique : si un pays veut pratiquer une politique monétaire un peu plus rigoureuse que celle de la Fed, il est immédiatement rattrapé par le taux de change puisque son appréciation peut contrarier la croissance qui dépend des exportations.

Cette politique monétaire de bas taux a naturellement favorisé les débiteurs (Etats, entreprises et particuliers) au détriment des épargnants, qui se retrouvent en quelque sorte taxés par ces transferts de ressources réelles pour des montants considérables. Les épargnants français et européens réorientent, qui – à la différence des épargnants américains - réorientent peu leur épargne des obligations vers les actions pour des raisons socio-culturelles ou d'éducation financière, peuvent être amenés à développer un sentiment d'inégalité conduisant à des incidences sociales et politiques.

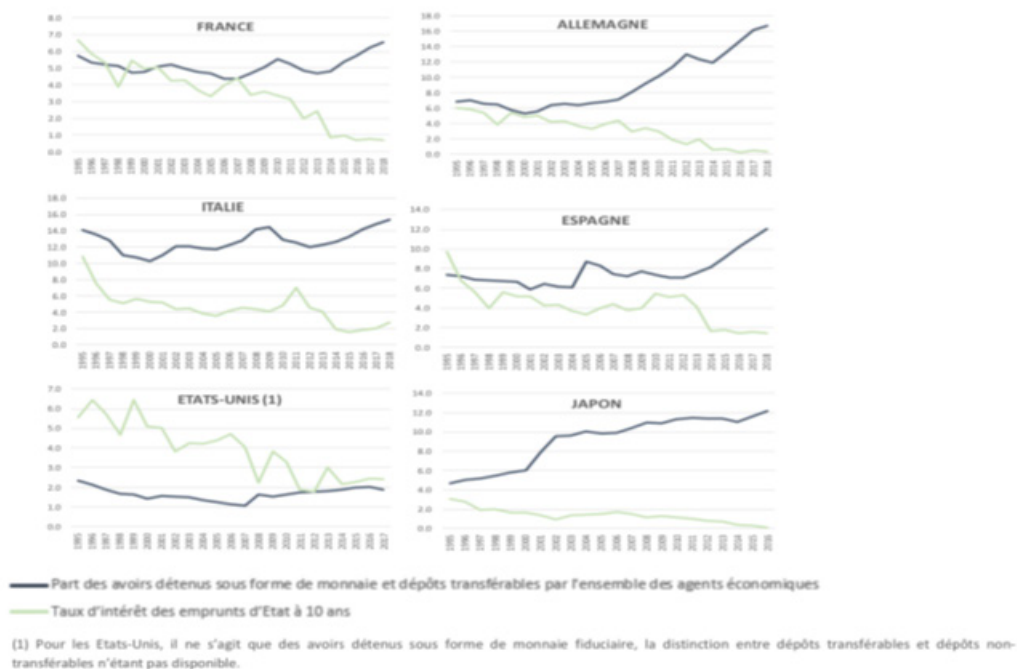
Pour comprendre que les taux d'intérêt négatifs ont en réalité défavorisé l'investissement, il faut se pencher sur le phénomène de la

trappe à liquidités. Quand les taux approchent de zéro, il est difficile pour une banque centrale d'aller beaucoup plus bas : la BCE est allée jusqu'à -0,5 % et la littérature dit qu'on peut difficilement aller au-delà de 0,6 %. En effet, la rentabilité du système bancaire est directement affectée par cette taxe sur les réserves à la banque centrale, qui devrait inévitablement être répercutée sur les dépôts si elle allait au-delà, générant alors impopularité et réduction de la capacité de consommation des ménages, à contrecourant du désir des autorités de stimuler la demande intérieure. On est ainsi dans une impasse. La réponse de la politique non conventionnelle pour faire baisser davantage les taux réels et échapper à la contrainte du plancher zéro des taux est de provoquer une remontée de l'inflation par une politique systématique d'expansion monétaire. Mais si la reprise de l'inflation et de la demande s'avère rétive, ce qui est le cas pour des raisons d'inquiétude sur l'avenir, le raisonnement devient circulaire et il n'y a plus de solution. Apparaît alors la notion de helicopter money, c'est-à-dire la possibilité pour la banque centrale de créditer discrétionnairement les citoyens avec de la monnaie banque centrale non remboursable, avec l'espoir que cette allocation soit consommée mais pas épargnée. Le cœur

du problème de la politique monétaire réside donc dans la préférence pour la liquidité. C'était la hantise de Keynes, qui mettait en garde contre une trop forte baisse des taux d'intérêts, au risque sinon de rentrer dans la trappe à liquidité, cette thésaurisation qui fait disparaître l'investissement.

Les graphiques ci-dessous élaborés par l'Observatoire de l'épargne européenne décrivant l'évolution de la partie liquide - essentiellement les comptes en banque - des avoirs financiers des ménages et des entreprises, révèlent que la crainte de Keynes était bien fondée. Pour tous les pays, la ligne noire qui représente la part des actifs liquides monte, tandis que la ligne grise qui figure les taux d'intérêts baisse. Pour l'Allemagne par exemple, la partie liquide de l'épargne représentait 6 % en 1995 pour 16 % aujourd'hui. Ces évolutions ne sont pas naturelles, mais bien le résultat de la politique monétaire.

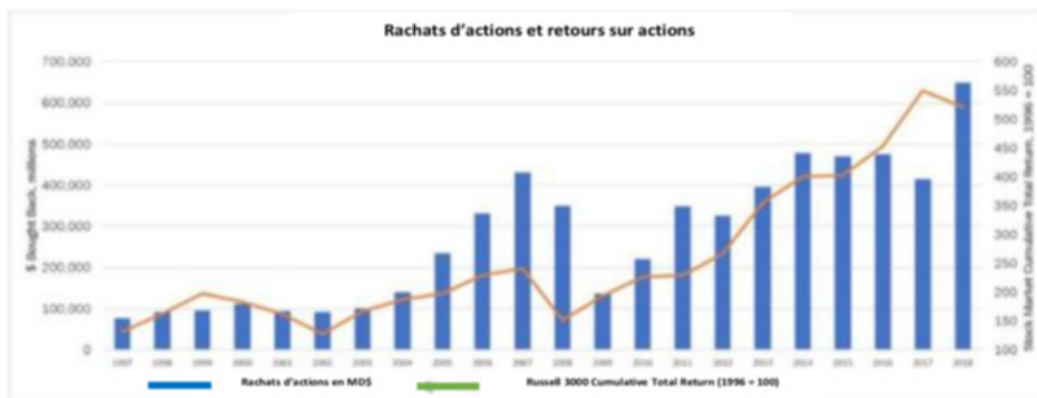
Evolution des avoirs liquides des agents économiques et des taux d'intérêt des emprunts d'Etat



Aujourd'hui, la seule chose qui rapporte ce sont les dividendes. Si en logique financière on peut vivre avec un système où les intérêts sur la dette sont remplacés par avec les seuls dividendes sur les actions, il n'en va pas de même en logique sociale.

Un dernier graphique montre que les rachats d'actions s'envolent. Les taux très bas peuvent inciter des grandes entreprises bien cotées à emprunter à bas coûts pour racheter leurs actions et capter la hausse des cours, ce qui se fait au détriment de l'investissement, et donc de la base en capital et de la croissance, tout en augmentant leur propre endettement. Confrontées au choix entre un projet industriel raisonnablement risqué à financer en capital et en dette et un rachat d'actions par émission peu coûteuse d'obligations, les entreprises choisissent volontiers, depuis la crise mais encore plus en 2019, le rachat d'actions. Tout le malheur de la finance mondiale depuis 20 ans est qu'il n'y a pas assez de fonds propres et au contraire trop de dette.

Les taux d'intérêt bas favorisent les rachats d'actions



Source : Bloomberg, share buybacks, données relatives aux actions contenues dans l'indice Russell 3000 (hors institutions financières)

## Conclusion

Comme l'a indiqué le Président de l'EIFR, Edouard de Lencquesaing, dans son propos introductif, la réglementation financière n'est pas que de la réglementation. C'est bien sûr de la technique, mais il faut avoir une vue plus large de la manière dont la régulation financière se mélange à de nombreux autres facteurs, et éventuellement produit des effets induits négatifs.

Les taux d'intérêts bas non seulement ne favorisent pas les investissements productifs, mais les défavorisent. Ce constat est bien sûr dérangeant pour les banquiers centraux, car si tout ce gonflement monétaire ne produit même pas une stimulation de l'investissement et de la croissance, cela veut dire qu'ils se sont lourdement trompés. Il est temps de dire clairement les choses, et notamment que la pauvreté de la pensée monétaire en Europe depuis une dizaine d'années, qui récite souvent un catéchisme établi, est assez affligeante.

Ce qu'il convient de faire, c'est de désacraliser l'objectif de 2 % d'inflation, non atteignable et responsable de ces problèmes monétaires continus. Pour cela, il faut le mettre dans une fourchette, ce qui dédramatise cette cristallisation devenue aujourd'hui presque névrotique, alors que quelques dizaines de points au-dessous de l'objectif n'ont aucune importance. Avec une fourchette de 1 à 2 % comme l'a proposé courageusement le Gouverneur de la Banque des Pays-Bas, le marché pourra alors retrouver sa respiration. Les banquiers centraux qui laissent entendre que les taux bas ou négatifs pourraient s'installer sur plusieurs décennies contribuent à imprimer l'idée qu'il n'y aura plus de croissance. Le constat que l'on n'atteint pas les 2 %, et que c'est la réalité qui a tort, constitue une

prescription auto-réalisatrice. Un aplatissement des attentes sur la courbe des taux n'est pas le signe d'une récession à venir, mais la conséquence d'une détermination par les banquiers centraux que la courbe des taux va rester plate, voire inversée, pendant une période indéfinie. Non seulement la politique est inefficace, mais elle est très néfaste sur l'avenir en éliminant les attentes positives.

Il faut non seulement il faut désacraliser l'objectif d'inflation, mais aussi petit à petit, quand l'économie va mieux, que les marchés sont moins menaçants, commencer à relever les taux, et entrer dans une politique normale pour avoir une marge le jour où il y a une vraie récession. On s'est en fait privé de l'instrument normal de la gestion économique traditionnelle.

Cette analyse n'est en réalité jamais contestée, et même partagée en privé par beaucoup de responsables. J. de Larosière nous laisse apprécier si cela est encourageant ou pas.





## Qui sommes-nous à l'EIFR ? Notre mission ?

Créé en 2008 en pleine tourmente financière, l'EIFR est une structure de **formation, d'échange et de réflexion autour de la régulation financière et des problématiques qui s'y rapportent**.

L'EIFR a pour objectif de contribuer à une **meilleure compréhension mutuelle entre régulateurs et régulés**. Pour ce faire, la formation et les manifestations de l'EIFR répondent à deux besoins : nourrir une réflexion concrète sur des thèmes clefs de la régulation européenne et présenter des cas pratiques de mise en œuvre de la régulation dans une double perspective régulateurs et régulés.

Nous sommes une petite équipe à taille humaine qui ne sous-traite rien et qui travaille dans le souci permanent de servir une matière exigeante mais pas austère si on élève le débat. Notre président et notre délégué général contribuent à entretenir un dialogue continu avec les principaux acteurs de la Place.

## Quels types d'événements organise l'EIFR ?

- **Matinales actualité** : vision de Députés européens, Rapporteurs sur les directives européennes, Régulateurs, des Experts
- **Matinales recherche** : un **Académie présente ses travaux de recherche**
- **Les RDV de la régulation** : 2 par an. Calendrier réglementaire des 6 derniers mois et prospective. régulateurs, fédérations professionnelles
- **Ateliers** : 2 heures où un cabinet de conseil analyse les impacts métier des évolutions de la réglementation et l'implémentation du calendrier prudentiel par un retour d'expérience client).
- **Séminaires** spécialisés pour les professionnels de la régulation et des risques ou généraux sur la régulation financière pour les décideurs économiques et politiques.
- Conférences internationales

## L'EIFR en chiffres

En 2019, l'EIFR a organisé **27 évènements** en France et rassemblé plus de 1500 personnes :

- 6 Séminaires
- 7 Matinales
- 14 Ateliers

Retrouvez toute l'actualité de l'EIFR sur : [www.eifr.eu](http://www.eifr.eu)

Ouvrage édité par : EIFR

Directeur de la publication : Edouard de Lencquesaing

Coordination rédactionnelle et éditoriale : Michel Cojean & Brice Mégard

Rédacteurs : Michel Cojean & Brice Mégard

Contact : Responsable de la communication : Célia BOBIN

Conception graphique et mise en page : Célia BOBIN

Images : Canvas

Achévé d'imprimer en France en avril 2020

Dépôt légal : mars 2017

ISBN : 2553-0267

©2020 EIFR et les auteurs

EUROPEAN INSTITUTE OF FINANCIAL REGULATION

Association Loi 1901- Organisme de formation

Palais Brongniart- 28 place de la Bourse- 75002 Paris FRANCE

+ 33 1 70 98 06 55- [contact@eifr.eu](mailto:contact@eifr.eu)

[www.eifr.eu](http://www.eifr.eu)



**EIFR**  
European  
Institute of Financial Regulation